



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA
DE MÉXICO

FACULTAD DE ECONOMÍA

**Ciclos Económicos e inestabilidad financiera en el contexto de
la crisis *sub-prime*: auge, crisis y recuperación en el periodo
1990-2020**

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE LICENCIADO EN ECONOMÍA

P R E S E N T A :

CECILIANO SOTO RASHID SEBASTIAN

TUTOR(A):

DR. JUAN MANUEL GOMEZ LIRA

CIUDAD UNIVERSITARIA, CD. MX.

2022





Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



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

Introducción.....	4
Capítulo 1: Aspectos Teóricos Relevantes	7
Introducción	7
1.1. Ciclos Económicos.....	7
1.1.1. Fases del Ciclo Económico	8
1.1.2. Características de los ciclos económicos	9
1.1.3. Tipos de Ciclos Económicos	10
1.2. Teorías modernas de los ciclos económicos	13
1.2.1. Teoría del desarrollo tricíclico de Schumpeter	14
1.2.2. Análisis del ciclo económico Keynesiano	16
1.3. Teoría de la inestabilidad financiera inherente de Minsky.....	22
Capítulo 2: Antecedentes y etapa de expansión (1970-1990).....	28
Introducción	28
2.1. Surgimiento del Money Manager Capitalism.....	28
2.2. Innovaciones en activos financieros y auge de los derivados.....	34
2.3. Introducción y papel de las tecnologías de la información y la comunicación.	39
Capítulo 3: Prosperidad y la generación de la inestabilidad (1990-2006).....	46
Introducción	46
3.1. De la expansión a la prosperidad: el nacimiento de la globalización.	46
3.2. Las primeras crisis de la globalización, y la “burbuja <i>puntocom</i>”	50
3.3. Gestación de la burbuja hipotecaria y la crisis subprime	55
3.3.1. La política monetaria de Greenspan.....	56
3.3.2. El auge hipotecario y su burbuja.....	59
3.3.3. CDO Y CDS. La titulización de las hipotecas <i>sub-prime</i>	61
3.3.4. El Sistema de los Bancos Sombra.....	64
Capítulo 4: Recesión y la internacionalización de la crisis (2006-2010)	67
Introducción	67
4.1. El estallido de la crisis sub-prime	67
4.2. Consecuencias en EUA.....	71
4.3. Transmisión e impacto internacional	75

4.3.1. Papel de los Bancos Sombra en la internacionalización de la crisis	76
4.4. Consecuencias en Europa y México	79
Capítulo 5: Medidas de combate a la crisis y recuperación (2010-2020).....	85
Introducción	85
5.1. Políticas anticíclicas y medidas de impulso	86
5.2. Legislaciones, modificaciones y alternativas al Sistema financiero internacional posterior a la crisis.	89
5.3. Parte final del ciclo: La economía posterior a la crisis.....	94
Conclusión.....	99
Referencias Bibliográficas	102
Bibliografía.....	105

Introducción

La economía históricamente, especialmente desde el inicio del sistema capitalista, se ha caracterizado por ser generadora de momentos de crisis, pero también de momentos de bonanza, mismos que se han visto envueltos en una serie de características similares, como lo son el comportamiento frenético y especulativo previo a una crisis y una larga serie de comportamiento cautelosos y basado sólo en el consumo después de las mismas, acompañado de políticas que incentivan de nuevo la actividad económica; pero a pesar de estas similitudes, gracias a la tecnología, la economía también debe evolucionar, por lo que la manera en que se gestan los ciclos actualmente no es necesariamente igual que hace un siglo.

El ejemplo perfecto de esta situación se dio en el momento en que la crisis *subprime* estalló a principios del año 2008, ya que aspectos como las innovaciones en los activos financieros, y las herramientas utilizadas para llevar a cabo labores dentro del mercado financiero dieron un desarrollo único al fin de este ciclo. Sin embargo, para entender que enseñanzas surgen de dichos eventos y como se pueden llevar a cabo regulaciones que limiten el impacto negativo de las inevitables crisis futuras, que al final es el aporte de esta tesis, es necesario entender el cómo se gestaron las condiciones para dar paso al desarrollo del ciclo más moderno hasta ahora.

Como sabemos, los años posteriores a la crisis de 1929 fueron extremadamente inestables a pesar de los esfuerzos de las políticas keynesianas plasmadas en el *New Deal* para reencaminar la economía mundial, y esto fue gracias principalmente a las guerras y los problemas diplomáticos posteriores a ellas, sin embargo, para 1970, fuera de las constantes tensiones resultado de la Guerra Fría, la economía mundial y principalmente la norteamericana parecía haberse estabilizado por fin, y estaba lista para poder empezar a gestar el cambio de mentalidad en la economía que la llevaría a un nuevo periodo de crecimiento, es así como un nuevo ciclo económico largo estaba a punto de comenzar.

Como veremos en el trabajo, desde la caída del *New Deal*, una serie de políticas y desregulaciones sucedieron a partir de ese momento, lo que ahondado al boom tecnológico que apareció a mediados de los años 80 dieron la posibilidad al sistema financiero poder llevar a cabo especulaciones y apalancamiento con un nuevo grupo de instrumentos financieros, denominados *CDO* y *CDS* mismos que prometían poder generar grandes utilidades en muy poco tiempo, sin embargo, el costo de dicha actividad sería generar un riesgo sistémico, que además de crecer, se buscaba permanentemente delegarlo a un tercero, razón que incentivo por mucho tiempo esta actividad, hasta que la burbuja que resultó de ello era innegable y además en extremo riesgosa para la economía internacional.

Los procesos suscitados en este ciclo económico, refuerzan las teorías planteadas por *Minsky* en donde establece que la economía, y más en particular el sistema financiero es el responsable de generar inestabilidad en si mismo por su misma búsqueda de obtener ganancias, siendo una de las razones principales por los que se gestan ciclos económicos en la actualidad. Por otra parte, la magnitud de este evento y las consecuencias tan desastrosas que tuvo en diferentes partes del mundo hacen pensar que es necesario llevar a cabo políticas no sólo inmediatas sino a largo plazo que regulen el comportamiento del sistema financiero y evite una nueva crisis con tales implicaciones.

Por todo lo anterior, el objetivo de esta tesis es establecer los elementos y características del sistema económico generado desde 1990 a la actualidad que permitieron la generación de un nuevo ciclo económico basado en la inestabilidad dentro del sistema financiero internacional, cuyas consecuencias persisten hoy en día y permiten sentar las bases para futuras regulaciones y políticas económicas que controlen los procesos especulativos inherentes al sistema, el cual esta comenzando a renovar sus procesos y a innovar en sus activos para dar comienzo a un nuevo ciclo económico próximamente.

Por lo anterior, la hipótesis que se buscará demostrar en este trabajo es que los sucesos económicos ocurridos desde 1990 con la introducción de las tecnologías de la información, hasta la actualidad, incluida la crisis sub-prime en 2008, son parte de un mismo ciclo económico inconcluso.

Para reforzar tanto el objetivo principal del trabajo, a si cómo su hipótesis, dada la estrecha relación entre ambos, cada uno de los 5 capítulos posee objetivos particulares. El primer capítulo tiene como objetivo el denotar el significado, la composición y las diferentes percepciones de los ciclos económicos a la vista de diferentes autores, y como sus aportaciones están estrechamente relacionadas con los eventos de la crisis *sub-prime*. Las aportaciones de autores como Schumpeter, Keynes y sobre todo *Minsky* son de vital importancia para entender causas y desarrollo de los ciclos económicos.

Una vez establecidas las bases de lo que es un ciclo económico, podemos analizar el caso específico de esta tesis, principalmente sus antecedentes, por dicha razón, el capítulo 2 tiene como objetivo establecer los procesos desregulatorios, el cambio en las políticas económicas y la evolución tecnológica surgido desde la época de 1970 así como su causalidad con el impulso a la inversión especulativa que generó la burbuja moderna. Como mencionamos, la caída del New Deal trajo grandes cambios, entre los que destacó la creación de la banca múltiple, mismos que ahondado a la capacidad que dio la nueva tecnología de acelerar los procesos, fue crucial para los eventos que se vendrían a continuación.

El capítulo 3 tiene como objetivo describir el como se desarrollaron las condiciones y herramientas en el sistema financiero necesarias para empezar a generar el auge del ciclo y su inevitable caída, una vez sentadas las condiciones políticas y

económicas descritas anteriormente. Mientras que el capítulo 4, tiene como objetivo el describir a detalle como se dio el estallido inicial de la crisis, el proceso por el cual se internacionalizó y las consecuencias que generó a corto y largo plazo en cada uno de los países que se vieron afectados.

Por último, el capítulo 5 aborda todo los aspectos relevantes a destacar en la actualidad los cuáles aún son resultado de la crisis ya descrita, por lo que el objetivo principal de este capítulo es establecer cuales fueron las respuestas para el combate a la crisis, así como otras legislaciones, regulaciones y transformaciones al sistema financiero que han surgido a partir de la misma, y como todo esto ha repercutido en la economía actual y es una clara representación de la fase final de un ciclo económico.

Para lograr los objetivos planteados, cada capítulo consta también de una estructura determinada que ayuda a facilitar su cumplimiento. El capítulo 1 está compuesto primeramente por las fases, las características y los tipos de ciclos económicos, seguido de la interpretación y explicación de los mismos según autores como Schumpeter, Keynes y Minsky. El capítulo 2 consta de 3 apartados, el primero nos narra como fue que surgió el *Money Manager Capitalism* concepto creado por Minsky y que marca el inicio del cambio de paradigma con respecto al *New Deal*, el segundo apartado cita como este nuevo esquema creó nuevos instrumentos y activos que fueron el combustible de la especulación y por último el tercer apartado explica el papel de las TIC en la aceleración y expansión de los procesos ya mencionados.

El capítulo 3 también cuenta con 3 apartados principales, siendo el primero una explicación de como se logró un crecimiento constante con estos cambios que dio pie a la globalización, sin embargo, el segundo apartado establece los factores de la globalización que pueden causar una crisis y cuales fueron las primeras que se presentaron bajo este modelo económico y por último analizamos a detalle el caso de la aparición y el desarrollo de la burbuja estadounidense. En el capítulo 4, tenemos 4 apartados, el primero se basa en explicar como se dio el estallido de la burbuja y sus consecuencias iniciales, el segundo explica la respuesta de Estados Unidos a la misma, y las consecuencias a largo plazo, el tercero ayuda a entender el por qué la crisis llegó a lugares como Europa con tanta fuerza, y el cuarto narra cuales fueron las consecuencias que esta zona, además de México experimentaron.

Por último, el capítulo 5 nos explica en 3 apartados la razón de las políticas de recuperación implementadas en la mayoría de los países a través, otras regulaciones, cambios y legislaciones que surgieron en el sistema financiero a raíz de la crisis, y cual es el estado actual a grandes rasgos de la economía norteamericana y como esto se debe a lo sucedido en la crisis. Por último, se plantean las conclusiones de este trabajo, resaltando la posibilidad de inicio de un nuevo ciclo bajo características nuevas, pero con elementos que pueden ser muy similares al analizado en este trabajo.

Capítulo 1: Aspectos Teóricos Relevantes

Introducción

En la actualidad, las recesiones económicas o las crisis, a pesar de tener un impacto profundo en diferentes áreas de una sociedad, ya no son eventos que sean particularmente alarmantes para los individuos por la frecuencia en que estas se presentan de manera internacional. Se entiende que, como parte de una economía regida por el sistema capitalista, se es susceptible a fluctuaciones constantes que pueden marcar un periodo de bienestar o también pueden generar pobreza, desempleo u otras situaciones desfavorables.

Sin embargo, tal y como puede suceder con los desastres naturales, puede haber recesiones de una magnitud baja y media, o pueden existir eventos catastróficos que marcan un antes y un después en las relaciones económicas que se manejan a nivel local, o internacional. Tal es el caso de la crisis *subprime* de 2008, que a diferencia de lo que percibimos normalmente tuvo elementos característicos que provocaron su gestación y su profundo impacto.

A través de esta sección pretendo establecer las bases teóricas para el entendimiento de los ciclos económicos, los diferentes tipos, sus fases, elementos y su evolución, así como las perspectivas de los ciclos a la vista de diferentes autores, con base en sus propias observaciones del comportamiento de las economías principalmente la norteamericana y europea en otros momentos de la historia.

1.1. Ciclos Económicos

Según Vargas, G. (2006)¹, podemos definir a un ciclo económico de la siguiente manera:

Se denomina ciclo económico a los periodos de expansión y contracción que experimenta el nivel general de actividad de un país, hecho que ocurre en horizontes temporales normalmente de mediano plazo. Por nivel general de actividad debemos entender las magnitudes de la producción, el empleo, los ingresos, la inversión y el crédito,

¹ Vargas, G. (2006). Vargas, G. (2006). Capítulo 20: Ciclos Económicos. En Introducción a la teoría económica: Un enfoque Latinoamericano (726). México: Editorial Pearson

principalmente, que en determinados momentos existen en el conjunto de la economía.

El estudio de los ciclos económicos tomó gran relevancia poco después de la Revolución Industrial y el nacimiento formal del capitalismo, debido a que las crisis económicas estaban ocurriendo de manera más frecuente, y era imposible que esto solo ocurriera gracias a eventos aislados como guerras o desastres naturales como antes se creía. Se percibió el papel de diferentes factores como los precios y la producción en la generación de dichos eventos.

A pesar de esto, no fue hasta la segunda mitad del siglo XIX, que se empezó a tener consciencia de la existencia de ciclos regulares, y de tendencias a largo plazo. Ya para el siglo XX se comenzaron a formular las primeras teorías con respecto a las causas y los comportamientos de dichos ciclos. En 1946, se creó el primer análisis de factores cíclicos encabezados por la *National Bureau of Economic Research (NBER)*, y se basaba en encontrar la interrelación en el comportamiento de factores económicos y los movimientos en la actividad económica.

1.1.1. Fases del Ciclo Económico

Wesley Mitchell (1927), principal supervisor y director de los análisis cíclicos realizados por el NBER, identifica 4 fases fundamentales de las cuales se compone un ciclo económico, tal como se puede observar en la figura 1, cada una de las fases es fácilmente perceptible gracias a indicadores de la actividad económica tales como el PIB, y pueden ser englobadas dentro del proceso expansivo o del proceso contractivo, sin embargo, cada una de las fases posee características muy particulares que vale la pena reconocer para poder hacer las distinciones pertinentes.

- **Recuperación y Expansión:** Es la fase ascendente del ciclo, cuando el crecimiento aún posee signo negativo se conoce como recuperación, si este es positivo es expansión. Se caracteriza por una baja inflación, poca pero creciente confianza de los agentes económicos, políticas monetarias expansivas y bajas tasas de interés.
- **Auge:** Es el punto máximo del ciclo. Aquí el crecimiento económico se genera cada vez en una menor proporción hasta llegar a cero, alta producción y alto consumo. Inflación al alza, generación de políticas monetarias restrictivas, y la toma de riesgos y la especulación es alta.
- **Desaceleración y Recesión:** Es la fase descendente del ciclo, cuando el crecimiento sea negativo es recesión, si no lo es, pero se mantiene a la baja es desaceleración. Sobreproducción y reconfiguración de los inventarios, alta inflación e inicio de un proceso de incertidumbre y desconfianza en los agentes.

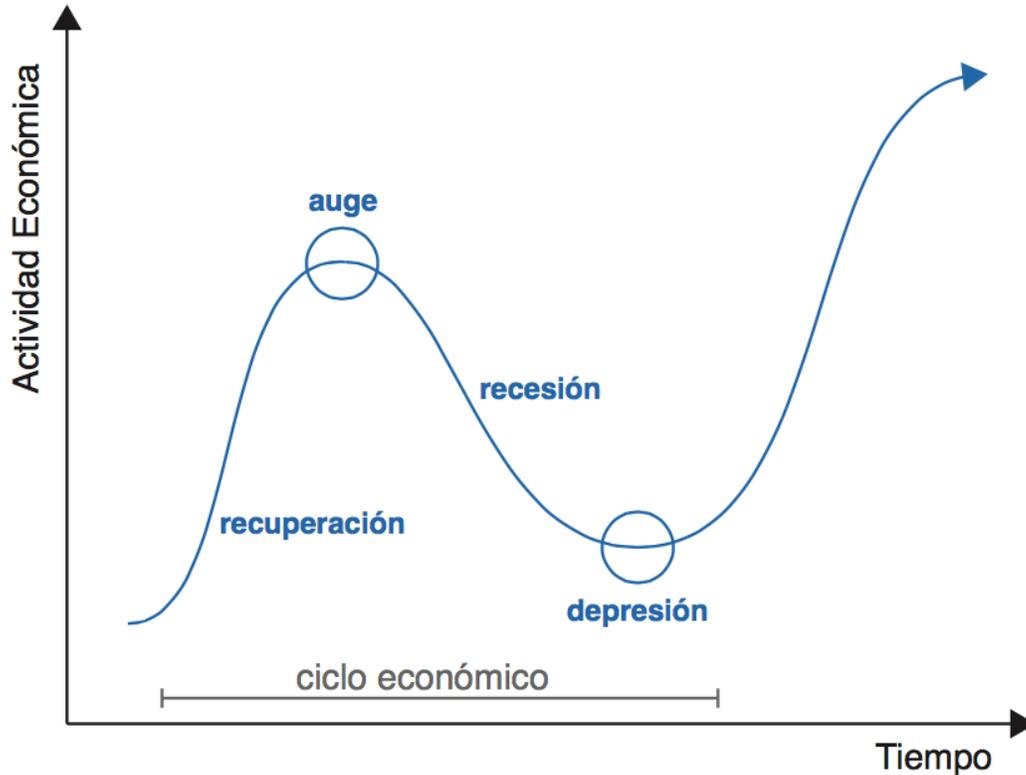


Figura 1: Tomado de "Ciclo económico". Bailmex (2020).²

- Depresión o Valle: Punto más bajo del ciclo. Bajos ingresos, baja demanda y por lo consiguiente una baja producción. Inflación permanece alta, incertidumbre y preferencia total por la liquidez, por lo tanto, existen tasas de interés elevadas.

1.1.2. Características de los ciclos económicos

A su vez, a través de cada fase también podemos determinar las características específicas de los ciclos económicos. La duración de un ciclo corresponde a la suma del tiempo que transcurre desde la aparición de un pico hasta su transición a un valle (fase recesiva), y el tiempo en que ese mismo valle continua hasta volverse un nuevo pico.

La amplitud por su parte corresponde a la diferencia entre el valor presentado por el mínimo punto en el ciclo y su máximo. En cuanto a las expansiones y recesiones la amplitud corresponde al porcentaje de ganancia o pérdida en la actividad productiva durante dichos periodos.

Durante años recientes se han introducido nuevas características de los mismos bajo los estudios de Harding y Pagan (2002), estas son la asimetría, misma que se

² Bailmex (2020). Ciclo Económico, Bailmex, sitio web: <https://www.bailmex.com.mx/economia/que-es-ciclo-economico-y-etapas/>. Consultado el 11 de febrero de 2021.

define simplemente como el comportamiento de la tendencia del ciclo cuando este está por encima o por debajo de su media; y el exceso que es la precipitación abrupta en fases iniciales o finales de los ciclos de expansión y recesión con base en una tendencia lineal.

Por otra parte, a los puntos máximos y/o mínimos de los ciclos se les conoce como puntos de inflexión ya que marcan los cambios de una fase de expansión a una de desaceleración o viceversa. La identificación de dichos puntos es vital para el análisis del ciclo ya que ayuda a determinar el ritmo con la que se producen las fluctuaciones y ayuda a determinar los factores económicos que históricamente propician el cambio.

Las mismas fluctuaciones dentro de los ciclos económicos también son una característica que ayuda a diferenciar tanto las causas como los tipos que se están estudiando. Las fluctuaciones no son más que los cambios o movimientos que presenta un indicador, en el caso de los ciclos, hace referencia a los movimientos ascendentes y descendentes de la actividad económica a través de la duración del mismo. Los tipos de fluctuaciones u oscilaciones que podemos percibir según Estey (1960)³:

- Fluctuaciones Seculares: Son aquellos que duran un largo periodo con respecto al ciclo al que integran y poseen continuidad. Son causados por la acumulación de capital derivada de periodos de eficiencia económica o crecimiento poblacional.
- Fluctuaciones Estacionales: Son aquellos que se dan durante un periodo del año y que dadas las características del mismo incentivan la actividad económica de un sector específico y una vez terminado el periodo vuelven a declinar. Dada la acumulación de fluctuaciones estacionales, el agregado se considera impredecible, pero convencional.
- Fluctuaciones Cíclicas: Estas se caracterizan por ser repetitivas y continuas en un tiempo determinado, sin embargo, cada una varía en intensidad y dirección (ascendentes o descendientes).
- Fluctuaciones Esporádicas: Son aquellas que suceden gracias a factores ajenos a la actividad económica en sí, como desastres naturales o guerras, pero que durante la duración de dicho fenómeno genera movimientos regulares.

1.1.3. Tipos de Ciclos Económicos

Cada ciclo económico posee características únicas y puede ser analizado de diferentes ángulos. Cada una de sus fases pueda ocurrir de diferente manera y a

³ Estey, J. (1960). *Business Cycles: their nature, cause, and control*. Prentice-Hall, Inc. New York. USA.

diferentes intensidades; sin embargo, los ciclos económicos se clasifican principalmente a la duración de los mismos, cada uno de ellos fue estudiado por un autor diferente y establece condiciones particulares para cada uno de ellos, podemos percibir principalmente 3.

a) Ciclos cortos o ciclos de Kitchin.

En su obra, *Ciclos y tendencias en factores económicos*, Joseph Kitchin (1923)⁴ percibió la existencia de ciclos cortos con base en el comportamiento del precio de *commodities* y de las tasas de interés en EUA y Reino Unido, estos tenían una duración aproximada de 3 años (40 meses).

El atribuye la existencia de estos ciclos a causas psicológicas en los agentes; una percepción alterada de los agentes que reaccionan a la situación productiva del país, genera una sobreproducción por parte de los mismos, misma que termina por ser excesiva, esto genera una reducción en la demanda y una nueva caída en la producción. Sin embargo, Kitchin establece que los procesos no se generan de forma inmediata, y que toma tiempo para que la toma de decisiones de un agente se materialice, por lo que esto genera que los ciclos tengan una tendencia a desfasarse con el tiempo.

Por otra parte, menciona que los patrones cíclicos solo pueden modificar su tendencia gracias a los cambios en la cantidad total de dinero en circulación a nivel internacional, ya que eso se traduce en un aumento en los ingresos y el comercio. Esto genera nuevas dimensiones en la producción y en los precios, causando que se generen los mismos ciclos, pero a diferente magnitud.

b) Ciclos medios o ciclos de Juglar

Clement Juglar desarrolló otra periodicidad para los ciclos económicos con base en las crisis históricas de los Estados Unidos durante el siglo XIX. A diferencia de los ciclos de Kitchin, Juglar establece la existencia de ciclos de entre 7 y 11 años, que normalmente se presentan en medio de dos crisis pronunciadas causadas principalmente por comportamientos de carácter excesivo en los mercados de crédito derivado de periodos de estabilidad, recuperación y de estabilidad en los precios.

A través del análisis de las fluctuaciones en los precios, tasas y reservas de oro en países como Francia, EUA, y el Reino Unido intentó mostrar la correlación existente entre estos factores y ciclos crecientes de la actividad productiva, las inversiones y el empleo, mismos que normalmente continuaban con un ciclo de baja en el comercio y una nueva baja en la producción.

c) Ciclos Largos u Ondas largas de Kondratiev

⁴ Kitchin, J. (1923). *Cycles and Trends in Economic Factors. The Review of Economics and Statistics* Vol. 5, No. 1. pp. 10-16

Durante las primeras décadas del siglo XX, Nikolai Kondratiev (1922) abordó la idea de la probable existencia de un ciclo aún más largo que el de Kitchin o el de Juglar dentro de la economía capitalista. Estos específicamente, tenían una duración de entre 48 y 60 años y se basaban en un periodo de gran acumulación de capital y riqueza derivado de nuevos niveles de producción, hasta que en cierto punto no es posible continuar creciendo y comienza una decaída, solo para posteriormente volver a crecer.

El desarrollo su teoría con base en el análisis de los indicadores macroeconómicos de países como EUA, Alemania, Francia e Inglaterra. Los precios, las tasas de interés, y la producción de carbón y acero en cada una de dichas economías lograban mostrar tendencias alcistas y bajistas en el largo plazo, esto denotó la existencia de ciclos largos, pero también de ciclos intermedios. Estos, según Kondratiev, podían ser causados por diferentes choques externos como guerras, revoluciones, aparición de nuevos países, tecnología o variaciones en la cantidad de oro.

A pesar de ser de gran importancia, Kondratiev establece que estos choques no podían ser las únicas determinantes para la generación de los ciclos. El aspecto más importante resultó ser el impacto de la acumulación de todos los eventos previos y el desarrollo de las economías derivado de los mismos, así como los factores políticos y sociales que impulsaban la interiorización de los choques anteriormente mencionados.

Con base en el índice de precios de los *commodities* en los países anterior mencionados, desarrolló una aproximación de los ciclos largos históricos iniciando desde 1780 y hasta 1920, tal como muestra la figura 2. Dichos ciclos, explica, fueron impulsados principalmente por la innovación tecnológica y de procesos, misma que puede tardar hasta 50 años en insertarse completamente, sin embargo, el papel de la tecnología e innovación en dichos tipos de ciclos sería abordado más profundamente por Schumpeter (1934) en su obra: *La Teoría del Desarrollo económico*.

Existe también el registro de un ciclo intermedio entre los ciclos de Juglar y el ciclo de Kondratiev, generado por Simon Kuznets (1971), mismo que tenía una duración de entre 15 y 25 años, y se basaba en su gran correlación con los ciclos demográficos. A estos ciclos se les denominaba ciclos de construcción, ya que las nuevas relaciones económicas en el siglo XX generaban las bases necesarias para un proceso de crecimiento económico periódico, eje de análisis principal de los supuestos del autor.

Además de estos existen ciclos mucho más largos, los centenarios que corresponden a 100 años y se basan en los cambios tecnológicos en el sector energético. Los ciclos de hegemonía mundial que se basan en el periodo de gestación desarrollo y declive de los países hegemónicos que dura aproximadamente entre 100 y 150 años. Además, existen ciclos de 200 años como

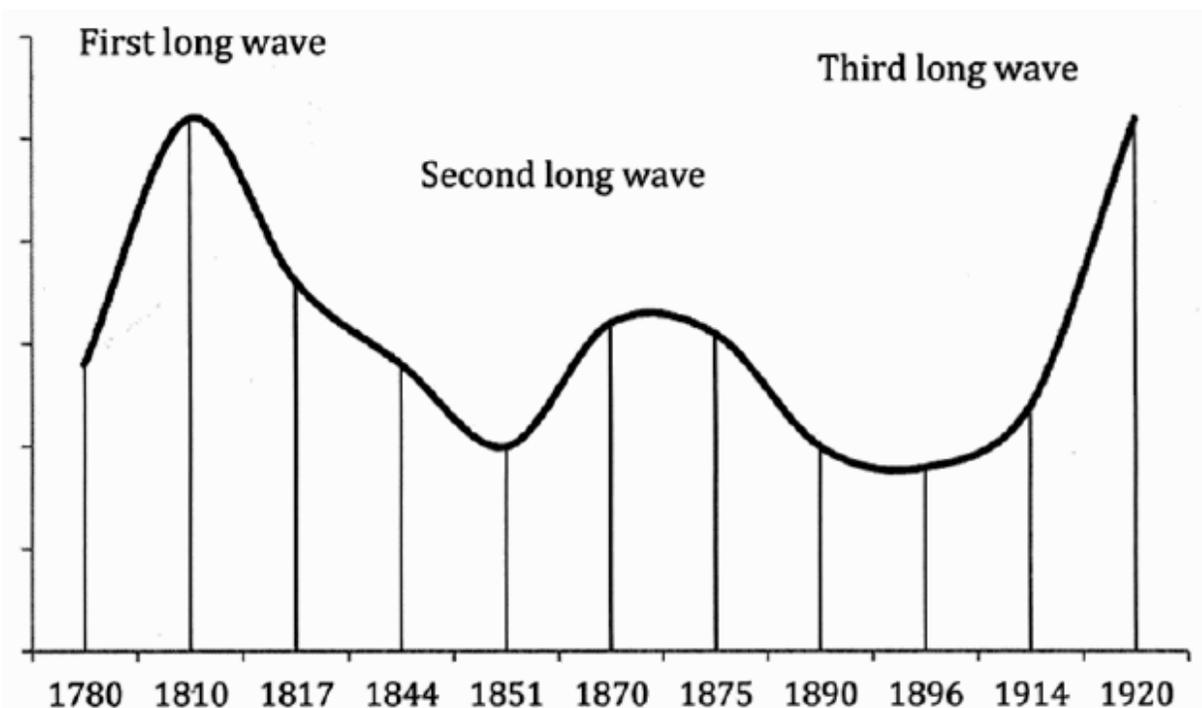


Figura 2: Tomado de “Cronología de los Ciclos Largos”. Leonid E. Grinin, Devezas, Korotayev (2014)⁵.

los “ciclos vitales del desarrollo económico” o los “ciclos logísticos”; sin embargo, estos no son relevantes para el desarrollo de nuestro trabajo.

A pesar de las diferentes perspectivas de cada autor con respecto a la duración de los ciclos, es preciso establecer que cada uno de ellos reconoce la existencia de los otros, y hasta cierto punto muchos son resultado de una unión o interacción mutua. Los ciclos de Juglar pueden ser resultado de entre 2 o 3 ciclos de Kitchin⁶, y los ciclos de Kondratieff son resultado de 4 o más ciclos de Juglar, 2 o más correspondientes a la fase ascendente y el mismo número a una fase descendente.

1.2. Teorías modernas de los ciclos económicos

A través de la revisión de los diferentes tipos de ciclos económicos pudimos observar que además de que muchos autores establecieron la duración de los ciclos económicos, muchos a su vez pudieron percibir las causas principales de por qué se generan nuevos ciclos, entre los que destacan principalmente la acumulación de riquezas, las variaciones en la oferta monetaria y de oro, en los procesos productivos, etc.

⁵ Grinin, L. & Devezas, T. & Korotayev, A. (2014). *Kondratieff Waves. Juglar – Kuznets – Kondratieff*. Uchitel Publishing House, Volgograd, Rusia.

⁶ Los ciclos de Kitchin actualmente no son tan relevantes pues se cree que pueden ser incluidos dentro de los mismos ciclos político-financieros derivados de la elección de un nuevo presidente.

A pesar de que dichos factores actualmente también tienen una gran influencia en la generación de ciclos, es claro que las relaciones económicas capitalistas han sufrido grandes cambios desde que dichas teorías salieron a la luz. El papel de las finanzas y las tecnologías en el siglo XX, pero sobre todo en el siglo XXI requieren de una nueva revisión teórica de como los ciclos bajo nuevas condiciones, tienen la capacidad de generarse, pero sobre todo de transformarse, de manera que dieran lugar a eventos como los suscitados en el nuevo milenio.

1.2.1. Teoría del desarrollo tricíclico de Schumpeter

Schumpeter (1934) ⁷, basa gran parte de su trabajo en desarrollar las vías por las que las economías generan su propio desarrollo económico, entre sus explicaciones principales destacan los procesos de competitividad y evolución de los medios de producción. Sin embargo, la competitividad, desde su enfoque va más allá de los cánones microeconómicos de precio y cantidad, sino que va acompañado de muchos otros factores como la tecnología.

El autor hace referencia a un término para ejemplificar estos procesos, la cual denomina “destrucción creativa”. Este proceso consiste en que la constante innovación tecnológica y de procesos en la industria es capaz de causar una revolución interna en la estructura económica, ya que a su vez que destruye la forma anterior, es capaz de crear una nueva. Así de manera general, nos explica las diferentes maneras en las que se puede desarrollar este proceso de innovación en el sistema:

- Con la introducción de un nuevo bien al mercado
- Con la generación de un nuevo proceso productivo o de comercialización de los bienes.
- Con la creación de nuevas rutas comerciales o la apertura de nuevos mercados.
- Con el descubrimiento, uso y control de una nueva materia prima.
- Con el surgimiento de un nuevo monopolio o ente hegemónico, o la caída de uno ya existente.

Esta búsqueda por la innovación y el cambio inherente al sistema capitalista es causada por la búsqueda constante por un beneficio excedente por parte de sus agentes. Sin embargo, estas ganancias no pueden ser generadas bajo una economía competitiva y solo como resultado de una reasignación más eficiente de recursos, ya que dicha estructura de mercado representa un desperdicio de recursos y una propensión a la ineficiencia productiva, especialmente desde el punto de vista tecnológico.

⁷ Schumpeter, J. (1997). El ciclo económico. En Teoría del desenvolvimiento económico (213-254pp.). Ciudad de México: Fondo de Cultura Económica.

Por dicha razón el emprendimiento y la innovación tienden a ser concentradas en monopolios, sin embargo, al ser parte del proceso natural del sistema capitalista moderno, dicho proceso es el motor para el desarrollo y el progreso, y en general de la expansión de la producción y por consiguiente del crecimiento económico en el largo plazo.

Bajo dicho análisis de la evolución de los procesos en el sistema capitalista, su enfoque hacia los ciclos económicos no dista mucho. Tomando como base los ciclos descritos por Kondratiev, Juglar y Kitchin, reconociendo la existencia de tres ciclos armónicos entre sí, pero bajo diferentes conceptos de duración y amplitud, de ahí el nombre del “modelo tricíclico”. Sin embargo, establece que los grandes cambios, la generación de nuevas estructuras económicas resultado de la innovación ocurren en periodos de entre 50 y 70 años, por lo que coinciden de mejor manera con las ondas largas.

El ciclo descrito por Schumpeter, desde la perspectiva de Villanueva (1995)⁸, es posible (deconstruirlo) en dos fases, la fase de prosperidad (ascendente) y la fase de depresión (descendente). Una vez cursadas estas dos etapas el resultado es un nuevo equilibrio económico, del cual es posible volver a iniciar el proceso. Tras terminar el ciclo se tiene un nuevo producto con una composición diferente y que genera un reajuste en los niveles de precio, mismo que normalmente genera movimientos a la baja con base a la nueva composición del producto.

La parte ascendente es causada por la aparición de grupos de emprendedores e innovadores ya que estos incentivan la inversión en capital, esta se traduce en ingresos excedentes a las empresas, un aumento en los salarios, el nivel de empleo y el ingreso corriente, también genera alzas en los precios todo esto genera presión en las reservas del Banco Central, por lo que se ve obligado a subir también la tasa de interés para realizar procesos de esterilización monetaria.

Pero como toda tendencia ascendente, no es posible mantenerla por siempre y eventualmente empieza a declinar. Este proceso, bajo este enfoque no es más que un periodo de reajuste que permite a la estructura económica, los nuevos medios y las áreas modificadas por la expansión, alcanzar un nuevo punto de equilibrio. Es decir, es el proceso que nos da paso a un nuevo proceso de expansión bajo nuevas características.

Los problemas que se van generando, y que resultan en la depresión se basan principalmente en la competencia entre los nuevos productores y los antiguos. Los antiguos enfrentan alzas en los costos de producción ya que ahora deben ser obtenidos de actividades anteriores, además de una reducción en la demanda por la preferencia hacia los productos nuevos. La generación de una nueva ola, o ciclo

⁸ Villanueva, J. (1995). El crecimiento y el ciclo económico: La visión Schumpeteriana. Boletín de Lecturas Sociales y Económicas, 13, 11-16 pp.

de innovación, también viene acompañado de un nuevo grupo de productos, que rempazan a los anteriores.

Como se ha establecido bajo esta teoría, y con los ciclos económicos detallados hasta ahora, este proceso es inherente y particular del sistema capitalista, es decir podemos argumentar que los ciclos, o al menos su análisis se pueden remontar al siglo XVIII. Así pues, Schumpeter establece los diferentes sucesos de innovación histórica que han generado ciclos largos en diferentes países, principalmente los hegemónicos; estas son:

- La industria basada en el uso del agua y su movimiento durante el siglo XVIII e inicios del siglo XIX.
- La industria basada en la generación de vapor, auge del carbón y el acero a mediados del siglo XIX.
- La industria basada en la electricidad, y la corriente directa, así como su distribución y comercialización a finales del siglo XIX.
- La industria basada en la automatización, y la creación de los motores de combustión interna a mediados del siglo XX.
- La industria y los procesos basados en la digitalización y el uso de las tecnologías de la información desde mediados de la década de 1970.

Según el autor, dichas tecnologías no sólo causan la generación de ondas largas y procesos de desarrollo económico, sino que cada una de ellas fue creada o descubierta en un país diferente, y posteriormente se expandió a diferentes partes del mundo, causando efectos similares en otras locaciones geográficas; además resalta el hecho que dicha transmisión se hace con más rapidez cada vez, razón por la que probablemente la economía responde inmediatamente a sucesos en cualquier parte del mundo.

1.2.2. Análisis del ciclo económico Keynesiano

Keynes, como una gran mente del siglo XX gracias a sus aportes a la ciencia económica durante el periodo de la crisis de 1929, explicó gran parte del comportamiento económico en Estados Unidos post-imperialista y liberal, y dio una pauta de cómo reaccionar a las crisis inminentes que podrían presentarse en ese tipo de economías con la aplicación del New Deal. A pesar de eso, pocos tienden a asociar al autor con teorías y desarrollo acerca de los ciclos económicos, pero su trabajo en este ámbito ayuda a entender la generación de los mismos durante este siglo.

Como preámbulo, vale la pena mencionar, las características de la crisis de 1929, que podría tomarse como referencia de la fase de depresión de un posible ciclo largo iniciado a finales del siglo XIX e inicios del siglo XX, con la inclusión total de la electricidad en la producción y como servicio público, así como con las primeras

apariciones de la automatización de procesos y organización industrial como lo fue el taylorismo o el fordismo.

Gran parte de las circunstancias que causaron la Gran Depresión están relacionadas a dos áreas, el sector financiero y la producción. En primer lugar, el sector financiero en años previos ya mostraba indicios de incertidumbre, principalmente con la deuda, el país poco antes de la crisis mantenía niveles de deuda del 300% con respecto al PIB, además de mantener políticas de acceso al crédito, que fácilmente llevaron al sobreendeudamiento e incentivaron actividades especulativas y burbujas financieras como la sucedida en el mercado inmobiliario en Florida durante los años 20.

Además, los requerimientos de reserva durante esa etapa eran extremadamente bajos, por lo que cuando las expectativas venían a la baja, la incertidumbre comenzó y las burbujas comenzaron a estallar, muchos agentes comenzaron a demandar sus ahorros, y los mismos créditos otorgados por las instituciones no podían ser pagados por su alto nivel, esto llevó a la bancarrota de muchas instituciones durante dicha época, en concreto, al menos 1 de cada 3 bancos comerciales durante dichos sucesos cerró, entre ellos destaca la quiebra de *Bank of United States*, que con depósitos de 200 millones de dólares, significa la más grande en la historia de USA.

Esto, evidentemente en el corto plazo generó un cambio radical de postura entre los agentes, las inversiones cayeron en gran medida, y los pocos bancos que aún operaban no otorgaban ningún tipo de créditos; estos factores, eventualmente afectaron también al sector productivo, mismo que tuvo su propio proceso descendente, y eventualmente pudo dar lugar a la Gran Depresión que duró en su punto más bajo hasta 1933.

Con respecto al sector productivo, tal como otros autores aquí mencionados, la introducción de una nueva tecnología tuvo un gran impacto; la introducción de procesos automáticos y la electricidad generó un aumento descomunal en la productividad, baja en los precios, desplazamiento de la mano de obra y cierre de plantas de manufactura imposibilitadas con la nueva tecnología. Esto no sólo se desarrolló en el sector industrial, sino también en el sector primario, lo que amplificó el alcance de las consecuencias.

Esto claramente llevó a que hubiera un alto índice de desempleo, una baja en los ingresos, y una menor propensión marginal a consumir. Esto, junto con la sobreproducción que ocurría del otro lado de la economía, y con los factores relacionados en el sector financiado relacionados al ahorro, el cobro de deudas y las diferentes instituciones bancarias que se fueron a la bancarrota, fue imposible sostener las empresas por mucho tiempo.

La política monetaria durante dicho periodo también es un factor muy importante a considerar ya que, durante la Gran Depresión, el dinero en circulación cayó en un 30%, gracias a las políticas *liquidacionistas* y restrictivas de la FED durante ese

periodo. En voz de autores como el mismo Keynes, Milton Friedman o Anna Jacobson aseguran que una posible política monetaria expansiva y una inyección de liquidez al sector financiero hubiera aminorado los efectos de la crisis o hubiera resultado en una recuperación mucho más pronta.⁹

Toda esta retrospectiva a la crisis ahonda en la transición entre fases del ciclo, y nos ayuda a como un ejemplo práctico para un mejor entendimiento de los supuestos y teorías de Keynes respecto a los ciclos económicos. Dentro de su principal obra, *La Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero* (1943)¹⁰, menciona que los cambios entre una fase a otra se deben principalmente por los cambios en la eficiencia marginal del capital.

Durante el punto más alto de una fase expansiva, se generan expectativas futuras positivas de los rendimientos de los bienes de capital acompañados de una tasa de interés alta, cuando se genera el descenso por la generación de expectativas negativas, gracias a la demanda sobrecargada de bienes de capital, la caída de la eficiencia marginal del capital es estrepitosa, y viene acompañada de una preferencia por la liquidez, una posterior baja en las inversiones, y finalmente sobreproducción que deberán absorber las empresas.

Por su parte, el ciclo ascendente comienza desde el momento en que la desinversión generada por el ciclo anterior genera una contracción y decadencia del capital por su obsolescencia, mismo que obliga a un nuevo aumento de la eficiencia marginal del capital por la escasez. A inicios de una recesión habrá, probablemente, inversión en el aumento de existencias que ayudará a neutralizar la desinversión del capital de trabajo; en la fase crítica se genera un periodo de desinversión, tanto en existencias como en capital en giro; después que se haya alcanzado el nivel mínimo se presentará una desinversión más en las existencias que equilibre parcialmente las reinversiones en capital de trabajo; y, por último ambos factores serán capaces de retroalimentarse hasta alcanzar la recuperación.

Con base en esto podemos establecer que el uso de la tecnología automatizada y la introducción de los modelos organizacionales de trabajo aumentó la eficiencia marginal del capital de un gran número de empresas a finales del siglo XIX e inicios del XX. Esto generó expectativas positivas y se generó una alta demanda por dichos bienes de capital, misma que generó una saturación y una eventual caída de dicha eficiencia marginal hasta el punto de generar las expectativas negativas y contagiar a todo el sistema productivo norteamericano.

⁹ Cabrera, A. (2007). La Política Monetaria en la Crisis de 1923-1933: La tesis Friedman-Jacobson. Research gate, sitio web:

https://www.researchgate.net/publication/340477946_La_politica_monetaria_en_la_crisis_de_1929-1933_la_tesis_Friedman-Jacobson. Recuperado el 18 de febrero de 2021.

¹⁰ Keynes, J. (1943). *La Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero*. Fondo de Cultura económica. Ciudad de México, México.

La recuperación en 1933 estuvo claramente influenciada por las políticas del New Deal, cuyas ideas principales compartían gran parte del diagnóstico y soluciones propuestas por Keynes tiempo después. Estas rompían con los estándares liberales y no intervencionistas de los años anteriores con programas de reforma a la banca, programas de ayuda social y al desempleo, etc. Esto, junto con la desinversión crítica en capital de trabajo y en inventarios, obligó a una reactivación pausada del proceso productivo basado en la misma tecnología, solo que, debido a los sucesos pasados, no generaba el mismo aumento en eficiencia, ni poseía precios tan elevados, lo que logró mantener la economía relativamente estable, hasta la introducción de la digitalización en los años 80, y el inicio de un nuevo proceso de aumento de la eficiencia marginal de capital.

Bajo este concepto es claro que los ciclos productivos son capaces de formarse, sin embargo, Keynes estableció una variable importante más, misma que serviría para trabajos posteriores como los realizados por Minsky, y que sería uno de los factores que generaría las diferencias principales entre su teoría y la teoría clásica: las expectativas. Con relación a esto y la eficiencia marginal de capital, Keynes (1943) establece lo siguiente:

La confusión más importante respecto al significado e importancia de la eficiencia marginal del capital ha sido consecuencia de no haberse advertido que depende del rendimiento probable del capital y no solamente de su rendimiento corriente [...]. Éste es el factor a través del cual la expectativa de cambio en el valor del dinero influye sobre el volumen de la producción presente. La expectativa de una baja en el valor del dinero alienta la inversión y, en consecuencia, el empleo en general, porque eleva la curva de la eficiencia marginal del capital, es decir, la curva de la demanda de inversiones.¹¹

Según Keynes, la conexión entre las expectativas de movimiento de variables económicas, en particular la tasa de interés, y el aumento o disminución de las inversiones es la eficiencia marginal del capital; esta última está compuesta de los rendimientos probables y el costo de recuperación; al haber una caída en la tasa de interés (una baja en el valor del dinero), la producción futura significará un retorno menor para el inversionista dada la baja al valor del dinero. Invertir ahora es mejor, puesto que mi dinero es más valioso de lo que los será en el futuro.

Sin embargo, la capacidad para pronosticar estos resultados futuros que afecten el rendimiento probable y, por lo tanto, la eficiencia marginal del capital, es bastante complicada; es ahí donde entra el estado de confianza, los agentes tendrán a dar mayor peso a aquellos factores que tienen una mayor probabilidad de suceder. Por lo que gran parte para la toma de decisiones actuales se basa en la “confianza en

¹¹ Keynes, J. (1943). *Op. Cit.* P.19

la continuidad de la convención” bajo la óptica de que el único riesgo que se toma son las posibles variaciones en el futuro inmediato.

Sin embargo, esta estrategia, aún posee grandes falencias y existen muchos factores que pueden ocasionar su fracaso como lo es la alteración de la información por su temporalidad, popularidad u otros factores. Esto puede causar que inevitablemente haya ajustes en los mercados de manera repentina e imprevista, por lo que a pesar de ser “en teoría” de bajo riesgo, no deja de ser más que mera especulación.

Por otra parte, aquí radica cierto incentivo para los inversionistas, ante estas oportunidades de ajuste del mercado creada por expectativas erróneas de los especuladores, otros inversionistas tienen oportunidad de sacar ventaja de esto reaccionando de manera inmediata a dicho cambio (siempre y cuando haya información perfecta), sin embargo tras estas oportunidades, existen nuevas inversiones en dónde, muy probablemente existan nuevas equivocaciones, creando a su vez nuevas oportunidades, creando así un ciclo en dónde las inversiones sostienen e incentivan a ellas mismas.

El hecho de que estas inversiones sean mayormente irracionales y enfocadas exclusivamente a obtener liquidez en el corto plazo se basa en que la inversión con base en expectativas a largo plazo es demasiado impráctica e incurriría en muchos más riesgos que simplemente especular. Sin embargo, el autor explica: “No debemos deducir de esto que todo depende de oleadas de psicología irracional. Al contrario, el estado de expectativa a largo plazo es con frecuencia firme, y, aun cuando no lo sea, los otros factores ejercen efectos compensadores”

El hecho de que dichas inversiones sean irracionales puede parecer lógico, sin embargo, de ahí radica otra gran aportación. Skidelsky (2011)¹², refiriéndose a Keynes, establece que, a diferencia de la economía clásica, en dónde los agentes incurren en un riesgo por el simple hecho de que las expectativas del futuro son perceptibles e incluso medibles, gracias a la información completa al alcance de los agentes; la economía keynesiana establece que nuestra visión sobre el futuro es imprecisa y hasta atroz, por lo que no se puede hablar de un riesgo, sino de incertidumbre.

El futuro, desde su perspectiva, es impredecible, por el simple hecho de que está “abierto”, no depende solamente de los hechos, sino de nuestras motivaciones, intenciones, acciones, además de eventos imprevistos. Sin mencionar el papel de las instituciones como creadoras o destructoras de confianza y su poder para anclar las expectativas. Este cúmulo de factores es capaz de alterar la “convención” estipulada por los agentes, y cuando eso pasa la economía toma giros irracionales, e imposibles de predecir con anterioridad.

¹² Skidelsky, R. (2011). The Relevance of Keynes. *Cambridge Journal of Economics*, 35, 1-13 pp.

Por dicha razón, gran parte de la culpa en una crisis puede ser atribuida a esta característica de los mercados financieros, en caso contrario, en que se conozca el futuro, las tasas de interés se modificarían casi automáticamente como respuesta a las alteraciones percibidas en el mercado derivado de un aumento en el riesgo, lo que nulificaría, siempre y cuando exista racionalidad en los agentes, la posibilidad de que existiera algún tipo de crisis

Queda claro que la generación de un ciclo en el mercado financiero estrechamente ligado y casi paralelo al ciclo en la economía real está altamente influenciado por los factores anteriormente mencionados, esto tiene afectaciones en todos los ámbitos, pero de manera individual, también se percibe un cambio en las necesidades de los individuos, específicamente en términos de la liquidez.

La preferencia por la liquidez es otro aspecto importante que denota la existencia del ciclo según Keynes. Dependiendo del estado actual de la economía, es decir la posible fase del ciclo en que nos podemos encontrar, y de las expectativas a corto plazo que posean los agentes económicos, estos demandan y utilizan el dinero para diferentes motivos. En un momento en que la economía está en su fase de recuperación en común observar que los agentes demandan dinero solo para hacer “transacciones”, es decir se generan solo gastos normales, por lo que su preferencia por la liquidez es moderada, no se atesora, ni se ignora,

Durante la mejor etapa de una economía, es decir en su auge, los agentes centran su dinero en motivos especulativos, es decir sacrifican su liquidez actual con la finalidad de poder obtener un rendimiento mayor en el futuro, en este momento la deuda y la incertidumbre comienzan a crecer gestando las bases para las inversiones irracionales, y la inevitable caída del sistema financiero anteriormente mencionada.

Por último, cuando el sistema ha caído gracias a la incertidumbre, los agentes tienen expectativas negativas en el corto plazo por los sucesos recientes, por lo que el dinero se demanda por precaución, es decir para poder mantener una posición económica sólida ante la situación negativa que rodea a los agentes, durante esta situación los agentes realmente atesoran la liquidez y no están dispuestos a renunciar a ella, incluso si eso involucra grandes ganancias en el futuro. Cuando esto llega a casos extremos, es posible que se llegue a la denominada “Trampa de la liquidez” en donde cualquier instrumento de política monetaria se vuelve ineficaz para reactivar la economía por la total preferencia por la liquidez.

Bajo este análisis de Keynes, en resumen se puede establecer que, existe una propensión natural o condición inherente dentro de la economía real o financiera a invertir, y que estas inversiones están altamente influenciadas por los cambios en el corto plazo como lo pueden ser los cambios en la tasa de interés, un gran conjunto de factores que son resultado de la interacción humana y las instituciones generan incertidumbre, con base en esto se toman decisiones basándose en especulaciones y expectativas, mismas que en muchos casos pueden ser erróneas, esto genera

oportunidades de inversión para otros agentes, pero en gran medida termina en una crisis financiera, esto es capaz de alterar la percepción y las necesidades de cada individuo, particularmente en el uso y la tenencia que le dan a su dinero.

Como se mencionó anteriormente, de ahí se basa la decisión de muchas empresas en apalancarse con base en su “confianza en la continuidad de la convención”, y especulan con el hecho de que podrán refinanciarse, y ante la posibilidad latente de una alteración de la tasa de interés, optan por generar todas esas inversiones y transacciones en el presente.

Dicho esto, podemos establecer que las expectativas, y su desarrollo principal en sector financiero son un factor de gran importancia en el desarrollo de los ciclos económicos, ya que dadas las prácticas que se generan durante dicho proceso, otros factores comienzan a desgastarse de manera paralela, tal y como describimos anteriormente generando la caída del ciclo, y dando entrada a uno nuevo bajo características diferentes.

A pesar de que dicha explicación de la generación de ciclos por medio de la eficiencia marginal de capital, las expectativas, la incertidumbre y a liquidez es atemporal y útil para analizar los fenómenos modernos, es claro que la introducción de nuevas tecnologías y otras innovaciones específicamente en el sistema financiero han alterado el funcionamiento de la economía, por dicha razón, ahora analizaremos el trabajo de Minsky, que con base en los establecido por Keynes ahonda en el papel de las expectativas, y la liquidez para concluir que por sus formas, el mismo sistema económico genera ciclos gracias a su propia generación de inestabilidad en el sistema financiero.

1.3. Teoría de la inestabilidad financiera inherente de Minsky

Desde 1982, en su obra “La Hipótesis de la Inestabilidad Financiera”¹³, Hyman Minsky formuló su teoría de ciclos económicos, específicamente su transmisión en los mercados financieros con base de la tendencia que los mismos mercados tienen a volverse inestables con el tiempo, sin embargo, para entender dicha teoría es necesario entender el contexto histórico de la economía capitalista desde su perspectiva.

Los mercados financieros internacionales han pasado por diferentes etapas, según palabras de Minsky, se pueden percibir tres grandes bloques surgidos en Estados Unidos, pero rápidamente propagados al resto del mundo. El primero se puede definir como “etapa de capital comercial”, misma que tomo lugar antes del New Deal,

¹³ Minsky, H. (1982). *The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy*, Cambridge University Press, Inglaterra.

en dónde las empresas pedían financiamiento para invertir en la producción. La segunda como el “capitalismo paternalista” que tomó lugar después del término de la 2da Guerra Mundial, y se caracterizaba por una intervención profunda del gobierno con la intención de fortalecer el sistema como nunca antes.

La tercera, y más relevante para motivos del análisis, es el denominado “*Money manager capitalism*”, surgida a finales de los años 70 y consolidada en la década de 1980 con las innovaciones en el sistema financiero y se caracterizó por promover una desregulación en mercados financieros, privatizaciones y la consolidación del poder del libre mercado. Durante esta época tomaron relevancia los Fondos de Inversión y los Fondos Fiduciarios bajo el papel de administradores de la riqueza.

Esta nueva forma en que los mercados financieros se llevaban a cabo, fue el motor para poder ejecutar las acciones desestabilizadoras, mismas que serían explicadas tomando gran parte del trabajo de Keynes. Según este último, las inversiones productivas de una empresa no son independientes a otro tipo de inversiones de cartera y se rigen bajo un criterio de superioridad de la eficiencia marginal del capital sobre la tasa de interés, con base en esto Minsky supone que la valuación de los activos de capital está íntimamente ligada a la política monetaria, ya que esa es la encargada de controlar y determinar los tipos de interés.

Las inversiones totales de una empresa pueden financiarse en parte con fondos internos, pero en gran parte recurren a fuentes externas como lo son la emisión de bonos o acciones o el crédito. La reacción de las bancas y otras instituciones crediticias a la creciente demanda de financiamiento para la inversión de las empresas puede resultar en una serie de modificaciones a los términos del préstamo, como el plazo, los intereses, opciones de refinanciamiento, etc. Mismos que bajo condiciones económicas desfavorables y tras ajustes del Banco Central pueden frenar el impulso de la acumulación de capital.

Cuando dichas inversiones se financian mediante la emisión de pasivos a un plazo menor que la vida probable de los activos adquiridos, se genera una necesidad de liquidez, que normalmente otros activos como la caja no pueden solventar. Esto obliga en cierto momento a las empresas a refinanciar sus deudas; si este no es posible debido a las modificaciones en los términos, la empresa tendrá que optar por vender algunos de sus activos, a fin de cumplir los compromisos contraídos.

Dicho esto, a medida que aumenta el apalancamiento de las unidades económicas, estas a su vez otorgan mucho más valor a aquellos activos financieros que son más líquidos. A su vez, el precio de estos activos financieros, a causa de dicha demanda pueden pasar a estar más influenciados por factores como la amplitud y estabilidad del mercado donde se negocian, más que por su productividad; por lo que se puede concluir que los precios están directamente influenciados por los mismos niveles de apalancamiento de las unidades económicas, recalcando la ciclicidad de las inversiones.

Todo este proceso en el cual las empresas aumentan o disminuyen su apalancamiento según el estado de la economía fue analizado a través de la denominada taxonomía de las posiciones financieras, que mostraba que dado el nivel de confianza y de las expectativas que se tengan, los agentes toman más o menos riesgos, aceptan o disminuyen su nivel de apalancamiento, y por lo tanto poseen más o menos recursos para hacer frente a su deuda (tanto el principal como los intereses) con sus flujos de efectivo.

Las unidades cubiertas son las que se dan en el momento en que hay poca confianza en la economía, se toma poco riesgo y se aseguran y cubren todas las inversiones y activos por lo que podrá ser capaz de cubrir sus obligaciones con sus propios flujos; las unidades especulativas se dan cuando la confianza en la economía empieza a aumentar, dado que se empieza a tomar mayor deuda, el pago de las obligaciones no se puede cubrir en su totalidad, por lo que se tiene que refinanciar el principal.

Las posiciones más complejas y que en muchos casos son generadoras de crisis, reciben el nombre de posiciones Ponzi, surgen dado que la economía ha tenido un crecimiento constante el cual genera gran confianza en la misma; los agentes se endeudan, invierten en activos de alto riesgo y con alto grado de volatilidad y especulación; todo esto lleva a que los agentes no puedan cubrir sus obligaciones, ni el principal, ni los intereses; por lo que de caer todo sólo podrían pagar vendiendo activos propios o pidiendo mayor deuda para pagar solo los intereses.

Dada la evolución que sufren las empresas de una posición cubierta a una Ponzi, es que se genera una inestabilidad financiera. Las unidades cubiertas tienen como incentivo el hecho de que dada su solvencia son ellas las que pueden financiar proyectos de inversión a largo plazo con crédito, y a su vez pueden aumentar su rentabilidad y valor de mercado al realizar dicho tipo de inversiones. A pesar de su solvencia inicial, estas empresas empiezan a tener problemas de liquidez por el crecimiento más que proporcional de los créditos sobre las ganancias generado por los procesos de refinanciamiento de aquellas unidades ya en posiciones especulativas y Ponzi.

Este aumento en la demanda de créditos, genera un aumento de la tasa de interés, esto genera un alza en los precios de bienes de capital y una caída en los precios de activos financieros. Esto genera una menor demanda en los mercados de capitales y menor inversión en la economía real, lo que a su vez se traduce en una baja en la demanda agregada y en las utilidades.

Desde este momento se percibe la caída de este proceso, en el momento en que el valor de la deuda contraída por las empresas es mayor debido al aumento en las tasas de interés, y que las empresas pierden utilidades de manera marginal se dificulta el pago de la misma. Cuando este proceso se expande, la opción de refinanciamiento se ve limitada por el aumento en el riesgo sistémico que incurren las instituciones de crédito, hasta el punto que esta opción desaparece.

Bajo este proceso, una empresa bajo una posición cubierta pasó a ser Ponzi, incluso sin desearlo por el hecho de aumentar sus rendimientos. Cuando este proceso se repite con la mayoría de unidades en una nación o incluso en el mundo se genera una burbuja financiera, misma que estalla simplemente en el momento en que la gran parte de las empresas Ponzi caen en default incluso después de haber vendido todos sus bienes y activos. Las instituciones financieras al no tener suficientes reservas y bajo el impedimento de obtener liquidez por los bienes de capital otorgados por las empresas se declaran en bancarrota y se genera una crisis.

Dicho de esta manera, Minsky tomó grandes elementos de Keynes y de sus aportaciones acerca de la incertidumbre en la economía y como esto altera la preferencia por la liquidez; sin embargo, ahora el enfoque se desarrolla desde el punto de vista principal de las empresas, que son aquellas que manejan principalmente flujos de efectivo, y la transición entre las fases de cubierta a Ponzi pasan a tener un efecto más expansivo.

Tal como en el caso de Keynes, Minsky reconoce que dicha taxonomía de las posiciones financieras es una clara representación de un ciclo en el mercado financiero, por otra parte, y por el proceso de *financiarización* de la economía, los ciclos en la economía real responden a los cambios en el sector financiero y ya no son resultado de su propio proceso, es decir resultado de una pérdida en la eficiencia en la producción, como mencionaban muchos autores anteriormente.

Las empresas productivas actuales también poseen caídas debido a aspectos de oferta, demanda, eficiencia, competencia, etc. sin embargo, para las empresas consolidadas estos aspectos ya no representan un riesgo tan inmenso como lo significaba antes; su estrecha conexión con el mercado financiero si lo hace, y sucede desde el momento en que las demás empresas imitan los comportamientos de apalancamiento ya mencionados.

A pesar del riesgo que esto representa no sólo para las empresas, sino para la economía, ya que es claro que gracias a toda la burbuja que se genera por la deuda no saldada de diversos agentes, eventualmente estallará; los agentes siempre optarán por moverse entre posiciones por los incentivos que esto representa, además basan dicha decisión en la inercia positiva que refleja la economía y pocos prevén este posible escenario a pesar de que históricamente los comportamientos son cíclicos y “todo lo que sube, debe de bajar”.

Dado que para Minsky estas circunstancias ocurren de manera frecuente, y aún más con la aceleración de procesos que ha acompañado a la tecnología, se considera necesario también establecer ciertas acciones que los países pueden llevar a cabo para poder contrarrestar este proceso, o para poder dar un impulso a la economía una vez que se ha caído en uno de estos grandes baches, para esto propone las denominadas “políticas anticíclicas”.

Estas se basan en la intervención con la finalidad de estabilizar los diferentes precios de los activos, y esta se debe de realizar por dos vías. Para empezar, que el gasto público deficitario tome el papel de la inversión privada cuando esta no tiene incentivos para existir, y por otra parte establecer una política monetaria flexible que mantenga estabilidad en las tasas de interés y que de ser necesario el Banco Central esté preparado para tomar en cualquier momento su papel como prestamista de última instancia.

A pesar de que, en algunos casos, la intervención del estado en los mercados entorpece la asignación eficiente de activos, Minsky (1986) en *Global Consequences of Financial Deregulation*¹⁴ establece que “una economía en crecimiento necesita tanto la eficiencia en la asignación como la estabilidad del sistema financiero, por lo que la evaluación de un régimen de regulación debe hacerse atendiendo a ambos objetivos”.

Aún con esta serie de medidas que han generado una constante progresión de ciclos inconclusos y que en términos generales han logrado su cometido, estas no se han adoptado de manera correcta por haber generado una “estanflación” (término utilizado por un aumento de los precios de manera mayor que proporcional sobre el crecimiento) puesto que el aumento en el gasto público va dirigido a mantener al consumo, pero no para promover la producción, y a su vez, el Banco Central ha actuado simplemente como el benefactor de la banca comercial ante su falta de solvencia.

Por esto, Minsky, así como Fazzari proponen algunas acciones complementarias, entre las que destacan; dirigir el gasto público a proyectos de inversión, generar regulaciones y restricciones más estrictas a la banca, y la más importante que es favorecer la integración de grupos financieros, de modo que la banca comercial compartiera con la banca de inversión el interés por mantener estables las cotizaciones de los títulos.

Con estas medidas se pueden no sólo contrarrestar las burbujas a tiempo, sino que en caso de ser muy tarde puede dar tranquilidad pues las medidas actúan como un seguro contra catástrofes, sin embargo, la aplicación de muchas de estas resulta complicada dado el conflicto de intereses con las instituciones y que gran parte de los gobiernos puede no tener presupuesto suficiente para solventar déficits constantes.

Este análisis tan importante demuestra el hecho de que, bajo las estructuras actuales dentro del sistema financiero, la inestabilidad, las recisiones y las crisis son un aspecto inherente a las mismas, sin embargo, esto sólo abarca la mitad de cualquier ciclo, después de cualquier recisión existe una recuperación que pueda

¹⁴ Minsky, H (1986). *Global Consequences of Financial Deregulation*. Archive. Paper 378. Bard College, Sitio web: http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/378.

dar comienzo a un nuevo ciclo, y estas surgen cuando los gobiernos toman medidas expansivas para promover una nueva estabilidad y confianza; nuevas bajas a la tasa de interés (incluso llegando a ser de 0%) y políticas de consumo son algunas de ellas.

En años recientes, con el impacto de la crisis *sub-prime* en 2008, fuimos capaces de percibir de nuevo este proceso, y de una manera casi predictiva esta tuvo un sinnúmero de similitudes con los procesos planteados en la teoría de Minsky incluso cuando esta fue escrita 26 años antes. Tal como el estableció, todo inició con ese incentivo inicial de las empresas para obtener mayor rentabilidad, y terminó con el default de muchas empresas productivas y la bancarrota de bancos u otras instituciones financieras como "*Lehman Brothers*".

Dicho esto y bajo el contexto dado con toda la información acerca de los ciclos, y cada una de las diferentes teorías profundizaremos a continuación en las características específicas del ciclo económico que comenzó desde mediados de la década de 1980 con la introducción de las tecnologías digitales, tratando de demostrar que cada proceso ocurrido durante el periodo estudiado tiene grandes similitudes con la información dada con anterioridad, confirmando la naturaleza cíclica de la economía, además del hecho de la profundización y alcance que pudo tener dadas las características particulares del mismo.

Capítulo 2: Antecedentes y etapa de expansión (1970-1990).

Introducción

El impacto de dos grandes guerras mundiales, y la amenaza de una posible tercera con la Guerra Fría se tradujo en un cambio de perspectiva en cuanto a la sociedad y a la política, e incluso hasta cierto nivel en un cambio en la economía europea que dejó marcadamente el imperialismo de lado, sin embargo el cambio tan drástico en la economía norteamericana no fue consecuencia principal de todo este conflicto bélico, sino que sólo funcionó para reafirmar y aplicar la estrategia que ya se tenía planeada desde antes de la segunda guerra mundial.

El surgimiento del denominado “capitalismo paternalista” fue resultado de la aplicación del *New Deal* durante la década de 1930, y antes del inicio de la segunda guerra mundial, y como sabemos se dio en respuesta a los sucesos de la crisis de 1929, aunque posterior a la guerra, este sistema se volvió internacional con los acuerdos de Bretton Woods. Dada la estrepitosa caída que significó dicha crisis, y el cese a una producción en recuperación gracias a la guerra quedó más marcado que nunca que para lograr una total recuperación económica, era necesario una constante intervención del Estado en la economía, con el fin de establecer la infraestructura, y prestar los recursos para lograrlo.

Claramente estas políticas formaban parte de la fase de recuperación de un ciclo anterior, y a pesar de que fue un proceso complicado por los diferentes sucesos nacionales e internacionales durante la segunda mitad del siglo XX, las políticas dieron de nuevo a Estados Unidos la solidez necesaria para comenzar un real periodo de expansión, mismo que al coincidir con la introducción de las tecnologías de la información, daría pie para el inicio de un nuevo ciclo económico que detallaremos a continuación.

2.1. Surgimiento del Money Manager Capitalism

Esta nueva etapa descrita por Minsky surgió a principios de los años 70 una vez que el capitalismo paternalista ya no era sólo insuficiente, sino ineficiente para continuar con el proceso de crecimiento, por dicha razón en el año 1971, el cambio se vio marcado con la destitución del Patrón Oro en los Estados Unidos y la ruptura de los acuerdos de Bretton Woods establecidos con anterioridad, esto con el motivo

de poder dar una mayor libertad al sistema financiero y quitar las trabas nacionales e internacionales que significó el patrón.

A pesar de que en primera instancia podría parecer mala idea, pues sin el oro, el dólar, la moneda hegemónica a nivel mundial, perdería gran parte de su valor, sin embargo, por la gran situación de los Estados Unidos, y por tener un gobierno y una moneda históricamente confiables, la transición a un dinero fiduciario se generó de manera exitosa, y logró la primera gran desregulación correspondiente a esta nueva etapa del capitalismo.

A raíz de dicha desregulación, surgieron cambios en la economía nacional e internacional. Principalmente, este proceso generó que el Banco Central de la Reserva Federal pudiera emitir mucho más dinero sin la restricción de tenerlo que respaldar en oro, esto obviamente ayudó pues dichos recursos normalmente ayudaban a estimular la economía, pero también iba acompañado de un aumento en la inflación.

Además, esto causó un cambio en el sistema de tipos de cambio, y estrictamente en el mercado FOREX, pues ahora las divisas se regirían por la interacción entre la oferta y la demanda. De manera paralela a la suspensión del patrón oro, el presidente Nixon también instauró un arancel del 10% hacia las importaciones, y redujo el porcentaje de ayuda externa, lo que demostró una clara desconexión de los mercados internacionales.

Bajo esta perspectiva podemos establecer que las bases creadas gracias a las políticas de recuperación del New Deal, el acuerdo de Bretton Woods y el capitalismo paternalista dieron las herramientas a Estados Unidos a crear una especie de modelo de crecimiento del mercado interno y una economía cerrada, con el fin de fortalecer enormemente sus estructuras productivas, pero sobre todo crear un sistema financiero sólido, moderno y confiable que pudiera ser la cede o el punto principal de conexión de las transacciones internacionales que estarían a punto de estallar.

Pero para lograr esto, no bastaba simplemente con abandonar los postulados del capitalismo paternalista, había que sustituirlos con nuevas legislaciones y modelos que consolidaran lo ya establecido con el fin del patrón oro, por eso se empezaron a gestar cambios operacionales principalmente en los mercados financieros de manera que estos estuvieran mucho menos desregulados y tuvieran un mayor margen de maniobra no sólo en cuestión de recursos, sino en las áreas en las que podían operar.

Desde que se generó el New Deal, la denominada Ley Glass-Steagal, o la Ley de Bancos de los Estados Unidos había regido el comportamiento de dichas instituciones, y dada la naturaleza de las regulaciones de dicho tiempo su objetivo era mantener la estabilidad de las instituciones al evitar la especulación con el dinero depositado en ellas; por lo que esta ley consistía de tres postulados

principales: 1) Total separación entre la banca de depósito y la banca de inversión (bolsa). 2) Creación de un sistema bancario conformado por bancos nacionales, estatales y locales en donde la ley antimonopolio existente impedía la competencia desleal entre ellas, y; 3) Los bancos fueron vetados de la participación dentro de los consejos de administración dentro de las empresas industriales, comerciales y de servicios.

Esta ley cumplió con su objetivo principal, que fue evitar cualquier situación potencial de riesgo causada por la excesiva especulación, los pobres requerimientos de reserva o el otorgamiento de créditos impagables, pero claramente también causó que las instituciones bancarias norteamericanas fueran de bajo tamaño y de poca relevancia en el sistema financiero, lo que causó que durante gran parte del periodo postguerras no pudieran compararse con otros grandes bancos europeos o japoneses al no contar con la misma cantidad de recursos que los otros si podían manejar.

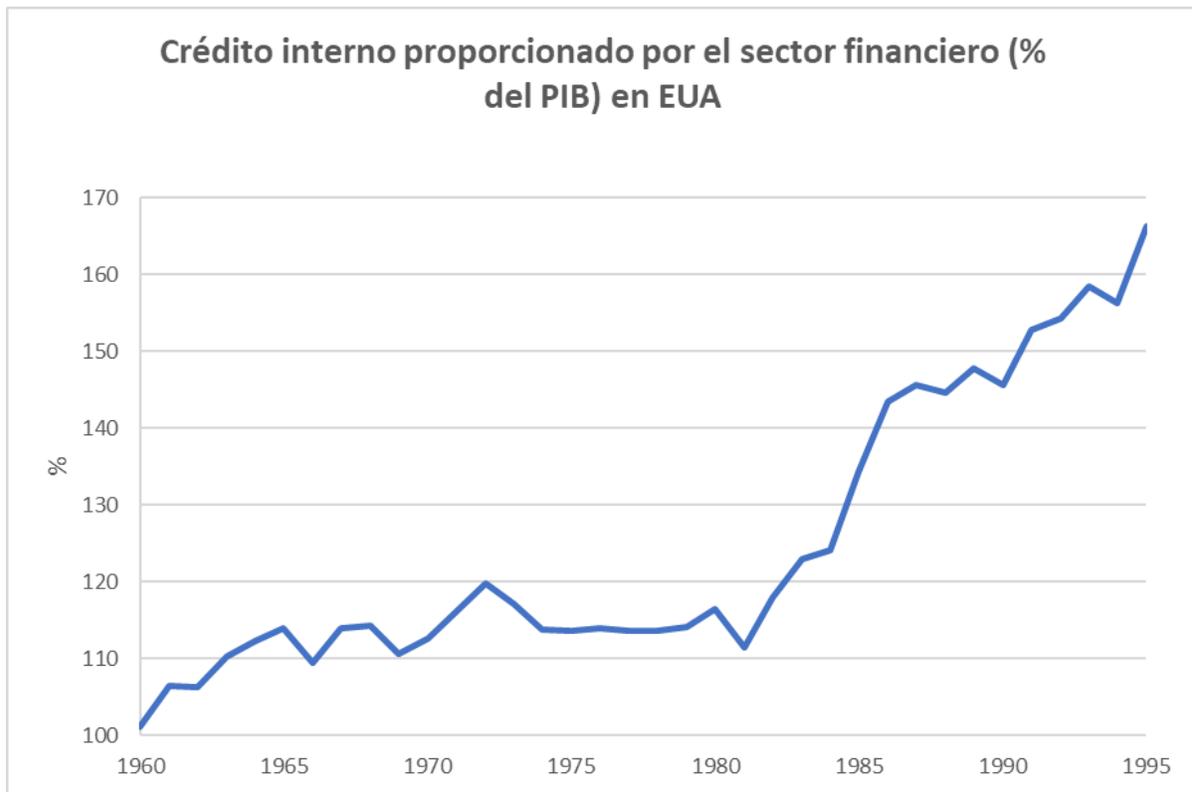
De esta manera, una vez que se llegó al periodo de los años 70, y bajo la transición ya mencionada hubo grandes críticas a dicha ley, pues establecía que limitaba la operación, la competencia y por lo tanto el crecimiento del sistema bancario norteamericano, desde ese momento la ley, a pesar de seguir en vigor fue perdiendo muchísima fuerza, y durante ese periodo se vio una disolución de las barreras entre la banca de depósito y la banca de inversión. Esta desregulación generó un impulso y un desarrollo de nuevas prácticas financieras que generaban utilidades a corto plazo que generó un fortalecimiento del sistema financiero que pujó por desaparecer otras regulaciones¹⁵

Un aspecto importante resultado de la desaparición de la Ley Glass-Steagall es que la banca comercial empezó a tener una mayor participación en el mercado de capitales a través de la creación de filiales; sin embargo no fue hasta la década de 1990 que la Ley Glass-Steagall fue completamente eliminada y surgió una nueva ley denominada Ley Gramm-Leach-Bliley que dio aún mayor flexibilidad a la banca creando los *bank-holding* que permitía a las instituciones participar en cualquier actividad del sistema financiero, es decir, que dio origen en los estados Unidos a la Banca Múltiple, instituciones que otros países habían sido capaces de incluir desde mucho antes.

Todo esto como ya se mencionó logró el crecimiento del sector bancario y del sistema financiero enormemente, y evidentemente eso significó un crecimiento en los créditos otorgados como se puede observar en la gráfica 1. Durante el periodo de los 60 hasta los 80, donde el proceso de liberalización se estaba gestando, y la cantidad de crédito aún no era tanta, por lo que hubo un estancamiento que significó

¹⁵ Wray (2012). *Global Financial Crisis: A Minskyan interpretation of the causes, the Fed's bailout and the future*, Levy Economics Institute. Working Paper N. 711

Crédito interno proporcionado por el sector financiero (% del PIB) - EUA



Gráfica 1: Elaboración propia con datos de Banco Mundial¹⁶.

en promedio sólo el 115% del PIB; desde los años 80, comenzó la expansión real a un ritmo mucho más acelerado, y se mostró una clara tendencia creciente en los mismos, de tal manera que para 1985 ya ascendía al 135% del PIB, y para mediados de la década de los 90, ya era mayor al 160%.

En número fríos, ya representa un incremento sustancial de por sí, sin embargo, si hacemos un análisis más profundo esto genera un peso mucho mayor, ya que al crédito interno estar calculado como porcentaje del PIB, esto significaba que, si el PIB crecía, lo cual hizo durante ese periodo, el crédito interno disminuiría en proporción al mismo. Si a pesar de esto, el crédito interno crecía, esto nos da a entender que el crédito interno crecía más que proporcionalmente que la producción total del país.

El acelerado aumento de los créditos durante la década de los 80, inevitablemente fue acompañado posteriormente de sus respectivos aumentos en la tasa de interés, principalmente en la de referencia, y por consiguiente en la misma tasa activa, hasta el punto en que esta llegó a ser de 8.5% y la tasa activa por el crédito de 18.87% en

¹⁶ Banco Mundial (2021). Crédito interno proporcionado por el sector financiero (% del PIB). World Bank Data, sitio web: <https://datos.bancomundial.org/indicador/FS.AST.DOMS.GD.ZS?end=1995&locations=US&start=1960&view=chart>. Consultado el 10 de marzo de 2021

1981, cuando en momentos anteriores a la introducción de este nuevo modelo desregulado la tasa de interés de referencia se mantuvo entre el 2 y el 3%, y la tasa activa entre un 6% en promedio¹⁷.

Sin duda alguna, el sector bancario fue un elemento de gran importancia para poder reactivar, y expandir la economía, por sus capacidades de circulación y financiamiento a un gran número de empresas, esto con la política “sustitución de importaciones” se sentaron las bases para un nuevo proceso de industrialización, pero a un más a un proceso de terciarización, basado en la productividad generada por las tecnologías emergentes durante este periodo.

Sin embargo, como se explicó anteriormente, el *money manager capitalism*, no se basa principalmente en la labor de la banca como entidad emisora de crédito, sino en el papel de esta institución, y de muchas otras más en el área de las inversiones, el hecho de que un tercero sea el encargado de administrar y hacer crecer el capital de aquellos que lo posean. Por dicha razón, Minsky establece que esta etapa del capitalismo se caracterizó por la aparición de los denominados Fondos Mutuos y Fondos Fiduciarios.

Para incentivar este sector, también se generaron algunos cambios dentro de las instituciones. Además del debilitamiento de la ley Glass-Steagal y la aplicación de la ley Gramm-Leach-Bliley, que evidentemente incentivó y amplió el número de instituciones que podían brindar este tipo de servicios, hubo cambios dentro de la misma estructura administrativa y operativa de las instituciones financieras, principalmente una separación entre los accionistas y el consejo operativo de las mismas.

Dicha separación, derivó en un modelo basado en incentivos, en dónde ahora la única conexión entre ambas partes de la institución, eran las acciones. Además, estas se convirtieron en el principal indicador de la situación o el desempeño de una empresa para los dueños y los inversionistas, de manera que para demostrar solidez y credibilidad siempre se buscaba que los precios de las mismas fueran al alza. Ahondado a esto, los miembros del consejo directivo empezaron a recibir bonos a su ingreso con base en las acciones, por lo que mantener tendencias alcistas era prioritario para ellos.¹⁸

Para lograrlo, en muchos casos las instituciones buscaban reducir sus relaciones de capital / deuda y perder reservas, esto generaba una oportunidad inmensa para poder obtener mayores utilidades, mismas que servirían para poder recompensar mejor y con mayor frecuencia a sus administradores, inversionistas y miembros del consejo. Esto empezó a generar una lenta transición de agentes cubiertos y con

¹⁷ Banco Mundial (2021). Tasa de interés real y la tasa de interés activa de los Estados Unidos. World Bank Data, sitio web: <https://datos.bancomundial.org/indicador>. Consultado el 10 de marzo de 2021.

¹⁸ Galbraith, J (2004). La economía del fraude inocente: la verdad de nuestro tiempo. Editorial Crítica. Barcelona, España.

incertidumbre, hacia prácticas mucho más apalancadas y especulativas; principalmente en áreas poco productivas para la sociedad, este fenómeno es el que empezaría a sentar las bases de un círculo nocivo que se haría mucho más evidente a principios del nuevo siglo.

Dada la constante retribución otorgada por estas instituciones a los inversionistas, que, por el mismo funcionamiento del modelo, pasaba primero por el administrador de los fondos; este esquema se amplió bajo el concepto de que ahora todos buscaban repetir lo obtenido por los anteriores. Por esto, los fondos y otras instituciones crecieron de manera acelerada durante estos periodos, a tal nivel que incluso superaban las operaciones de ciertos bancos, como consecuencia, era común que, a pesar del alza en el sector bancario, estas instituciones acabarían enfocadas en su mayoría en la administración de recursos.¹⁹

La recepción de flujos de capital, era tanta, que incluso esto llevó a la internacionalización de la administración de los recursos, de tal manera que un administrador europeo podría manejar los recursos de un cliente norteamericano. Por dicha razón, el concepto de diversificación de los portafolios se volvió mucho más recurrente, pues al operar recursos en ubicaciones geográficas distintas, se podía hacer uso de instrumentos de cualquier locación con el fin de obtener un rendimiento.

Esto claramente empezó a generar volatilidad en los mercados y en las inversiones, además de que el hecho de que las inversiones trascendían las barreras territoriales era fácil que se generaran problemas con la misma información, sin embargo como la tendencia seguía al alza, con el fin de seguir obteniendo los rendimientos, las instituciones internacionales tenían que seguir creando utilidades a base del apalancamiento y la especulación y crear nuevos instrumentos que fueran lo suficientemente atractivos para la creciente e incesante demanda.

Claramente el mercado de capitales fue una herramienta importante para los inversionistas, los intermediarios y las empresas en sí, pues lograron dar a cada uno rendimientos considerables, incluso si las formas no eran las mejores y los precios al alza que manejaban no reflejaban realmente su comportamiento productivo, además la internacionalización dio oportunidad a empresas de otras latitudes realizar el mismo proceso y crecer de manera importante; de ahí que durante este periodo se diera una nueva gran expansión del capitalismo internacional, casi al nivel de la percibida durante la edad de oro de la misma de 1945 a 1970.

A pesar de todo lo mencionado, el mercado de capitales no era algo nuevo ni tampoco sufrió ni se desarrolló una innovación relevante a parte de la creciente

¹⁹ Engen, E. & Lehnert, A. (2000). Mutual Funds and the U.S. Equity Market. Federal Reserve Bulletin. USA. Core, sitio web: <https://core.ac.uk/download/pdf/6825826.pdf>.

relevancia de la intermediación, debido a esto no se le puede adjudicar a dicho mercado el factor distintivo de este periodo, y claramente tampoco al mercado de renta fija ni mucho menos al mercado de divisas. La mayor introducción e innovación previa al nuevo milenio en cuestión financiera, y que no solamente permitió que este proceso continuara, sino que desarrolló una nueva vía para que este se lograra expandir, fueron los derivados.

2.2. Innovaciones en activos financieros y auge de los derivados

Como mencionamos en el apartado anterior, los tenedores de capital delegaron sus recursos a intermediarios que buscaban obtener recursos para ellos ya que eso significaba una ganancia para ellos mismos. Ya que las empresas tenían como fin siempre tener movimientos al alza, invertir en acciones siempre era redituable, sin embargo, en el afán de encontrar rendimientos mucho más altos, y en un periodo de tiempo mucho más corto, empezaron a surgir nuevos instrumentos que buscaran cubrir todos estos criterios, uno de los más importantes durante esta época fueron los derivados.

Los derivados pueden definirse de manera general como instrumentos financieros que basan su valor en otro activo, que se denomina subyacente. Dichos subyacentes pueden ser una acción, una tasa de interés, una divisa, o incluso un bien en sí. Con base en esto, dos partes realizan un contrato ahora estableciendo todos los detalles de la transacción hoy, pero realizando el intercambio en algún momento en el futuro. Se podrían considerar los derivados principales a los futuros (*forwards*), Opciones, y *swaps*.

A pesar de que los derivados no son nuevos y de hecho han sido operados desde el siglo XVII desde que tuvo lugar la crisis de los tulipanes, e incluso durante el siglo XIX se consolidó el mercado de derivados más importante del mundo que es el mercado de derivados de Chicago (y el de Nueva York), sin embargo los instrumentos eran las formas más simples de los instrumentos anteriormente mencionados, y además en su mayoría se limitaban a fungir como método de cobertura y protección, principalmente a el sector agrícola y a la industria.

Durante gran parte del siglo XVIII y XIX, principalmente en Japón, agricultores adquirían futuros, para asegurar los precios de los cereales, en caso de que factores externos como el clima, o alguna guerra impactara en la producción y por consiguiente en los precios. Posteriormente, empresas utilizaban el mismo método para asegurar los precios de las materias primas que utilizaban en su producción en caso de que estos subieran.

Ya en el siglo XX, muchas instituciones utilizaban futuros u opciones para asegurar el precio de las acciones, y evitar que estas decayeran, y lo mismo con las tasas de

interés en créditos o inversiones en el mercado de renta fija. Sin embargo, no fue hasta los años de 1960, que en gran medida se comenzó a modificar el uso de los mismos, específicamente con la introducción en la misma década de los denominados *swaps*.

Los *swaps* se pueden definir como un acuerdo de intercambio financiero en el que una de las partes se compromete a otorgar en un periodo establecido una cantidad de flujos monetarios a cambio de recibir otra cantidad de flujos de la contraparte.²⁰ Estos flujos responden normalmente a un pago de intereses sobre el valor nominal del 'swap'. Este se utiliza con la finalidad de modificar las características de un esquema de pagos, de manera que este sea más conveniente para aquellos que lo contratan.

Durante 1961, y bajo el ya mencionado del debilitamiento de los acuerdos de Bretton Woods y el patrón oro, y previo a su desaparición los *swaps* se utilizaron para solventar los problemas de liquidez internacional. Se ejecutaron entre la Reserva Federal y algunos bancos extranjeros que acordaron créditos en moneda nacional, pero eran convertibles a moneda extranjera con la finalidad de que estos pudieran solventar otros tipos de pagos con otras naciones a través de este, y ya para 1970 su uso se extendió y se consideró un derivado financiero ampliamente utilizado para enfrentar los impactos causados por los cambios en las tasas de interés a nivel internacional, a este swap se le denominó "*Plain Vanilla Swap*" o "*Basis Swap*" por su simpleza y popularidad.

Durante la década de 1970-1980, y con el fin de la era dorada del capitalismo nos encontrábamos de nuevo en un momento de incertidumbre y protección, sin embargo, gran parte de las instituciones, especialmente los bancos aún tenían que cargar con algunas deudas y créditos otorgados principalmente en mercado inmobiliarios. Dadas las características de dicho crédito, estos son de poca liquidez y de alto riesgo por las circunstancias en que se encontraba la economía. Con el fin de intentar recuperar algo de liquidez y poder asegurar algún tipo de retorno de dichos créditos surgió la idea de agrupar todos estos créditos y sus derechos en un instrumento y venderlos a un inversionista.

Este proceso, que se denominó titulización (*securization*), fue implementado en 1970 por *Department of Housing and Urban Development* de Estados Unidos al crear la primera transacción utilizando un activo respaldado por una hipoteca. A partir de ese momento, La Asociación Nacional Gubernamental de la Hipoteca de EE. UU. comenzó a vender activos respaldados por una cartera de préstamos hipotecarios. Posteriormente, se implementó la misma técnica con otro tipo de activos de respaldo, y su uso se extendió inmensamente.

²⁰ Furio, E. (2017). ¿Qué son los 'swaps' y cómo funcionan? ¿Cuál es su finalidad? BBVA, sitio web: <https://www.bbva.com/es/swaps-que-son-y-como-funcionan/>. Consultado el 18 de marzo de 2021.

Este proceso fue de gran importancia para los sucesos que estarían por venir, sin embargo, dadas las características y la evolución que hubo en él, es pertinente profundizar en el más adelante, sin embargo, cabe destacar que este proceso, a pesar de iniciar como un método de seguridad como cualquier otro derivado, pero con la apertura y libertad de las instituciones financieras sufrió un cambio y empezó a ser usado con fines meramente de obtención de utilidades más grandes y más veloces.

A pesar de todo lo mencionado, durante el siglo XX, la comercialización de derivados estuvo siempre limitada a las instituciones autorizadas para hacerlo, en el caso norteamericano, el lugar más importante fue el ya mencionado *Chicago Mercantile Exchange*, esto no sólo daba un alcance mucho mayor a los derivados, sino que además mantenía una regulación y un respaldo a las transacciones realizadas dentro de él, sin embargo, muchas veces, estos contratos estaban sujetos a ciertas características previamente establecidas por la institución, mismo que limitaba la flexibilidad y muchas veces no coincidía con las necesidades de las partes.

Por dicha razón, durante la década de los años 80, surgió la innovación financiera más importante y que no sólo consolidaría las desregulaciones previamente comentadas, sino que además fue el catalizador para los derivados puesto que permitió a las partes sacarles el mayor provecho. El mercado *Over The Counter (OTC)*, mercado no organizado o mercado extrabursátil, surgió de la necesidad de proveer a los inversionistas instrumentos derivados que se ajustarán específicamente a las necesidades de aquel que lo adquiriera, es decir que generaba contratos "a la medida".

Este se da de manera directa con un bróker o con una institución que no está regulada en este aspecto, como los bancos, o posteriormente los bancos sombra, y se puede desempeñar por medio de medios telefónicos o virtuales lo que permite realizar transacciones en cualquier momento. Claramente, este sistema tiene muchas ventajas entre las que destaca su accesibilidad, un mayor acceso a liquidez y obviamente dada que las especificaciones del contrato son estipuladas por aquel que accede a este mercado, dispone de mucha más flexibilidad, lo que fácilmente puede ser traducido en más rentabilidad.

Sin embargo, este mercado también tiene una desventaja enorme, misma que sería especialmente relevante y evidente en el futuro. El hecho de que dado que no existe ningún tipo de intermediario o agente regulatorio de las transacciones generadas en dicho mercado, es posible que los movimientos no se ejecuten con total transparencia o incluso legalidad, y en caso de que se presente algún tipo de problema o irregularidad, la contraparte muy probablemente no responda y para otro tipo de institución será más difícil intervenir, por lo que esta característica hace a este mercado inmensamente más riesgoso que los mercados organizados.

Además de todos los instrumentos, procesos y nuevas instituciones que se crearon durante esta época, vale la pena mencionar que los derivados que incluso ya existían y los nuevos sufrieron modificaciones en cuanto a sus propias composiciones y características, de modo que en su mayoría, su utilidad ya no se basaba en la protección como se mencionó anteriormente, sino que el objetivo ahora era obtener rendimientos con ellos a través de procesos de especulación, mismos que fueron alimentados por mercados como el OTC.

Primero y principal, los derivados empezaron a tomar como subyacente, elementos muchos más complicados a los usuales, e incluso se generaron combinaciones de los mismos. Casos como swaps con base en el precio de los bonos a 30 años junto al dividendo de las notas del tesoro a cinco años.²¹ Además se crearon las opciones binarias, que estaban sujetas a una condición que en caso de presentarse podía hacerse válido o no el derivado. A todos estos contratos bajo condiciones rebuscadas, se les denominó derivados exóticos.

Ahondado a eso, según datos de una encuesta realizada por Bodnar, Hayt, Marston y Smithson, establece que 28% de las empresas utilizan derivados para reducir la volatilidad de sus ingresos contables, hay evidencia del uso de derivados para reducir el valor presente de sus impuestos, y por último, a pesar de que aún no se tiene una conclusión clara, establecen que dados los resultados de ciertos cálculos, los derivados tienen también la capacidad de aumentar el valor de una firma en sí entre un 4 y un 12%.²²

Y claramente el uso que cobró mucha más relevancia, su uso especulativo, este se basa simple y sencillamente en obtener ganancia de manera veloz, y es principalmente utilizado por los intermediarios financieros propios del sistema que se desarrollaba. Esto se logra adquiriendo un derivado a un precio mayor o menor, según convenga, que el mismo precio del subyacente al que se sujeta. Y aunque menos común, también se puede realizar arbitraje dentro de dicho mercado, haciendo compras y ventas rápidas con el fin de minimizar los costos que pudieran presentarse.

La creación de este sistema, sus instrumentos y métodos es la materialización de la tendencia de los agentes económicos a renunciar a la seguridad y a la certidumbre a cambio de la rentabilidad actual, y la clara transición de posiciones cubiertas a especulativas. Para la década de los 90, gran parte de las transacciones con derivados y las operaciones de titulización ya se llevaban a cabo en su mayoría en el mercado OTC, y principalmente con fines especulativos. Y el problema principal, no era simplemente que las transacciones con derivados ya existentes se movilizaban a opciones más riesgosas, sino que el mercado tuvo una capacidad

²¹ La empresa P&G, en el año de 1994, perdió la cantidad de 160 millones de dólares por hacer uso del swap mencionado.

²² Stulz, R (2004). *Should we fear derivatives?* *Journal of Economics Perspective*, Volumen 18, No. 3. pp. 173-192

inmensa para expandirse en cuanto al nivel de agentes en él, así como en la cantidad de recursos movilizados, de tal manera que llegó a ser uno de los mercados más grandes dentro del sector financieros, comparable a los volúmenes de la banca comercial.

De acuerdo a encuestas realizadas por la *International Swaps & Derivatives Association (ISDA)*²³, el valor nominal de swaps de divisas, swaps sobre la tasa de interés y opciones sobre tasa de interés del mercado OTC para el año de 1987 era de 865 billones de dólares, y para 2003, esta cifra ascendía a 124 trillones de dólares; esto quiere decir que dichos instrumentos tenían un crecimiento promedio del 36% anual durante los 16 años mencionados. Según datos de *Bank of International Settlements (BIS)* la cantidad de transacciones diarias realizadas sobre derivados de tasa de interés en el mercado OTC en el año de 1995 era de aproximadamente 151 billones de dólares, para el año de 2001, esta cifra era 489 billones de dólares.

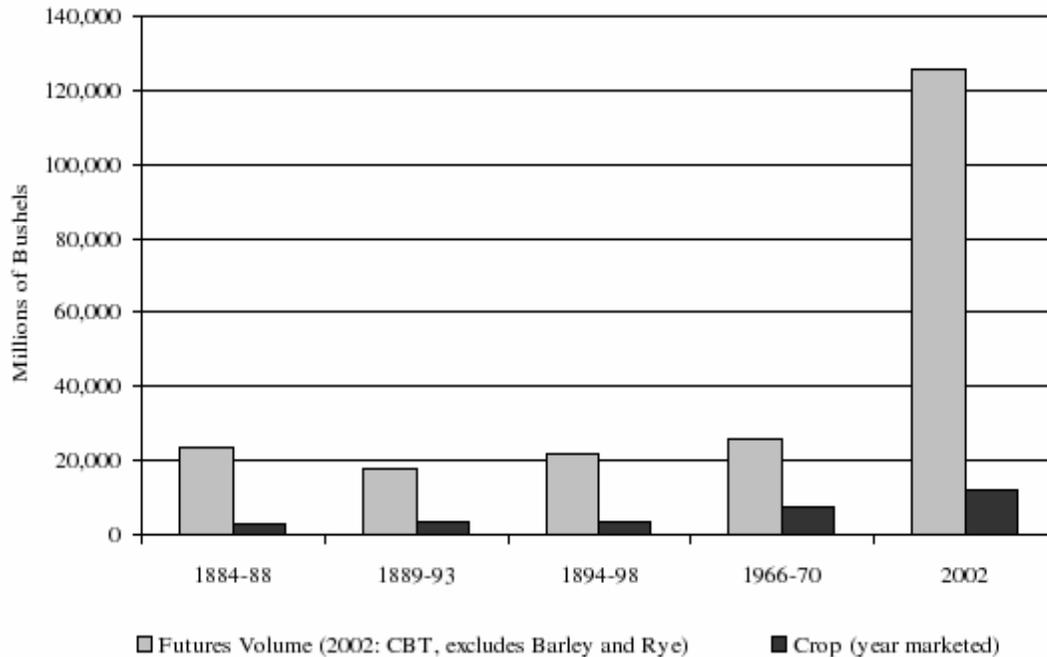
Por último, y como un ejemplo más ilustrativo, en la gráfica 3 podemos apreciar el volumen de contratos de futuro operados en los mercados organizados en Estados Unidos en comparación al volumen de ciertas cosechas; claramente podemos observar, que a pesar de que los activos financieros siempre tuvieron un mayor volumen, durante casi un siglo se mantuvo una relación estable entre ambos elementos, y sin cambios drásticos reales en ninguno de los dos elementos mostrados, esto porque durante estos tiempos la industria tomó el papel más importante de las economías mundiales.

Sin embargo, en sólo 30 años la relación se quebró drásticamente, el volumen de contratos de futuros alcanzó seis veces más a su valor presentado en el valor anterior, y la relación entre el volumen de cosechas y de futuros llegó a ser prácticamente de 10 a 1. Considerando que esto sólo representa los contratos futuros en mercados organizados, y ningún otro derivado ni las operaciones en los mercados extrabursátiles podemos intuir que, si hiciéramos la comparativa entre todo el mercado de derivados y todo el sector primario estadounidense, podríamos ver una diferencia aún más marcada, y una clara tendencia no sólo a la terciarización, sino en particular a una financiarización y, además, en extremo acelerada.

Tras esta información y al entender el funcionamiento y la evolución de los instrumentos derivados dentro del sistema financiero y la economía norteamericana, podemos empezar a dilucidar claramente la transición de los agentes de las posiciones cubiertas que adoptaron a raíz de la crisis del petróleo y la incertidumbre del fin del capitalismo paternalista, hacia actitudes posiciones mucho más apalancadas y por lo tanto riesgosas. Estos movimientos coinciden con una nueva

²³ Stulz, R (2004). *Op. Cit.* P. 35

Volumen de Futuros negociados en mercados organizados y volumen de cosechas (1884-2002)



Gráfica 2: Tomado de "A History of Futures Trading in the United States". Santos, J. (2008).²⁴

fase de expansión de un ciclo económico, e inevitablemente en el nuevo siglo se llegaría al auge.

Sin embargo, nada de lo que hemos mencionado en el papel de los derivados y en la liberalización de la banca comercial y otros aspectos hubiera sido posible sin la existencia de aquello que permitiera su uso generalizado y su internacionalización de manera tan veloz. Las tecnologías de la información son elementos que actualmente damos por hecho, sin embargo, estas tuvieron gran impacto en las maneras en que se ejecutaron todas esas relaciones anteriormente mencionadas, por lo que podemos establecer que estas fueron el canal o la vía por la que se llevó a cabo el cambio en el ciclo económico, tal y como establece el propio Schumpeter en su teoría.

2.3. Introducción y papel de las tecnologías de la información y la comunicación.

El inicio de un ciclo económico está marcado por muchos aspectos; principalmente por un periodo de crecimiento lento y constante, tras la existencia de

²⁴ Santos, J. (2008) *A History of Futures Trading in the United States*. EH.Net Encyclopedia, sitio web: <http://eh.net/encyclopedia/a-history-of-futures-trading-in-the-united-states/> Consultado el 20 de marzo de 2021.

una crisis profunda gestada después de un largo proceso de crecimiento acelerado, a este proceso evidentemente lo respaldan cambios en el comportamiento de los agentes impulsados por cambios realizados por el Estado mismo. A pesar de esto, los ciclos deben tener también a su vez un carácter evolutivo y no pueden ser idénticos al anterior en cuanto a sus causas y medios, por lo que establecer a la introducción de las tecnologías de la información nos habla de uno de los diferenciadores y transmisores más importante del ciclo analizado.

Las denominadas TIC (tecnologías de la información y comunicación) se podrían establecer como aquellas tecnologías que se basan en los conceptos de informática, microelectrónica y las telecomunicaciones, pero no de manera aislada, por el contrario, de manera conjunta e interactiva. Estas tecnologías deben poseer ciertas características específicas para poder ser consideradas TIC entre las que destacan la interactividad, interconexión, digitalización, inmaterialidad, innovación, diversidad, instantaneidad, etc.²⁵

A pesar de que tienen un uso muy variado y cada vez pueden volverse más complejas y específicas, estas surgieron con el propósito de facilitar el acceso a la información y a la comunicación de una manera más sencilla, acelerada y en cualquier formato, de manera que esta pueda ser almacenada en grandes cantidades o incluso se pueda acceder a ella aún si está en dispositivos lejanos. De esta manera se buscó revolucionar la manera en que se llevaban a cabo relaciones sociales en todos los ámbitos, y tal y como se citó facilitó muchas labores en diferentes áreas.

Por sus características, incluso aparatos como el teléfono, o la televisión podrían catalogarse como TIC, sin embargo, se considera que estas tecnologías surgieron inicialmente con la creación de ordenadores personales, y posteriormente con la creación de la telefonía móvil, y el internet, así como todos los programas y softwares necesarios para su correcta operación. Este boom tecnológico se considera que tuvo lugar durante finales de la década de los 70, y los años 80 con la venta del primer ordenador *Kenbak-1* en 1971, y la popularización de los mismos gracias a dispositivos como la *Macintosh 128K* en 1984. Sin embargo, no fue hasta la década de 1990 que tanto el internet como los servicios digitales, como es el caso de los correos electrónicos, empezaron a operar libremente.

La economía claramente se benefició de esta nueva tecnología, anteriormente la automatización de la industria dio la capacidad al sector secundario de poder tener un crecimiento increíble, llevando al capitalismo a un auge como nunca se vio; por otro lado, como las TIC se enfocaban en la creación, transmisión y almacenamiento de la información, era necesario generar una revolución en el planteamiento de la

²⁵ Cabero, J. (1998) Impacto de las nuevas tecnologías de la información y la comunicación en las organizaciones educativas. Grupo Editorial Universitario, Granada, España.

economía, sino también en sus diferentes formas, por eso, a raíz de estas nuevas tecnologías es que se acuña el término “Nueva economía”.

La denominada “Nueva Economía” considera que la difusión de la tecnología generadora de ideas e información en todos los sectores es la clave para la prosperidad, además se basa en cambios organizacionales en el trabajo que van acompañados a estos nuevo productos, de manera que se generan cambios dinámicos, y más importante de todo, la economía debe enfocarse a contribuir al proceso globalizador y de integración económica internacional, de manera que estas tecnologías estén orientadas a fomentar estos canales o “autopistas de la información”²⁶.

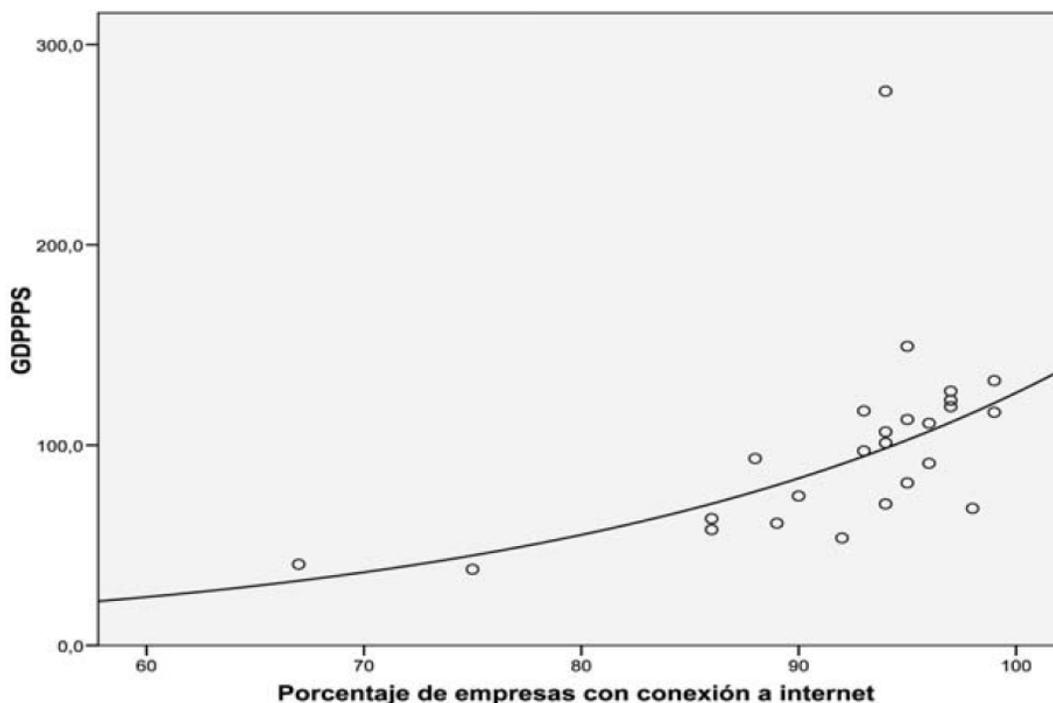
Bajo este concepto, y de manera general, la economía ha sufrido un cambio importante bajo la introducción de las tecnologías, de manera que ya para el año 2000, la producción de las TIC representaba de 2.5% a 4.5% del PIB norteamericano a precios corrientes, según datos de la OCDE. Y dentro del sector secundario y terciario, dichas tecnologías empezaron a tomar su lugar como factores de capital, y la introducción de las mismas ha contribuido enormemente al crecimiento tal como muestra la gráfica 4, de manera que, durante ese mismo año, aquellos países europeos que poseían un mayor número de empresas con conexión a internet, tuvieron un mayor PIB.

Por su acelerado crecimiento dentro de las empresas y la economía en general, este sector representó una gran área de oportunidad para poder desarrollar un sector productivo basado en estos productos, generar mano de obra especializada, innovación y eventualmente abrir y comerciar con dichos productos. El caso de los tigres asiáticos: Corea del Sur, Hong Kong, Singapur y Taiwán fue el caso más notorio de este proceso, con el cual tuvieron un crecimiento continuo con altas tasas, y pudieron traducirlo en un desarrollo económico importante que mejoró la calidad de vida de los habitantes de manera importante.

Con estos ejemplos podemos percibir que las TIC tuvieron la capacidad de contribuir a la recuperación, crecimiento y desarrollo de muchos países desde su temprana introducción y hasta el inicio del nuevo siglo, y de manera particular se logró adaptar a cada uno de los sectores, incluido el primario, que en primera instancia no podría tener demasiada relación. Sin embargo, tal como los procesos de automatización y la electricidad a inicios del siglo XX lograron adaptarse a todos los sectores, la industria fue aquella que por sus características logró aprovechar de mejor manera las propiedades de esas tecnologías.

²⁶ Galindo, M. (2008). Las TIC y su papel en el crecimiento económico y la nueva economía. Economía industrial, No. 370, pp. 15-24

Relación de empresas con internet y el crecimiento económico en países europeos en el año 2000.



Gráfica 3: Tomado de “Las TIC y su papel en el crecimiento económico y la nueva economía. Economía industrial”. Galindo, M (2008).²⁷

De la misma manera, las TIC lograron impactar y potenciar al sector servicios de una manera especial desde su introducción, específicamente empezaron a surgir empresas que prestaban los servicios necesarios para operar las TIC de la mejor manera, como fue el caso de la prestación de servicios de telefonía móvil, de internet, o de televisión por cable, y de creación de material digital, y de manera paralela surgieron otros servicios paralelos o auxiliares a estos y a las TICs en general, como fueron los servicios técnicos, servicios de programación, entre otros.

A su vez, el sector más altamente favorecido por esta revolución tecnológica dentro de la prestación de servicios fue el sector financiero. Por el manejo de información tan grande y relevante que es característico a este sector, la capacidad de poder almacenarla con más facilidad, así como difundirla significó una mejora inmensa en productividad y eficiencia; además con base en la introducción del internet y de las redes de comunicación inalámbricas se introdujeron productos o programas operados bajo ellos, pero específicamente enfocados a las finanzas personales, como lo fue el caso de las tarjetas bancarias, los cajeros automáticos, o los pagos

²⁷ Galindo, M. (2008). *Op. Cit.* P. 39

y depósitos electrónicos, lo que facilitó operaciones financieras y puso al alcance de más público los servicios bancarios y de inversión.

Uno de los casos más relevantes de la adopción de las tecnologías de la información y comunicación en el sector financiero, fue la automatización y digitalización de las operaciones dentro de las bolsas de valores norteamericana en Wall Street, principalmente NASDAQ. Esta tuvo su primera sesión automatizada y de manera electrónica en 1971, y tenía el objetivo de dar mayor transparencia y seguridad a las operaciones, principalmente en los mercados no regulados, de manera que para mediados de los años 80, este mercado bursátil servía como indicador de las empresas tecnológicas, y lograba mostrar en tiempo real las cotizaciones de diferentes acciones y los márgenes de ganancia, de manera que logró dar una representación real y confiable de todo lo que se manejaba dentro de Wall Street.

Este proceso de modernización en Estados Unidos rápidamente obligó a otras bolsas internacionales a hacer lo mismo, de manera que ya para la década de los 90, la gran mayoría de ellas operaba sin el piso de remates típico, y toda la información almacenada y mostrada en plataformas digitales. Este proceso aportó enormemente al hecho de que las actividades bursátiles crecieran enormemente, pues ahora cualquier persona con un ordenador, internet, y algo de conocimiento de las operaciones podía ser participe del mercado.

Y tal como mencionamos en apartados anteriores, las liberalizaciones de los sistemas financieros y la alta demanda fueron cubiertas por esta tecnología, mientras que a su vez fue la vía por la cual se logró conformar un sistema financiero internacional integrado, de manera que alguien podía adquirir valores asiáticos de la misma manera que lo podía hacer en los mismos Estados Unidos, y viceversa; esto generó un contagio enorme, e incluso impulsó el crecimiento de otros países como Europa Central y Latinoamérica.

Este proceso fue tan importante que poco antes del nuevo siglo, empezaron a surgir países que históricamente no habían tenido presencia en el sector industrial, y por no tener empresas de renombre, su capacidad exportadora era limitada o se basaba solo en alimentar una cadena productiva extranjera, sin embargo, empezaron a generar una gran atracción de inversiones y generaron un sistema financiero sólido que los posicionaba en una categoría diferente. De aquí surge el término de “economías emergentes”, categoría en la cual países como México y Brasil son grandes referentes.

Claramente este proceso tuvo grandes beneficios para muchos agentes, y naciones en su todo, sin embargo, de la misma manera que los beneficios eran fácilmente transmitidos, los efectos negativos como el crecimiento del apalancamiento, el riesgo, la volatilidad, etc. que provino de la oleada especulativa norteamericana también llegaron a hacerse latentes en estas mismas latitudes, por lo que de manera conjunta, gran parte del mundo iba de manera paralela a través de la fase expansiva del ciclo económico, y pronto se llegaría a la cúspide de esta.

Como se pudo ejemplificar anteriormente, las TIC fueron un gran impulso para el sector terciario, principalmente en el sector financiero, sin embargo, además de los problemas que se presentaron en dicho sector; podemos afirmar también que estas tecnologías han contribuido fuertemente a un proceso de desindustrialización y de terciarización en las economías, que se considera un sector que no está sujeta directamente a la economía real.

Desde el inicio del nuevo siglo, el sector servicios siempre fue aquel que prevaleció, representando aproximadamente un 40% del PIB mundial, y para los años postguerra el sector industrial se vio altamente favorecido, y alcanzó un 30%, mientras que, gracias a la caída del sector primario, el sector servicios alcanzó prácticamente un 50% del PIB durante la época dorada del capitalismo. Sin embargo, desde el inicio de la década de los 80, comenzó un crecimiento desmesurado del sector servicios acompañado de una gran caída en el sector industrial.²⁸

Este crecimiento ha llegado a tal magnitud que incluso para el año 2015, tan sólo hace 6 años, el sector servicios ya representaba $\frac{3}{4}$ partes del PIB total, por su parte el sector industrial ahora sólo representa la mitad de lo que lo hacía en sus mejores momentos, con un aproximado del 15%. El resto lo componen aproximadamente el sector de la construcción con un 8% en promedio y el sector primario, que después de representar casi un 40% en el siglo XIX, actualmente solo cubre el 2% del crecimiento mundial.

Es importante considerar que un factor muy importante a considerar de este proceso es que el crecimiento de la economía informal en las economías no desarrolladas contribuye a la concentración de las actividades en el sector de los servicios, sin embargo, dada la introducción y el papel de las TIC podemos afirmar que fueron un impulso y la vía por la que se pudo desarrollar este proceso, que en principio parecía ser benéfico, pero eventualmente también sería capaz de mostrarnos una faceta contraproducente.

El acelerado proceso de renovación y modernización del sector servicios, y de los demás sectores también, acompañado de una economía mucho más libre y basada en la obtención de riqueza claramente se tradujo en una nueva era dorada, y aspectos como las problemáticas de la crisis del petróleo quedaron en el pasado, por lo que para la década de 1990 y principios de los 2000 se puede hablar de que las economías, principalmente la estadounidense se encontraba en la fase del auge o la cima del ciclo.

Gracias a esto, y como cualquier crecimiento marginal, llega un momento en que no se puede continuar creciendo, y la economía empieza a generar ajustes relativos a la falta de conocimiento y la euforia desmedida. Para inicios del nuevo siglo, la

²⁸ Prados de la Escosura, L. (2017) *GDP and Its Composition*, en *Palgrave Studies in Economic History: 1850–2015*, pp. 3-14, Palgrave Macmillan.

llamada “burbuja .COM” fue un claro ejemplo de lo que estaría por venir en un futuro cercano, sin embargo, ahondaremos más en su formación y el resto de elementos que dieron lugar a ambos sucesos que cambiarían el curso de la economía en la primera década del siglo XXI en el siguiente capítulo.

Capítulo 3: Prosperidad y la generación de la inestabilidad (1990-2006)

Introducción

Todos los elementos planteados en el capítulo anterior dieron al capitalismo, principalmente al norteamericano, una nueva época de brillantez, caracterizada por llevarse a cabo bajo relaciones diferentes, objetivos renovados y vías actualizadas, que garantizaron su duración, pero también su expansión a muchos otros lados, de manera que para la década de 1990, los eventos complicados de principios de los años 70 habían quedado casi en el olvido, de manera que todos los agentes económicos, familias, gobierno, pero sobre todo los dueños de capital y los intermediarios financieros vivían una época de bonanza.

Bajo esta óptica y a simple vista todo parecía excelente, indicadores como el PIB en EUA, los niveles de empleo, la oferta, la producción, las inversiones estaban en buen nivel, y los indicadores que empezaban a representar un problema como la alta inflación parecían solo un precio bajo a pagar por todo lo demás. Sin embargo, de manera no tan obvia, muchos de los aspectos que dieron a dicho país un gran momento, también comenzarían a presentar deficiencias y fallas que derivarían en baches que debían servir como advertencia del peligro real que se estaba gestando de manera oculta.

A continuación, detallaremos como se generó el proceso con el cual se alcanzó la cima del ciclo económico, y a su vez se gestó una gran inestabilidad en los mercados financieros, de manera que los elementos responsables del crecimiento como las TIC, los derivados y las desregulaciones, creaban ajustes en la economía, como la crisis en 2001, mismas que alimentaban y a su vez presagiaban el propio proceso de caída del ciclo económico.

3.1. De la expansión a la prosperidad: el nacimiento de la globalización.

Como planteamos con anterioridad, la década de los años 80 fue recordada en gran parte de los países desarrollados por generar un resurgimiento, pero sobre todo una evolución en todo aspecto. La revolución no sólo económica, sino también social que tuvo la introducción de tecnologías como los ordenadores, teléfonos móviles y sobre todo el internet, ahondado a aspectos tan importantes como la caída

del sistema socialista con la caída del muro de Berlín y la disolución de la Unión Soviética generaron un sentimiento de unión, mismo que logró generar un cambio dentro del sistema, dando paso a la globalización.

La globalización, específicamente en términos económicos, en palabras del FMI (2000)²⁹ se define como: “La creciente integración de las economías de todo el mundo, especialmente a través del comercio y los flujos financieros”, normalmente en la búsqueda de un beneficio mutuo de sus partes. Este proceso fue tan intenso, que ya para el nuevo milenio, gran parte de los países eran económicamente interdependientes entre ellos, de manera que los países con un mayor número de empresas transnacionales, requerían de las materias primas de otros para mantener sus niveles y por lo tanto sus ganancias, y, por otro lado, los demás países se beneficiaban del comercio de dichos insumos.

Para facilitar estos procesos de intercambio de mercancías e incluso para facilitar otro tipo de relaciones económicas entre los países, durante la década de 1990, se generaron un gran número de bloques comerciales y de uniones económicas, basadas principalmente en la eliminación de los impuestos, tarifas, u otras barreras a la entrada. Y con relación a las inversiones, se incentivó la inversión extranjera y las privatizaciones y se relajaron aspectos dentro de la cuenta de capital, como las barreras a la salida, la estancia mínima, etc.

Entre las uniones más relevantes durante esta época, está la creación de la Unión Europea, con los tratados de Maastricht, en 1992; lo que además de eliminar barreras comerciales entre los países, posteriormente se hizo oficial la creación del Banco Central Europeo y la Eurozona, mismo que estableció una única autoridad monetaria para todos los países miembros, y a su vez la emisión y uso de una sola moneda, esto ayudó a fortalecer a gran parte de los países y a regresar a muchos de esos países a su estatus de potencia mundial.

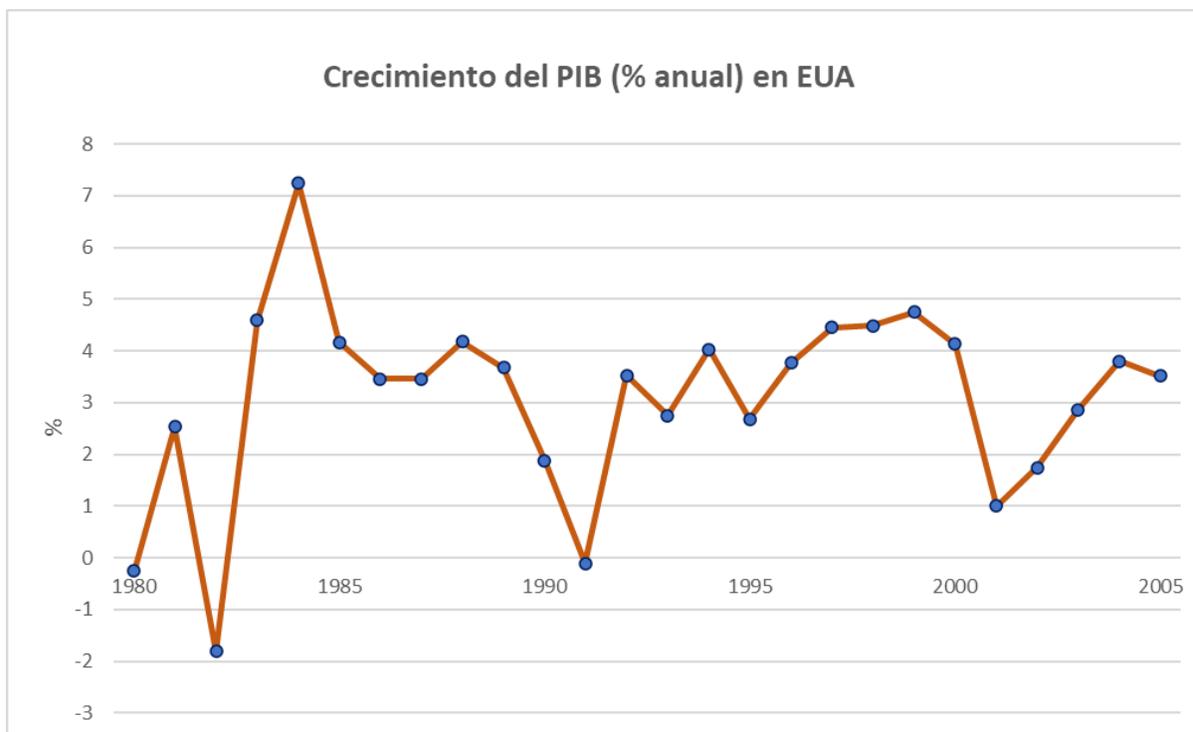
Entre otras uniones que valen la pena mencionar por su importancia, destacan el Tratado de Libre Comercio de América del Norte en 1994 del cuál EUA se benefició inmensamente, la firma del Mercosur en 1991, propio de América Latina, y el AFTA en 1992, propio de los países del Sureste asiático. Además, se puede considerar de la misma manera la creación del grupo G-20, ampliando así el selecto grupo del G-7 instaurado en la década de 1970, dando mayor voz sobre decisiones de estabilidad financiera internacional y comercio a otros países como China, México, Rusia, India, Corea del Sur o Turquía.

Como era de esperarse, y dada la inercia del ciclo que se mostraba con anterioridad, los países con una solidez económica, una alta producción, y flujos constantes de inversiones y de capital, se vieron ampliamente beneficiados de todos estos

²⁹ FMI (2000). La globalización: ¿Amenaza u oportunidad?. Fondo Monetario Internacional, sitio web: <https://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/esl/041200s.htm#II>. Consultado el 30 de marzo de 2021.

procesos de integración, de manera que dicho proceso generó un crecimiento mayor, mismo que creó a su vez nuevos topes o cimas en cuanto al crecimiento mundial. Mientras que los países que eran caracterizados por estar en procesos de transición o por no ser totalmente estables, tuvieron problemas con el proceso de adaptación, y fueron los primeros en dar muestras de algunas falencias de este sistema, sin embargo, eventualmente obtuvieron cierto beneficio también.

Crecimiento anual (%) del PIB de EUA: 1980-2006



Gráfica 4: Elaboración propia con datos del Banco Mundial.³⁰

En el caso de los Estados Unidos, podemos observar en la gráfica 5, que, durante el periodo de 1990, el crecimiento se mantuvo estable y en altos porcentajes, creciendo aproximadamente 4% en promedio durante dicha década, además, de que fuera del año 1884, en dónde el crecimiento llegó a niveles superiores al 7%, durante los últimos años de dicha década se presentó el crecimiento más alto en el proceso cíclico, alcanzando casi un 5%. Esto demuestra que durante dicha década se presentó el momento más importante en dicho país y en todo el mundo, para posteriormente comenzar un ligero declive.

³⁰ Banco Mundial (2021). Crecimiento del PIB (% anual)- Estados Unidos, World Bank Data, sitio web: <https://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?end=2006&locations=US&start=1980>. Consultado el 7 de abril de 2021.

Hasta este punto podemos dejar en claro que la combinación de factores económicos, sociales y tecnológicos llevaron a un nuevo crecimiento económico tras la caída de mediados de los años 70, dando así inicio a un nuevo ciclo diferente a todos los demás, de manera que las relaciones económicas tomaron ventaja de los nuevos medios y generaron un nuevo proceso por el cuál aumentar sus ganancias a través de la expansión, aceleración e internacionalización de sus procesos productivos.

Sin embargo, dada cualquier tendencia ascendente, inevitablemente se llega a un tope como el anterior mencionado, e inicia el proceso inverso, es decir la fase contractiva. Como se estableció previamente, las mismas herramientas que eventualmente habían permitido el crecimiento, lo habían hecho a consta de comprometer la certidumbre y estabilidad futura, pues los riesgos que se tomaron para alcanzarlas eran altos.

Vale la pena mencionar que a pesar de que muchos de estos riesgos eran aceptados voluntariamente, específicamente por aquellos con un conocimiento más extenso de los sistemas financieros, muchos otros agentes actuaban con el afán de poder obtener los mismos resultados que otras personas, desconociendo el papel que jugaban dentro de la formación de esta burbuja. Esto se dio principalmente por el uso desmedido y desregulado de todas las innovaciones como las TIC y los activos financieros, de los cuáles se tenía poca o nula información de sus posibles contrapartes.

Gracias a esto, al inicio del nuevo siglo en muchas latitudes se comenzaron a observar problemas con diferentes aspectos, mismos que acabaron derivando en crisis económicas. La excesiva exuberancia respecto a las tecnologías, o la dificultad que presentó para muchos países integrarse a un sistema que se retroalimentaba mutuamente sin tener las herramientas para hacerlo fueron las causas principales.

A pesar de esto, vale la pena mencionar que esto sólo dio indicios de la gran caída que estaba por venir, y que significaría la entrada a la total recesión y a la depresión del ciclo económico que estamos analizando. En otras palabras, podemos ver a estas primeras caídas como un proceso de ajuste natural del ciclo hacia su tendencia contractiva, o como habíamos mencionado anteriormente, la parte recesiva de un ciclo mucho más corto, que como muchos autores mencionan, varios de estos pueden conformar un ciclo mucho más largo.

Específicamente podemos relacionar estos primeros avistamientos de caídas en el mundo desde dos ángulos, podemos hablar de la caída de un ciclo de Juglar si consideramos solo el crecimiento acelerado de la década de los 90 como el propio ciclo. O podemos verlo desde una periodicidad mucho más corta, en este caso podemos hablar de un ciclo de Kitchin si consideramos sólo la parte final de la década, específicamente indicando en 1998 y finalizando en 2001, con el estallido de la crisis .COM en Estados Unidos.

De cualquier forma, es claro que fueron una parte fundamental del entendimiento del proceso que se estaba gestando, por lo que es importante mencionar de una manera mucho más específica cuáles fueron las causas de dichas crisis a inicios del nuevo milenio, que repercusiones tuvieron en los agentes y economías, como se alteró la visión de ciertos de los elementos que anteriormente propiciaron el crecimiento y como se pueden relacionar estas a la caída de nuestro ciclo largo.

3.2. Las primeras crisis de la globalización, y la “burbuja *puntocom*”

Los procesos de una reestructuración capitalista fueron parte del proceso de crecimiento durante la década de 1990, los procesos de una nueva separación entre el sector privado y el gobierno se habían consolidado, dejando muy atrás el paternalismo que hasta hace poco más de 20 años abundaba en las economías internacionales. Los países impulsores de este país, rápidamente observaron grandes beneficios, pues esto suponía un aumento en los volúmenes de producción, comercio, inversión y evidentemente también de ganancias, aspecto que para este punto se convirtió en el motor de estos procesos.

A su vez, un gran porcentaje de países, mismos que dadas sus condiciones, en dónde no habían sido capaces de conformar un mercado interno y tener un sector privado nacional sólido, habían sido forzados por los países hegemónicos y por instituciones internacionales como el FMI o el Banco Mundial a formar parte del proceso de privatización y apertura forzada. Esta circunstancia automáticamente situó a dichos países en una posición difícil, en la que no sólo un gran número de empresas paraestatales y del gobierno fueron vendidas de manera acelerada y sin un proceso de selección adecuado principalmente a inversionistas extranjeros, mientras que, al mismo tiempo, los países fueron reducidos en el ámbito comercial a suministrar las materias primas o a ser sólo parte de una cadena productiva.

Muchos países Latinoamericanos sufrieron durante esta época por dichos factores, pero además gran parte de ellos fueron sujetos de regímenes cambiarios impuestos por el FMI, como la dolarización, la caja de conversión o el desliz cambiario mismos que a pesar de presentar algunos beneficios como el control de la inflación, de manera general tuvo consecuencias desastrosas para aquellos que tuvieron que asumirlos, principalmente porque el aplicarlos requería un gran sacrificio de reservas internacionales impulsada además por las pocas barreras a la salida de capitales, esto eventualmente causaría una crisis de tipo estructural en la balanza de pagos.

El caso más sonado en Latinoamérica claramente fue el denominado “Efecto Tequila” en México durante 1994, causado por el riesgo sistémico creado por los inversionistas en la privatización de la banca privada, esto ahondado a los choques

políticos y sociales causaron que eventualmente se generara una huida de capitales del país, misma que las reservas internacionales no pudo soportar por la enorme presión que el régimen de tipo de cambio de las “bandas cambiarias” ponía sobre las mismas, esto generó el vació de las mismas, que eventualmente generó una devaluación del peso mexicano y un posterior período de contracción.

Para 1997, estalló una de las burbujas más importantes de este nuevo proceso, de manera que incluso logró hacerse del nombre de “la primera gran crisis de la globalización”. La crisis financiera asiática es compleja y tiene diferentes vertientes, sin embargo, esta se basa principalmente en una devaluación masiva de las monedas del sureste asiático como Malasia, Taiwán, Singapur, Filipinas, Indonesia, etc. impulsado principalmente por la caída inicial de la moneda tailandesa, gracias a la decisión de dicho país de hacer fluctuar su moneda tras no poder mantenerla sujeta al dólar gracias a un exceso de deuda interna y externa adquiridos con la finalidad de solventar los déficits privados en la cuenta corriente derivado del impulso ascendente de dicho sector durante el “milagro de los tigres asiáticos”.³¹

Tal nivel de deuda generó la burbuja que inevitablemente estalló y causó la bancarrota de dicho país. Dada la inercia de todo ese bloque asiático de manera conjunta en atraer inversiones gracias a sus altas tasas de interés, con la debacle de la moneda tailandesa, toda la zona se vio afectada y dada la falta de barreras a la salida de capitales característica de este sistema, la crisis se contagió rápidamente a los países ya mencionados, incluso llegando a países más establecidos como Corea del Sur, China e incluso Japón.

Por último, todo este proceso en 1997 fue un importante para ora gran crisis previa al siglo XXI. El denominado “Efecto Vodka” causado por la crisis financiera rusa en 1998 fue un caso un poco diferente a los ya mencionados, sin embargo, por el flujo compartido que tenían las economías logró tener el mismo desenlace. Los sucesos en dicho país, más que darse dentro de los mercados financieros, se dieron gracias a la dependencia de dicho país a la exportación de energéticos, metales y otras materias primas derivada de la apertura comercial.

Gracias a la inestabilidad internacional derivada de los eventos recientes en Asia, el precio de los principales *commodities* a nivel internacional empezaron a decaer drásticamente. Dado que Rusia basaba aproximadamente el 80% de sus exportaciones totales en activos como petróleo, gas natural, acero, madera hicieron caer las ganancias de las empresas que se dedicaban a la extracción de dichos bienes. Todo esto se consolidó en el momento en que, dado que el sector petrolero era el que más impuestos aportaba, al no tener ingresos suficientes para pagarlos, el gobierno entró también en un déficit público.

³¹ Krugman, P. (1994). The Myth of Asia's Miracle. WayBack Machine, sitio web: <https://web.archive.org/web/20080726013847/http://web.mit.edu/krugman/www/myth.html>. Consultado el 9 de abril de 2021.

Ahondado a esto, durante 1997, el gobierno ruso emitió bonos de cupón cero titulizadas, cuyo interés era pagado por obligaciones vencidas, tras la caída en la productividad, y con el déficit público ya descrito empezó a generarse un temor de una posible devaluación del rublo y la caída en impago del gobierno ruso sobre dichos bonos, la venta acelerada de dichos activos eventualmente causó el desplome de dicho bono y de los mercados bursátiles en dicho país, que se tradujo en una nueva crisis de balanza de pagos, como las anteriores mencionadas.

A pesar de que, en inicio, todas las crisis mencionadas hasta ahora han tenido en común muchas de las causas y los efectos en sus países, todas derivadas del proceso de globalización, el riesgo derivado del mismo y la eventual caída de las posiciones Ponzi alrededor del globo. A pesar de esto, los puntos más importantes del análisis de estos eventos son sus desenlaces, ya que demuestran la más grande debilidad de dicho sistema, mismo que más adelante compartirían con la crisis subprime y que sería una de las razones principales por las que sería reconocida como el evento más desafortunado desde 1929.

Esta debilidad a la que hago referencia es el fácil, rápido y prácticamente inevitable proceso de contagio de las mismas a otros países, tal como fue el caso de la crisis financiera asiática. Gracias a las TIC que dieron la capacidad de interconectar los movimientos de capital alrededor del globo, haciendo mucho más fácil las transacciones, inversiones, depósitos, etc. a distancia; ahora aspectos que suceden en un cierto lugar, impactan de manera directa en el mismo lugar donde se reciben dichas operaciones electrónicas, incluso los aspectos negativos.

Además, gracias a la conformación de bloques, ya sean oficiales o implícitos, las operaciones, decisiones y circunstancias de un país eran capaces de reflejar la imagen de la zona o el bloque entero, incluso si había grandes diferencias entre una nación y otra. Así que, si un país mostraba debilidad económica, toda la zona podría sentir los efectos y dejar de recibir inversión extranjera, el valor de sus monedas decaer, y generar un círculo vicioso que llevaría a momentos difíciles a dichos países, aún si no tuvieron nada que ver con el problema que originó la crisis en primer lugar.

Es así como los aspectos positivos que ayudaban a generar crecimiento, también fueron los mismos que funcionaron como vías de transmisión de los colapsos, esto principalmente por la falta de información necesaria acerca de las operaciones de la misma, misma que podría dar paso a los procesos regulatorios. Así que, por una gran parte de la década de 1990, y la primera del siglo XXI, cualquier crisis económica en cualquier país, tenía el potencial de infectar a todo el sistema económico mundial y de alguna u otra manera perjudicar sus propias capacidades de crecimiento.

Por dicha razón, una vez que las crisis anteriormente mencionadas estallaron y comenzaron a afectar otros países, instituciones internacionales y países potencia, encabezados principalmente por EUA y el FMI se dieron a la tarea de extinguir

dichos problemas de los países, principalmente a través de rescates económicos y créditos. En el caso de México, se recibieron aproximadamente 50 mil millones de pesos para solventar las problemáticas de 1994, y en el caso de la crisis asiática de 1997 existió el mismo proceso con cada uno de los países más afectados.

Sin embargo, dichos apoyos no se otorgaban de manera altruista o sin un tipo de costo, tanto el FMI como otras instituciones, al reconocer la insolvencia de los países que habían rescatado, estableció una serie de reglas que dichos países debían seguir con el afán de recuperar su estabilidad, que no se repitieran catástrofes similares y que eventualmente se pudiera hacer pago de dicha deuda externa. Entre los cambios más importantes que se tuvieron que hacer fueron recortes del gasto público, aumentar en demasía las tasas de interés, y en algunos casos se recomendó dejar quebrar a las instituciones financieras insolventes de esos países, medida que años después tomaría una importancia mayúscula.

Incluso con todas las circunstancias que se presentaron durante esa década, muchos aún confiaban en este nuevo proceso capitalista que había generado tanto crecimiento, pues argumentaban que los sucesos en los países mencionados se debía a la debilidad histórica de ellos y a la incapacidad de realizar correctamente esta evolución, sin embargo, el mismo país que fungió como pionero para todo esto tendría su propia dosis de realidad unos años más tarde y de manera mucho más irónica por los mismos medios que los demás.

Como mencionamos ya, Estados Unidos se benefició enormemente de un cúmulo de circunstancias, y la globalización sólo logró expandir su producción mucho más, sin embargo, la principal vía por la que todo esto fue posible fueron las ya mencionadas TIC. Dada la popularidad y el uso más recurrente que le daban las empresas, familia e incluso gobierno con el afán de agilizar, facilitar y modernizar sus procesos, las empresas dedicadas a dicho sector y su crecimiento acelerado fueron una de las grandes razones del incremento del PIB en dicho país durante esa época.

Dicho esto, todo mundo deseaba compartir algo de los beneficios que generaba esta industria, entonces no sólo el número de empresas de este sector aumentó haciendo de Silicon Valley gran parte de lo que es hoy en día, sino que, dada también la mayor accesibilidad a los mercados financieros y a las inversiones, muchas personas en el afán de aprovechar la tendencia creciente comenzaron a adquirir acciones de empresas de dicho sector. Sin embargo, tiempo después, para 1995, con el uso extendido del internet y el inicio de los dominios web y empresas *start-up* de dicho sector, a las que se denominaban “empresas puntocom”, la atención principal se dejó de enfocar en las antiguas empresas TIC para concentrarse en estas.

Muchas de estas empresas que recién llegaban al mercado eran sólo aspirantes, y deseaban tener el mismo éxito, incluso si su capacidad no era la mejor. Durante este tiempo muchas lo lograron y entraron a un selecto grupo que posteriormente

se denominó “Club de los unicornios” empresas que alcanzaban valores de mercado increíblemente altos, aun cuando su valor real era mucho menor, o en muchas ocasiones inexistente, razón por la que se escogió el nombre. Para 1997, NASDAQ operaba muchas de estas empresas, razón por la que inicialmente su cotización logró subir en demasía.³²

Para el año 2000, NASDAQ llegó a su pico más alto, cotizando en 5132 puntos, las empresas puntocom cotizaban a niveles extremadamente altos gracias a las expectativas impuestas por los especuladores e intermediarios financieros, de manera que los niveles de especulación ya se mantenían en niveles críticos; esto llegó a tal grado que una empresa veía su valor subir por el simple hecho de poseer la palabra “*electronic*” o “.com” en el nombre.

Desde ese momento en adelante la cotización de NASDAQ comenzó a caer drásticamente al punto en que esta que llegó a estar a los mismos niveles previos al crecimiento. Esto evidentemente acabó afectando a las empresas que basaban su operación y crecimiento en su valor de mercado, a tal punto que para 2003 un aproximado de 4800 empresas de internet habían desaparecido, ya sea por quiebras totales de las mismas, o por haberse fusionado con otras. Esto se tradujo a grandes pérdidas para muchos agentes durante esa época y para el fin de la euforia de dicho sector industrial.

La razón por la que se dio esta caída del NASDAQ que se convirtió en el estallido de la burbuja fue gracias a diversos factores, entre los que podemos destacar el cambio de expectativas de los inversionistas acerca de dichas empresas y su repentino deseo por una recuperación más acelerada de las inversiones en dichas empresas, mismas que evidentemente no podían satisfacer. Además, un gran número de economistas y expertos financieros sugirieron la existencia de la burbuja desde mucho tiempo antes, condicionando e influenciando el comportamiento de los agentes en el mercado y casi de manera impuesta haciendo suceder su predicción.

Con dicho estallido fue que se pudo dar fin a la euforia derivada de la denominada “nueva economía”, haciendo entrar en cuenta a gran parte de los agentes que toda la operación de este nuevo modelo de negocios no era mucho más diferente a las que habían existido hasta ese entonces, y simplemente era un rostro nuevo. A pesar de esto, muchas empresas de dicho sector lograron mantenerse y seguir creciendo, pero las inversiones y la valoración de dichas empresas se generó de una manera mucho más cauta y siempre dando prioridad a la actividad real de la empresa y menos a las expectativas.

³² Vegas, J (2016). Las burbujas de la economía digital. Wordpress, sitio web: <http://economiadigital.etsit.upm.es/wp-content/uploads/2015/12/JaimeVegas.pdf>. Consultado el 13 de abril de 2021

A su vez, dada la importancia puesta en dicho sector y la manera en que se sobrecalentó la economía debido a esto, los grandes indicadores de dicho país también resintieron la caída de NASDAQ y de las empresas puntocom. Generando que, en el año 2000, por primera vez desde el año 1995, el porcentaje de crecimiento cayera, situándose en 4%. Para el año de la debacle en 2001, el PIB tan sólo creció al 1%, su tercer nivel más bajo desde 1980, y la caída más grande en el porcentaje de crecimiento desde 1985, dando indicios de un claro bache en el tremendo proceso de expansión del país, y dando fin a este ciclo corto.

Sin embargo, dado que fue un evento ajeno al sistema económico o financiero del país, las consecuencias negativas no fueron mucho más allá de la desaparición de dichas empresas insostenibles y de las pérdidas de los agentes nacionales y extranjeros que decidieron adentrarse en la burbuja. Sin embargo, fue una gran muestra de las consecuencias que se podían generar al empezar a invertir y a especular con activos o empresas de las cuáles se desconocía su trasfondo y se basaban sólo en expectativas.

Para el año 2002, hubo un nuevo crecimiento, y así se mantuvo hasta que tuvo lugar el suceso de nuestra investigación. Como se comentó, a pesar de la gran cantidad de elementos que se han analizado hasta este punto y que fueron motor tanto del crecimiento como de la caída, respaldando las teorías de que la inestabilidad que da paso a los ciclos es algo inherente a la economía, aún existen detalles particulares sobre los sucesos de la crisis sub-prime que hay que analizar, pues a pesar de tener cierta similitud con otras a mencionadas, los procesos y los medios de generación y contagio de la inestabilidad fueron muy diferentes.

3.3. Gestación de la burbuja hipotecaria y la crisis subprime

Desde que el proceso de una nueva liberalización económica comenzó a finales de los años 70 e inicios de los años 80, hubo una revolución en muchos aspectos, evidentemente el económico con el surgimiento de innovaciones en los mercados financieros y en las nuevas formas productivas y sectores industriales, tecnológico con el surgimiento de las TIC, e incluso sociales y políticos; todo como parte de un nuevo ciclo económico y en concreto de su parte expansiva, la cual solo muestra su mejor cara y trae beneficios para todos.

Sin embargo, gracias a un sinnúmero de estudios históricos de las economías y al aporte de diferentes teóricos es fácil discernir que eventualmente se deberá llegar al proceso opuesto, al contractivo. La explicación de por qué y cuando esto sucede no siempre fue homogénea, pero actualmente es aceptado el hecho de que son los mismos agentes y sus relaciones quienes lo causan, gracias a un crecimiento de tipo marginal, que eventualmente llega a un límite y comienza un proceso de descenso. A pesar de que esto es un comportamiento natural y que sucede en cualquier economía de tipo capitalista, aspecto como la especulación, la toma de

riesgos, y el “libertinaje económico” son factores que pueden alterar la velocidad y la magnitud de los ciclos económicos.

Dicho esto, podemos anticipar desde ahora que gran parte de los elementos que se explicarán a continuación se basan principalmente en estos últimos factores principalmente por la magnitud de la crisis que crearon. Si bien este es un proceso que inició con los antecedentes explicados en capítulos anteriores, poco antes y a inicios del siglo XXI, fue en dónde todo lo mencionado hasta ahora empieza a mostrar alertas y a dar señales de tremenda inestabilidad, sin embargo, a esto se agregaron otros factores que terminaron de colmar la burbuja, e incluso a pesar de esto, para gran parte de la sociedad, todo logró pasar desapercibido o peor aún fue ignorado.

La crisis se generó y desarrolló principalmente en el sector financiero, y los elementos mencionados a continuación se pueden considerar como las causas principales de la crisis sub-prime, sin embargo, me gustaría recalcar que muchas de estas causas tienen su propio trasfondo o su razón de existir gracias a elementos mostrados anteriormente, y elementos ajenos al sector financiero ya mencionados son igualmente importantes, porque a pesar de no ser causa directa, contribuyeron a hacer de dicha caída la peor en un siglo.

3.3.1. La política monetaria de Greenspan.

Gracias a la debacle económica de 1929, durante gran parte del siglo XX la economía estuvo temerosa, y esto llevó a que los gobiernos tuvieran la necesidad de implementar las políticas paternalistas que revisamos con anterioridad; una de las más importantes era mantener las tasas de interés bajas; pues de esta manera sería posible reactivar la economía real, ya que el acceso a créditos y las inversiones en el mercado de renta variable aumentarían la producción y lentamente reconstruirían la confianza de los agentes económicos.

Para la década de los 70, la economía norteamericana estaba casi por completo reconstruida, la confianza había regresado y efectos negativos como el desempleo, la baja producción y la pobreza en general había sido atendida y solucionada casi en su totalidad. Sin embargo, aún persistía un problema, la inflación había sido difícil de atender en su totalidad, y para 1979 está se situó en dobles dígitos, lo que causó que el Banco Central de este país perdiera la credibilidad de los agentes en su objetivo principal de procurar el poder adquisitivo.

Paul Volcker, presidente de la Reserva Federal durante esa época y hasta 1987 realizó una completa revolución en la política monetaria, con el afán de solventar este doble problema a toda costa, incluso si eso significaba prescindir del crecimiento. Estableció que desde ese momento la política monetaria basaría sus objetivos en los agregados monetarios, y causando una gran recesión en 1982, sin embargo, logró controlar la inflación, y para 1987 se regresó a una política monetaria

activa y se abandonaron los agregados monetarios como objetivo, sin embargo, la confianza en el Banco estaba restituida.

Para ese mismo año, en el mes de agosto, Alan Greenspan sucedió a Paul Volcker como presidente de la Reserva Federal. Heredó una política monetaria estable y sólida, e inicialmente sólo debía de mantener los instrumentos de política monetaria de manera coherente al proceso de crecimiento que se situó durante los finales de los 80 y la década de los 90, es decir seguir con el modelo denominado “*fine-tuning*” que se basaba en aumentar la tasa de referencia en el momento en que la inflación comenzara a aumentar, y disminuirla cuando esta parecía volver a ceder.

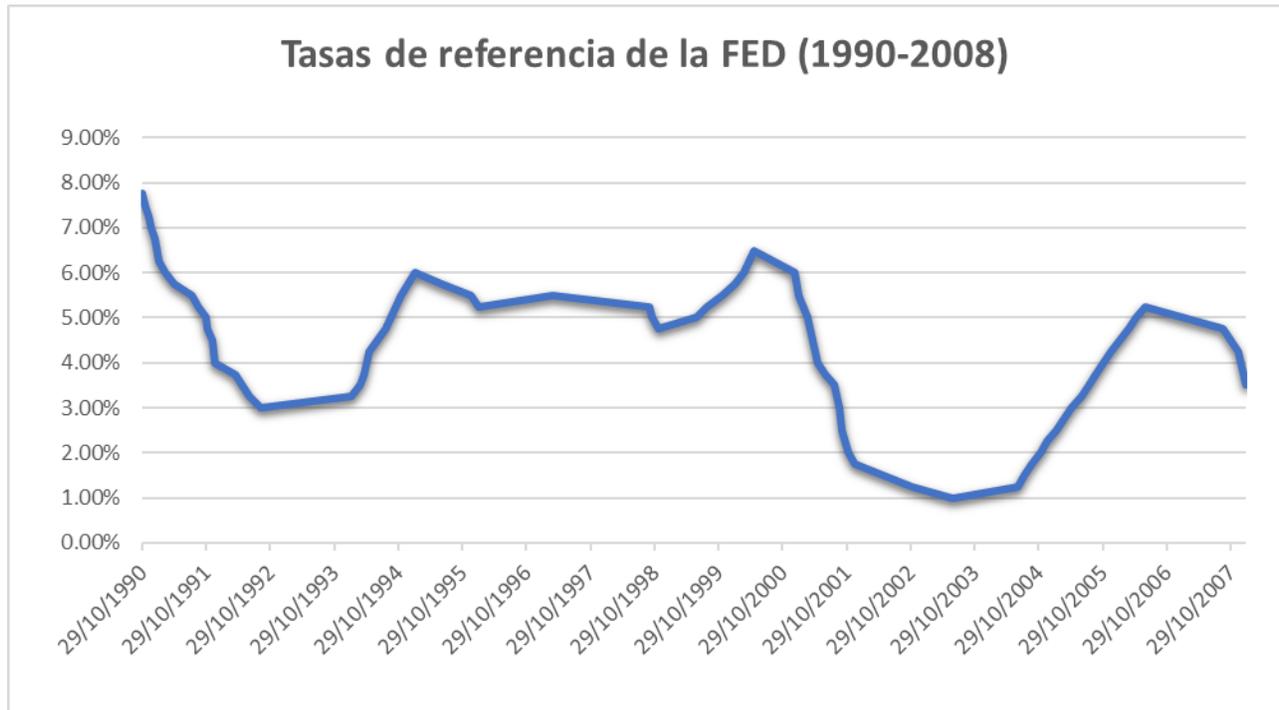
Durante mucho tiempo, este fue el sistema de ajuste implementado por la política monetaria, manteniendo hasta cierto punto una estabilidad en el sistema financiero, sin embargo, al inicio del nuevo siglo la política monetaria sufrió un cambio drástico y olvidando aparentemente su objetivo principal. Esta se basaba en la institución promoviendo y respaldando una alta demanda de liquidez a través de la emisión y circulación de circulante a una tasa de interés baja; decisión que profundizó la expansión y por consiguiente la inestabilidad del sistema financiero que se venía gestando desde inicios del ciclo económico.³³

A este tipo de política implementada por Greenspan a partir de 2001 se le denominó “dinero barato”, por la facilidad y accesibilidad que dio a la liquidez. Se basó en hacer a las finanzas de corto plazo más atractivas al subir su rendimiento y facilitar su manejo, esto en comparación a las de largo plazo. Tal y como se percibe en la gráfica 5, podemos observar esto en la práctica con la tasa de interés, por lo que se muestra una gran reducción en la misma desde 2001, misma que se situaba en aproximadamente 6.5% y ya para finales de 2003 se situaba en apenas 1%, no fue hasta 2006 que tuvo un ligero repunte, pero no volvió a repuntar hasta el punto en que estalló la crisis.

Dicha política claramente estaba enfocada en poder facilitar el financiamiento y las operaciones de la naciente globalización en Estados Unidos y muchos países, e inicialmente tuvo un efecto positivo siendo una razón importante de la expansión a finales de los 90, y siguiendo muchas de las políticas detalladas por Keynes para promover la economía. El problema principal es que la economía no requería precisamente incentivos durante esa época, a pesar de las caídas a inicios de los 80 e inicios del nuevo siglo, la economía mantenía una trayectoria ascendente, en donde la inflación había sido una de las principales problemáticas que la economía debía enfrentar.

³³ Gómez, M. (2019). El surgimiento de la inestabilidad financiera a través de los bancos sombra: El caso de Estados Unidos. *Revista de Economía Política y Desarrollo*. Vol. 1 No. 1. Consultado el 19 de abril de 2021.

Tasa de Referencia de la FED (1990-2008)



Gráfica 5: Elaboración propia con datos de Datosmacro, Expansión. ³⁴

Segundo, este sistema de promoción de la liquidez claramente incentivó y respaldó los procesos de especulación y las innovaciones financieras como la titulización que basaban su operación en obtener liquidez más rápida a cambio de un mayor riesgo, sin mencionar que además fue lo que inició el proceso de otorgamiento de créditos y principalmente hipotecas a un gran número de individuos, sin importar su situación económica, lo que para las empresas de igual manera significaba beneficio a corto plazo, pero aumentaba la posibilidad de que en el futuro no recibiera los pagos ni siquiera de los intereses.

Todo este sistema fue la última pieza que podía aplicar el gobierno para dar rienda suelta a los sucesos en el mercado hipotecario y financiero que describiremos más adelante, pues al aplicar una política que apoyaba específicamente lo que ellos buscaban y que además tenía el visto bueno y la confianza por parte de los agentes gracias al trabajo de la Reserva Federal en los años pasados, se generó una ignorancia colectiva con respecto a lo que se había formado en los últimos años gracias a todos estos procesos.

³⁴ Datos Macro (2021). Tipos de la Reserva Federal de USA. Datos Macro de Expansión, sitio web: <https://datosmacro.expansion.com/tipo-interes/usa>. Consultado el 20 de abril de 2021

3.3.2. El auge hipotecario y su burbuja

Gracias a el proceso de liberalización y nueva especulación que se venía gestando e impulsado por la política de excesiva liquidez impuesta por Greenspan, claramente las instituciones más beneficiadas en términos de volumen de operación y riqueza obtenida fueron las instituciones de crédito, más en concreto la banca comercial. Gracias a las bajas tasas de interés impuestas por la FED y traducidas a los créditos de dichas instituciones, tanto empresas como unidades familiares aprovecharon para obtener deuda de dichas instituciones, bajo la idea de que la deuda no crecería excesivamente en el futuro, y sólo sería necesario saldar el principal.

A pesar de que productos de crédito como créditos personales o créditos revolventes tuvieron un enorme crecimiento, los créditos hipotecarios fueron principalmente la atracción durante dicho tiempo por el enorme capital que prestaban y el bajo interés que cobraban, con base en esto, de 2001 a 2005 el promedio de casas vendidas por año era de 1,280,000, mientras que poco antes, de 1995 a 2000 este promedio solamente llegaba a 609,000, de manera que, en sólo 5 años, el promedio logró duplicarse.³⁵

Sin embargo, bajo circunstancias normales, el otorgamiento de un crédito, especialmente si este es una hipoteca que involucra una cantidad considerable de recursos, está bajo un criterio de análisis y selección de los solicitantes, en dónde se debe asegurar que estos tengan un ingreso estable o al menos posesión de ciertos activos de los cuales pueda disponer para hacer frente al pago periódico de la deuda que acaba de adquirir, en caso contrario se niega la petición, por el riesgo de impago que involucra el otorgamiento de dicha hipoteca.

Pero durante esta época, dado el excesivo deseo de rendimientos en el corto plazo todo este proceso se omitió. Durante este tiempo fue en dónde la fragilidad en el sistema financiero comenzó a hacerse evidente, dando pie a una clara estructura especulativa y en muchos casos hasta Ponzi, principalmente en el sistema hipotecario. Todo se generó con la colocación y emisión de hipotecas *sub-prime* por parte de las instituciones bancarias y por parte de algunos *brokers* e intermediarios financieros.

Estas hipotecas se denominaron de esta manera por los clientes a los que se otorgaban, es decir, clientes que no tenía las características económicas para recibirlas, incluso, de manera despectiva, a estos solicitantes se les llegó a nombrar *NINJAS (No Income, No Job, No Assets)*, en referencia a su falta de ingresos, trabajo o activos; y en términos estrictos, la única garantía o aval que tenían para

³⁵ Sakbani, M (2009). *The global financial crisis, central banking and the reform of the international monetary and financial system*. Nueva York, Palgrave, Macmillan.

hacer frente a una inminente falta de pagos era el embargo de la propiedad obtenida.

En términos normales, esto claramente sería un suicidio financiero por parte del emisor, principalmente porque a primera vista era un gran riesgo y a la misma vez no había una promesa de un gran retorno en el corto plazo, por la misma característica de las hipotecas, que tienen un periodo de liquidación muy largo. Sin embargo, es aquí donde el proceso de titulización tomo protagonismo, ya que logró comerciar con dichas hipotecas *sub-prime* al venderlas en mercados extrabursátiles, de manera que así podían acelerar el proceso de obtención de liquidez, a su vez que relegaban el riesgo adquirido al emitirlas hacia el inversionista que las adquiría.

Este proceso será detallado más adelante, pero fue lo que realmente incentivó a las instituciones a emitir deuda a solicitantes con baja calidad crediticia, ya que entre más emitieran, más podían vender, lo que se traducía automáticamente en una mayor ganancia. Durante mucho tiempo, aquellos que adquirían estas hipotecas en los mercados OTC de hecho recibían flujos constantes de pagos de las mismas, mayormente provenientes del pago de los intereses, lo que llevo a que dicha inversión cobrara fama en el medio, y muchas más personas adquirieron este activo, pensando que tenían un bien redituable y de poco riesgo en sus manos.

Este proceso y estos activos llegaron a tener tanta relevancia durante los primeros años del siglo XXI, que incluso renombradas empresas calificadoras como *Moody's* o *Fitch Ratings* llegaron a evaluar a estas inversiones con muy buenas calificaciones (desde AAA o Aaa, hasta A o Aa3), es decir qué desde su perspectiva, estos activos eran sólidos y tenían poco o nulo riesgo de causar pérdidas. A pesar de que existe mucho debate de si las evaluaciones se hicieron así por conveniencia, aun sabiendo de la fragilidad de los mismos, o por una verdadera creencia de la solidez de los activos, este hecho contribuyó enormemente en la promoción de los mismos.

Desafortunadamente, y de manera contraria a lo que establecían las calificadoras, la estabilidad no duró y en el momento en que las tasas de interés tan bajas que había impuesto Greenspan comenzaron inevitablemente a subir en 2005, el valor de las deudas también lo hicieron, así que las personas *NINJAS* poseedoras de hipotecas empezaron a dejar de pagar tanto los intereses como el principal, lo que generó que las hipotecas vendidas a inversionistas empezaran a dejar de generar rendimientos y en sólo cuestión de meses se tradujeron en pérdidas.

Lo siguiente a esto fue el estallido de la burbuja hipotecaria, sin embargo, esto será descrito más adelante una vez que se tenga la imagen completa, sin embargo, esto evidentemente llevó a la expropiación y enajenación de muchas de las propiedades adquiridas durante ese tiempo, y como era de esperarse, esto afectó de gran manera a la población y de la misma manera tampoco ayudó a los emisores de la hipotecas el poder adueñarse de las mismas, dado que había pocos demandantes de la misma, imposibilitando la recuperación de lo invertido.

Por sí mismo, toda la burbuja generada en el mercado hipotecario tenía potencial catastrófico, y evidentemente así fue, sin embargo, en todo este proceso que hemos estado describiendo, aún faltaba, un último elemento, que, a pesar de tener claramente sus orígenes en el mismo mercado hipotecario y su proceso de titulización, este se acabó de desarrollar y finalmente tenía más características del mercado de derivados, por lo que se generó de manera paralela a la ya mencionada. A continuación, mencionaremos las características de la transformación de las dichas hipotecas en activos financieros comerciables, y las vías y medios por las cuáles fueron distribuidas.

3.3.3. CDO Y CDS. La titulización de las hipotecas *sub-prime*.

El hecho de que las hipotecas hayan sido el insumo perfecto para crear la titulización no fue casualidad, claro que todos los aspectos de liberalización financiera fueron un gran catalizador para ello, sin embargo, la razón más importante radica en la naturaleza misma de ellas. Para poder llevar a cabo este proceso, aquello que va a ser sujeto a este proceso debe de contar con ciertas características particulares; principalmente el activo debe estar presente en la hoja de balance de una institución, estos deben tener un flujo predecible, y por último deben tener un subyacente del cual dependa la realización de los flujos.

Otros activos como créditos automotrices, créditos estudiantiles o inclusive derechos de peaje llegan a cumplir con dichos requisitos, sin embargo, como ya se estableció, el objetivo principal de la titulización es convertir un activo de poca liquidez y de vencimiento a largo plazo a uno muy líquido y con rendimientos en el corto plazo; siendo las hipotecas las que involucran un mayor capital y por consiguiente un mayor periodo de gracia para hacer el pago, la titulización nació prácticamente para realizarse sobre dicho activo.

Con esto en mente, muchas de las instituciones bancarias y de correduría utilizaron dicho activo como insumo principal para obtener grandes ganancias. Para ello se crearon activos iniciales denominados Valores Respaldados por Hipotecas (*MBS* por sus siglas en inglés), los cuáles juntaban miles de esas hipotecas sub-prime emitidas por las instituciones y las ponían a la venta como un producto derivado, cuyo rendimiento se basaba en que el flujo de esos miles de hipotecas se mantuviera fluyendo.

Inicialmente los *MBS* de hecho llegaron a tener una estabilidad y un riesgo moderado, ya que en un inicio las hipotecas en las cuales estaban basados dichos activos tenían un porcentaje de deuda proveniente de clientes *prime* o con solvencia de pago, lo que aseguraba la rentabilidad de dichos activos por el flujo constante de los pagos realizados. Conforme la demanda de *MBS* fue creciendo, resultaba imposible para la banca encontrar tantos clientes de dicho nivel, por lo que tuvieron

que recurrir a la emisión y titulización de las ya denominadas hipotecas *sub-prime* para dar abasto, y conforme más avanzaba el tiempo, más grande era el porcentaje de hipotecas impagables que constituían los activos.

Claramente estos activos constituidos en su mayoría por clientes *sub-prime* ya estaban basados en extremo en especulación, y tenían un riesgo considerable, sin embargo, la cantidad de hipotecas emitidas durante los primeros años del 2000 fue tanta que los MBS no cubrían todas las existencias. Posteriormente y con el fin de llevar este sistema a dimensiones mucho mayores, surgieron otros productos derivados llamados Obligaciones de Deuda Colateral o más comúnmente conocidos como *CDO*. Estos a su vez tomaban miles de los MBS emitidos con anterioridad y los juntaban con otro tipo de deudas como préstamos estudiantiles, automotrices, deudas de tarjeta de crédito, etc. para poder ser vendidos en cualquier mercado organizado en forma de un bono de renta fija.

Los comercializadores de estos nuevos títulos, los bancos de inversión, para formalizar y promover su comercio recurrían a agencias calificadoras para que emitieran un puntaje basado en la calidad crediticia de las hipotecas y otras deudas que contenían, siendo como todo, que aquellos títulos que tenían una peor calificación, es decir eran más riesgosos con base en sus colaterales, pagaban mayores rendimientos. Estos bonos fueron tremendamente populares durante gran parte del periodo anterior a la crisis, ya que incluso los títulos con menor tasa de interés, aún pagaban más que cualquier tipo de bono de renta fija.

Por otra parte, es prudente establecer que el sistema de evaluación de las calificadoras se fue erosionando con el tiempo y dejó de ser preciso, ya que se empezó a omitir del análisis la calidad de la deuda colateral y su entidad responsable y se empezó a tomar en cuenta primordialmente solo el riesgo proveniente del comercializador, los bancos de inversión, de manera que rápidamente, a pesar de que la mayoría de los *CDO*'s ya estaban formados prácticamente en su totalidad por deuda impagable, el hecho de que mantuvieran calificaciones sólidas y los rendimientos se mantuvieran constantes (principalmente por lo bajo de las tasas, no la calidad de la deuda) mantuvo la demanda de dichos activos en una tendencia creciente a pesar de todo.

Sin embargo, los activos se estaban volviendo cada vez más riesgosos y los inversionistas empezaban, pero lo atractivo de las altas tasas más que llevar a un cese de su comercialización, llevó a la búsqueda de una solución, y con base en esto surgió un nuevo activo que daría solución a aquellos escépticos de la solidez de los *CDO*, pero que crearía mucha más inestabilidad. Las permutas de incumplimiento crediticio o *CDS*, "son contratos entre el vendedor y el comprador de protección contra el riesgo de incumplimiento de un conjunto de obligaciones

emitidas por una entidad específica³⁶, que se compromete a rembolsar al contratista la cantidad involucrada de darse el *default* de la obligación involucrada.

Bajo el contexto analizado, un posible inversionista que podía tener o no posesión de un CDO contrataba un CDS en el mercado OTC, en dónde otro inversionista o la misma institución fungía como contraparte. En caso de que el CDO perdiera valor por el incumplimiento de ciertas hipotecas, aquel que contrataba el CDS ganaba lo perdido más un rendimiento; en el caso de que el CDO subiera por una mayor demanda o expectativas positivas, la contraparte era la que se llevaba el beneficio de la operación. Esto llevo a que una nueva ola especulativa se desarrollara sobre el valor del CDO, que ya de por sí era un activo prácticamente apalancado, haciendo que la burbuja aumentara de dimensión.

Una de las características más valiosas o más catastróficas de los derivados, dependiendo del momento en que lo analices, es que pueden literalmente tomar cualquier otro activo, inclusive otros derivados como subyacente para llevar a cabo las operaciones, esto genera que se pueda generar una red interminable de instrumentos interconectados entre ellos, de manera que, si uno falla, es capaz de hacer caer todo un sistema como el que se formó durante inicios del siglo XXI. Si bien, el hecho de que los CDS ya eran un ejemplo claro de este sistema, aún faltaba ir un paso más allá para entender la complejidad y gravedad del problema que se gestó en Estados Unidos, y que posteriormente veremos que se extendió a otros lados.

El último activo que se generó y se desarrolló a partir de los CDO y CDS recibió el nombre de CDO sintético, este se basaba en el mismo proceso que tenían los CDO ordinarios, sólo que en vez de que sus flujos o rendimientos dependieran de un activo como una hipoteca o similares, lo hacen de las primas y los recursos emitidos por los CDS; de manera que en el momento en que se liquida un conjunto de CDS, el CDO sintético obtiene sus ganancias, en términos simples, es una apuesta sobre que parte del contrato de CDS perderá gracias a la caída o alza del CDO.

El proceso en este punto empieza a ser algo más complejo y hasta cierto punto redundante por la manera escalonada en que se desarrollaron todos estos activos, sin embargo, lo más importante a destacar de estos denominados CDO sintéticos era el hecho que sus tenedores absorberían el riesgo derivado de las hipotecas, los CDO y los CDS, pero no tendrían derecho legal a ningún conjunto de activos que los respaldaran. Esto significaba que, por cada nuevo proceso de transferencia de riesgo, este se hacía mucho más grande y cada vez más insostenible; y una vez que este proceso fue generalizado se habló del punto máximo de la burbuja financiera, lo único que faltaba era que esta estallara.

³⁶ Rodríguez, R. (2018). Los *Credit Default Swaps* (CDS) como herramienta para la gestión de riesgos. Universidad Pontificia Comillas, Madrid.

A pesar de que gracias a las condiciones tecnológicas y del sistema financiero de dicho tiempo, las instituciones bancarias y de intermediarios financieros fueron capaces de gestar el esquema Ponzi más grande de toda la historia económica, la naturaleza de las operaciones requería de un sistema de instituciones especiales, que tuviera la misma labor de las ya mencionadas, pero que pudiera operar con independencia y de manera en cubierta, para poder continuar con las emisión de todos los activos derivados, ya mencionados. Estas instituciones encargadas de llevar a cabo gran parte de la burbuja financiera recibían el nombre de Bancos Sombra.

3.3.4. El Sistema de los Bancos Sombra

Como ya mencionamos, los mercados financieros en general se basan en mercados organizados, que son más seguros, pero no operan a la medida de los inversionistas; por otra parte, el mercado OTC si lo hace, pero esto involucra un riesgo mucho mayor. Una vez iniciada la burbuja, era claro qué tipo de mercado fue particularmente relevante; los bancos comerciales gracias a su capacidad de operar como “banca múltiple” fueron los principales actores y contrapartes de cualquier contrato de derivados en el mercado OTC, eso incluye claramente los CDO, CDS y CDO sintéticos.

Sin embargo, como ya mencionamos muchas de las características de estos instrumentos derivados requerían un gran nivel de apalancamiento y de adopción de riesgo, por lo que de manera estricta, la banca no podía operarlos sin romper algunas regulaciones que aún perduraban como los requerimientos de reserva; es por eso que para facilitar y poder acelerar todo el proceso de titulizaciones de las hipotecas y posteriormente de la especulación con los CDS y los CDO sintéticos, surgieron las instituciones denominadas “Bancos Sombra”, empresas que bajo otro nombre eran operadas por muchos de los bancos e intermediarios financieros más reconocidos.

Estas instituciones tienen la capacidad de operar como un Banco ordinario, sólo que al no estar sujeta a ningún tipo de regulación, aspectos como el respaldo de la Banca Central como prestamista de última instancia tampoco aplicaba para los mismos. Estos no poseen depósitos, ni reservas e incluso en muchas circunstancias tampoco cuentan con ningún tipo de capital, sin embargo, siguen siendo capaces de llevar a cabo servicios de intermediación financiera, colocación y comercio de diferentes activos, principalmente aquellos que pasaron por el proceso de titulización.

Para poder llevar a cabo este proceso sin tener ningún tipo de recursos, normalmente se financiaban con instrumentos de corto plazo del mercado de dinero, y posteriormente, usaban esos fondos para adquirir activos con vencimientos a largo

plazo, como por ejemplo MBS y con base en ellos comenzar los procesos de transformación de liquidez y de plazo. Gracias a esto, es que tanto los altos niveles de apalancamiento y la transferencia de riesgo se llevaron a cabo de una manera muy discreta y sin alterar la confianza corporativa de las matrices que operaban en los mercados a la luz.

A pesar de basar todos sus rendimientos en especulación y esquemas Ponzi, este tipo de instituciones también poseían un límite, más asociado a su propia contabilidad, el hecho de llevar a cabo este proceso hacía que los pasivos del mismo fueran en una tendencia aceleradamente creciente, y para poder seguir operando, necesitaba continuarse financiando en repetidas ocasiones, en muchas ocasiones, recurriendo incluso a créditos cruzados con otras instituciones del mismo giro; pero entre más se repetía este proceso, claramente también se limitaba cada vez más su operación.

El más claro ejemplo de una institución de este tipo, fue el “Vehículo de Propósito Especial”, instituciones subsidiarias creadas por una empresa matriz y destinadas a compartimentar las finanzas, realizar las transferencias de riesgo y facilitar el intercambio de instrumentos; durante el periodo de inestabilidad, estas fueron las instituciones dedicadas a validar la titulización y operar con los instrumentos resultantes, principalmente CDO Y CDO sintéticos dentro de los mercados extrabursátiles. Estas subsidiarias fueron de gran ayuda para muchas instituciones pues además de llevar a cabo las labores irregulares, gracias a su condición legal de empresa separada, los recursos obtenidos por esta están asegurados, incluso si la matriz cae en bancarrota.

Otro tipo de empresas que podían llevar a cabo las labores de un Banco Sombra podían ser: los Fondos Mutuos, los Fondos para el retiro, los Fondos de cobertura, los Fondos de Inversión Inmobiliaria y las Sociedades Fiduciarias.³⁷ Prácticamente cualquier institución que tuviera la capacidad legal de operar en los mercados financieros, pues así eran capaces de obtener recursos apalancados para operar y posteriormente obtener las ganancias, sin absorber directamente el riesgo.

Todo este proceso llevado a cabo por medio de la titulización de los bancos sombra no sólo se llevó a cabo en EUA, gracias a las TIC, las operaciones eran capaces de llevarse a cabo en otras partes del mundo, y tal como sucedió en crisis anteriores, el hecho de que el riesgo y la inestabilidad financiera creciera en Estados Unidos, hacía que todo aquel país que tuviera conexión directa con el país, y más aún con la raíz del problema sufriría un destino similar al que ese país estaba por afrontar. La Unión Europea, principalmente por su activa participación en el proceso de globalización y por sus estructuras financieras de gran tamaño, fueron los que

³⁷ Harutyunyan, A. & Massara, A. & Ugazio, G. & Amidzic, G. y Walton, R. (2015). *Shedding light on Shadow Banking. International Monetary Fund. Working Paper No. 15, Vol. 1*

llegaron a adquirir los activos titulizados, y por consiguiente los más grandes afectados por este proceso.

Tanto Estados Unidos como el resto de países que se involucraron es el esquema Ponzi, tenían todos los elementos para detonar la crisis, sólo hacía falta que la mayoría de los títulos empezaran a perder valor aceleradamente por la falta de pagos de las hipotecas sub-prime, y esto desataría un sinfín de consecuencias negativas que llevarían del punto más alto del ciclo que se daría aproximadamente en 2004-2005, al punto más bajo en tan sólo 3 años. A continuación, estableceremos como se dio el proceso de recesión causado por la inestabilidad, y las consecuencias tanto para el sistema económico, como para muchos países involucrados.

Capítulo 4: Recisión y la internacionalización de la crisis (2006-2010)

Introducción

Claramente, todas las condiciones estaban dadas para dar inicio a una crisis profunda desde el año 2004, una vez que el crecimiento económico llegó a su límite, pero esto no sucedió así, durante el año 2005 y 2006 se percibieron caídas en el porcentaje de crecimiento económico en Estados Unidos, sin embargo, aún se registraban porcentajes de alrededor del 3% en ambos años, que considerando indicadores de años atrás, estos aún parecían ser buenos números. Sin embargo, esto simplemente sería el inicio de una serie de caídas continuas y abruptas que darían pie al inicio de la crisis sub-prime.

Si bien, estos años debieron ser una alerta a todos para empezar a regular y a frenar los procesos especulativos, recordemos que los agentes basan su comportamiento mayoritariamente en expectativas, y si los resultados previos fueron constantemente positivos, es normal pensar que esto no se detendría por un par de años a la baja. Si bien posiblemente anticipar lo que estaba por venir hubiera reducido el tremendo impacto de la misma, la verdad es que muchas de las consecuencias que a continuación mencionaremos hubieran sido en su mayoría igualmente malas.

4.1. El estallido de la crisis sub-prime

Para mediados del año 2006, todo agente en Estados Unidos, así como muchas instituciones alrededor del mundo estaban increíblemente apalancadas y su absorción de riesgo estaba en niveles críticos, esto principalmente porque durante casi 5 años, todos estuvieron operando con CDO, CDS y con CDO sintéticos en el afán de obtener ganancias rápidas. Como recordamos, a pesar de pasar por un proceso bastante complejo, todos estos instrumentos estaban basados casi en su totalidad por hipotecas prácticamente impagables.

Desde mucho antes, estas hipotecas lentamente caían en *default*, sin embargo, por el gran número del que estaban compuestas estos instrumentos, aún no significaban un problema mayúsculo hasta casi finales de 2006. Con la inevitable alza de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal, las deudas empezaron a incrementar su valor aún más, y casi en su totalidad pasaron a ser parte de la cartera vencida de las emisoras principales de las mismas. Muchas de las propiedades, como establecimos, fueron embargadas y posteriormente se

intentaban vender, sin embargo, con el contexto que se desarrollaba, la demanda de propiedades era casi nula.

Esto eventualmente causó que las instituciones no pudieran recuperar el valor equivalente a la hipoteca y sólo se quedaron con activos inmuebles, cayendo claramente en un problema de liquidez. Esto a su vez, se tradujo rápidamente a los instrumentos ya mencionados, recordemos que los CDO basaban la mayoría de su rendimiento en los flujos de capital constante provenientes de los deudores, con estos cayendo en impago, los rendimientos que percibían todos los inversionistas fueron cayendo notablemente, haciendo que inevitablemente, su valor en mercados secundarios también lo hiciera.

Una vez que este proceso comenzó, a principios del año 2007, la información acerca del peligro de las hipotecas sub-prime y de la baja calidad de los instrumentos basados en ellas se transmitió rápidamente en los mercados financieros norteamericanos, lo que causó un aumento en la percepción del riesgo de manera generalizada. Esto generó las primeras huidas y salidas de los mercados hipotecarios por parte de las instituciones financieras como Lehman Brothers, intensificando la insolvencia de las entidades hipotecarias, y generando las primeras destituciones y quiebras de las mismas.

Eventualmente instituciones gubernamentales dentro de Estados Unidos como la misma FED, y organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional de la misma manera comenzaron a citar los problemas derivados de la situación con las hipotecas sub-prime. Según sus estimaciones, Estados Unidos tenía bonos ligados a hipotecas con un valor a 4.2 billones de euros, de los cuáles 624 millones pertenecían a inversionistas extranjeros,³⁸ esto claramente afirmaba que los problemas también empezaban a percibirse en otros lados, principalmente en la Unión Europea.

Para este punto, los CDO e incluso los MBS dejaron de tener valor alguno, sin embargo, aún había gran número de instrumentos en el mercado. A partir de este punto empezaron a generarse las ventas de pánico de estos instrumentos, en búsqueda de poder obtener algo en retorno por esos instrumentos; pero evidentemente la demanda era nula. Toda aquella institución que poseía algún instrumento de este tipo terminó por absorber todas las pérdidas y declararse insolvente.

Este proceso de bancarrotas a lo largo de todo el sistema financiero estadounidense se intensificó en extremo, y varios fondos de cobertura que basaban sus operaciones en estos instrumentos, entre los que destaca *Bear Sterns*, empezaron

³⁸ Serbeto, E. (2007). El FMI advirtió en abril del riesgo de 4,2 billones de euros en bonos ligados a hipotecas basura. ABC, sitio web: https://www.abc.es/20070820/economia-economia/advirtio-abril-riesgo-billones_200708200246.html.

a sumarse a la lista. Para este punto el valor de los CDO ya estaba muy bajo, lo que ya era un problema en sí, sin embargo, con la caída de este empezaron a ser válidos los instrumentos como los CDS y los CDO sintéticos que como recordamos basaban su rendimiento en el comportamiento de los CDO.

Muchas de las instituciones de intermediación y bancos fungieron como contrapartes de la mayoría de contratos de CDS y CDO sintéticos, por lo que en el momento en que el precio de sus subyacentes empezó a decaer de manera acelerada, estos tuvieron que empezar a liquidar todos esos instrumentos. Eventualmente, por los montos y la cantidad de estos que tenían que solventar, esto llevo a que muchas acabaran por quebrar de igual manera, afectando a un porcentaje de inversionistas que no recibieron nada por parte de estos contratos, pero peor aún a todos aquellos que no tenían nada que ver con la burbuja y aun así perdieron sus ahorros e inversiones.

Durante todo este tiempo las bolsas de valores en prácticamente todo el mundo bajaron como pocas veces lo han hecho, esto derivado de la baja del valor de la mayoría de las instituciones financieras. Empresas que no estaban directamente relacionadas al sector financiero, de igual manera vieron reflejada una baja considerable en el valor de sus acciones, por la baja demanda causada por la incertidumbre generalizada.

Para este punto, gran parte de los bancos centrales habían comenzado a intervenir en sus economías, principalmente inyectando grandes sumas de capital para eliminar los problemas de liquidez. Además, en el caso de la FED, para agosto de 2007, recorto la tasa a la que prestaba a los diferentes bancos a 5.75%, de manera que aquellos que estaban en riesgo podían solicitarlo, dada la alta demanda y la falta de préstamos interbancarios causo una volatilidad en los requerimientos de reserva del Banco Central, como resultado, el segundo mercado interbancario dejó de funcionar.

A parte de esto, a partir de este momento empezaron a ejecutarse diferentes planes de acción de manera internacional, en dónde los Bancos Centrales fueron los principales participantes, sin embargo, en Estados Unidos también se desplegaron planes de emergencia de rescate a las personas afectadas por las ejecuciones hipotecarias. Esto evidentemente causó un déficit fiscal, que eventualmente significó un nuevo endeudamiento estatal, mismo que para 2007, se llegó a estimar en 10.5 billones de dólares.

Para el año 2008, a pesar de todos los estímulos y paquetes de recuperación, fue cuando los pilares más grandes de la burbuja financiera se empezaron a derrumbar. Después de 2 grandes caídas en las bolsas internacionales correspondientes al mes de enero y el mes de marzo, principalmente derivadas de la adquisición de la institución *Bear Sterns*, finalmente el segundo banco de inversión más grande en Estados Unidos, *Lehman Brothers* se declaró totalmente insolvente, y se fue a la quiebra, de manera que esto significó el impacto más fuerte al sistema financiero.

Hasta ese momento, la FED y el gobierno norteamericano intentaba sobrellevar las problemáticas, lo que a su vez generaba inestabilidad para el balance gubernamental en sí, sin embargo, el valor necesario para poder rescatar la cuenta en impago de *Lehman Brothers*, misma que constaba de 46 millones de dólares en hipotecas, alcanzaba tales proporciones que dadas las circunstancias en que se encontraban las finanzas del país, se tomó la decisión de no rescatar dicha institución.

Este evento fue algo que rápidamente resultó ser una mala decisión, y eventualmente la FED, intentó hacer que el rescate fuera por parte de las otras instituciones financieras, esto principalmente a través de las compras de estas empresas. De este momento en adelante este fue un proceso común durante la crisis, específicamente el grupo financiero J.P Morgan y *Bank Of America* fueron los principales compradores de instituciones como *Merrill Lynch*, *Bear Sterns*, *Lehman Brothers* y *Washington Mutual*.

Estos procesos de salvamento de diferentes empresas ayudaron a aminorar un poco del impacto inmediato tan negativo que se había generado en los mercados financieros y en la economía en general, pero de alguna manera también tuvo sus propias repercusiones. Las empresas que adquirieron a dichas empresas en quiebra a su vez perdieron mucho valor en las bolsas de valores, por las expectativas negativas que se tenían al integrar empresas insolventes, esto a su vez se tradujo a todo el mercado bursátil y los índices durante gran parte del año 2008 se mantuvieron en niveles bajos, mismos que sólo repuntaban tras los constantes anuncios de paquetes de salvamento ejercidos por el gobierno norteamericano.

Para finales de dicho año, a pesar de todos los esfuerzos realizados por el gobierno norteamericano, se pudo reconocer que la economía estaba a punto de entrar en pánico financiero y que eso significaría el inicio de una recesión larga y difícil para el país; por lo que se haría un último intento de inyectar liquidez a la economía, pero por la inviabilidad de la cantidad y las condiciones del mismo, se descartó y las bolsas continuaron básicamente con tendencias bajistas, y así se aceptaría el inminente destino de entrar en la recesión.

Desde este punto podemos establecer que todos los mercados financieros ya habían procesado y sufrido las consecuencias más importantes de lo que fue la burbuja hipotecaria, sin embargo, la recuperación llevaría mucho tiempo para que esta se pudiera llevar a cabo, y, por otra parte, esto sólo sería el inicio de una total recesión que se extendió por varios años en toda la economía en general del país y de todo el mundo. A continuación, detallaremos las consecuencias en otras áreas de la economía norteamericana derivadas de la crisis, mismas que dieron paso a la *Gran Recesión* que se extendió por aproximadamente 2 años.

4.2. Consecuencias en EUA

Tal como ya lo había previsto el presidente de turno George W. Bush y aún más, el secretario del tesoro Henry Paulson, Estados Unidos estaba a punto de entrar a una *“Recisión larga y dolorosa”*, los efectos más devastadores ya se habían presentado en los mercados financieros, y los daños colaterales al resto de la economía estaban por empezar, sin embargo, dada la novedad del cómo ocurrieron los sucesos, nadie estaba completamente seguro de cómo se desarrollarían los sucesos de ahora en adelante, pero estaban seguros que habría que responder a la brevedad a cualquier situación que se presentara.

Todas las consecuencias empezaron a manifestarse en la economía real aproximadamente a partir del segundo trimestre de 2008, a casi un año del estallido de la burbuja financiera. Inicialmente por la incertidumbre generalizada en los mercados, todos los agentes pasaron a tomar posturas cubiertas y a tener una mayor preferencia por la liquidez, por lo que el sector financiero, además de los problemas causados por la burbuja, no podía reanudar sus operaciones ni presentar una recuperación significativa por la falta de transacciones, esto a pesar de los cuantiosos paquetes de ayuda proporcionados por el gobierno Federal.

Como sabemos por análisis anteriores que realizamos, el sector terciario y más en concreto el sector financiero era el más grande y más importante en la economía norteamericana, por lo que era prioritario intentar recuperar inicialmente dicho sector. Para esto, la Reserva Federal en respuesta redujo su tasa de interés gradualmente durante dicho año, iniciando aproximadamente en 3.5% en enero, y realizando seis recortes más, hasta que esta terminó en 0% en diciembre del mismo año. Esta política se mantuvo hasta 2015, dando un indicativo de hasta qué grado se extendieron las consecuencias de la misma.³⁹

El hecho de aplicar la política monetaria expansiva tenía el objetivo de presentar un beneficio generalizado en más de un área, sin embargo, en cuestión del sector financiero, este tenía la intención de promover el otorgamiento de créditos y aumentar los niveles de inversión perdidos por el temor; esto a su vez también demostraba la labor del Banco Central y podía ayudar a los agentes a restablecer su confianza. Bajo condiciones normales, estas políticas funcionarían para reactivar la economía en el mediano plazo, pero dado el impacto tan grande que tuvo la misma, durante los primeros años no se presentaron avances.

Este suceso se le conoce con trampa de liquidez, y se presenta en el momento en que la incertidumbre, la preferencia por la liquidez y las posiciones cubiertas son muy altas y los incentivos monetarios para contrarrestar dicha situación son insuficientes. Esta situación fue lo que tuvo un mayor peso en la caída en el

³⁹ Datos Macro (2021). *Op. Cit. P.56*

crecimiento del país durante varios años, sin embargo, otros sectores se vieron igualmente perjudicados por todos los acontecimientos previos y contribuyeron aún más a hundir muchas otras variables reales.

En el caso del sector secundario, mismo que representaba el segundo sector más importante del país, también sufrió una baja considerable. En concreto, la actividad industrial cayó en un 10% durante todo el año 2008, y sectores como el automotriz fueron de los más afectados con caídas hasta del 37% en los primeros meses del año 2009, siendo las más afectadas Chrysler y General Motors, de manera que, hasta hoy, 2021, los niveles de ventas del primero no se pueden comparar con las suscitadas previo a la crisis.⁴⁰

Esto principalmente por el choque de demanda que se generó casi de manera inmediata. Al tener una total preferencia por la liquidez, los consumidores basaron sus compras en únicamente bienes de necesidad, y todos los productos de sectores tecnológicos o de manufactura vieron inmensamente reducida su demanda, afectando así la producción de los mismos. Si bien, en dicho sector no hubo quiebras o absorciones importantes de empresas grandes y transnacionales como en el sector financiero, muchas empresas medianas y pequeñas en dicho país vieron el fin de sus actividades.

Estas desapariciones de Pymes en EUA acompañado de las grandes pérdidas de muchas empresas de mayor tamaño llevaron a su vez a una desaceleración de la producción en el país, el aumento de los inventarios y mucho más importante a recortes de personal. Este último aspecto, acabo por contribuir al ciclo vicioso que se había generado en la economía, puesto que, sin empleo, las familias no perciben ingreso y a su vez no pueden consumir, haciendo que el reactivar el sector productivo fuera igualmente complicado que el financiero.

De manera concreta durante los primeros meses de la recesión, el desempleo alcanzó niveles alarmantes. Para marzo de 2009, la tasa de desempleo en el país era de 8.5%, y de manera total, en los doce meses anteriores, se habían acumulado casi 5.3 millones de desempleados, aproximadamente un 4% de la fuerza laboral total; por lo que poco después de enfocarse en rescatar al sistema financiero fue momento de generar políticas de reactivación económica y empleo, por lo que a pesar del déficit público, se realizó la propuesta de llevar a cabo una política fiscal expansiva, en dónde el gasto ahora se priorizó en generar programas de ayuda al desempleo y subsidios a las empresas para contratar personal.

A su vez también los impuestos intentaron ayudar a dicha recuperación tanto de las familias, como de las empresas, sin embargo, y por obvias razones esto solo se

⁴⁰ González, J. & Martínez, J. & Rodríguez, F. (2009) La crisis financiera y económica del 2008. Origen y consecuencias en los Estados Unidos y México. El Cotidiano, núm. 157, septiembre-octubre, pp. 17-27. Universidad Autónoma Metropolitana Unidad Azcapotzalco Ciudad de México, México

enfocó en la industria nacional, en cuanto a la entrada de nueva mercancía no se incentivó de ninguna manera la entrada de importaciones, y sólo las normas de los tratados ya establecidos se mantuvieron de la misma manera, sin embargo, dadas las circunstancias el comercio claramente se ralentizó en EUA y el mundo en general durante los años posteriores al estallido de la crisis.

Desde el año 2003, las exportaciones en EUA habían estado creciendo año con año hasta el 2008, situándose este último año en 1.06 billones de dólares, mismo que correspondía al 8.75% del PIB, la cifra más alta percibida hasta ese momento, sin embargo, para el año 2009 este cayó a 923.7 millones de dólares, lo que representaba solamente el 7.31% del PIB. Sin embargo, para el año 2010, esto representó una rápida recuperación en términos nominales, y para el 2011 las exportaciones se situaron en un nuevo máximo.

En cuanto a las importaciones dado que la producción y el comercio dentro de EUA se desaceleró, la demanda de materias primas también lo hizo en similares proporciones. De igual manera que las exportaciones, las importaciones se situaban en niveles altos durante 2008, esto por un valor de 1.8 billones de dólares, lo que representaba el 14.75% del PIB, y para 2009, estas sufrieron su caída más grande en la historia, situándose en 1.4 billones de dólares y significando el 11.11% del PIB, pero a diferencia de las exportaciones, las importaciones no volvieron a alcanzar los niveles previos a la crisis.⁴¹

La desaceleración inmediata de ambas variables claramente es resultado de la caída en la producción internacional ahondado a una falta de demanda externa de productos, principalmente de los productos de manufactura norteamericana, por lo que eran previsibles dichas caídas. Sin embargo, desde ese momento, el hecho de que las exportaciones aumentaran, pero las importaciones no lo hagan en la misma proporción establece que el país tuvo una postura mucho más cerrada al comercio, rompiendo así un poco los patrones neoliberales que regían con anterioridad, sin embargo, esto tuvo beneficios en su industria nacional, y esta no tardó en retomar sus niveles anteriores.

Esta mejora casi inmediata de la producción tuvo mucho que ver de igual manera con la política monetaria expansiva implementada por la FED, ya que, estas pudieron recibir financiamiento a bajo costo, sin embargo como se sabe, el aplicar dicha política se pone en riesgo de alguna manera la estabilidad de precios del país, de manera que la inflación puede subir, sin embargo, la política fue tan efectiva, porque con el inicio de la crisis, el nivel de precios también cayó rotundamente, incluso si poco antes estaba en 4%.

Para el año 2008, la inflación cayó a prácticamente al 0%, que para términos de la industria era normal dadas las circunstancias, sin embargo, esto no presentaba un

⁴¹ Datos Macro (2021). Balanza Comercial de EUA. Datos Macro de Expansión, sitio web: <https://datosmacro.expansion.com/comercio/balanza/usa>. Consultado el 31 de mayo de 2021.

incentivo para la misma, al aplicarse la política anterior mencionada había un gran margen de maniobra en todos los indicadores económicos, por lo que esto sirvió simplemente para volver a equilibrar el nivel de precios y al mismo tiempo impulsar la producción. Con base en esto, la inflación para el año 2009 subió al 2.72%, misma que se mantiene dentro del promedio histórico del país.

A pesar de que gran parte de las respuestas que presentó el gobierno de los Estados Unidos fueron de gran ayuda para contrarrestar los efectos inmediatos de la crisis, la parte más importante de la economía de dicho país se mantuvo endeble por mucho tiempo, y no opero a los mismos niveles de antes, por lo que incluso si todos los demás sectores estaban medianamente recuperados, esto no era suficiente para compensar la caída que representó este sector para el crecimiento general del país.

De hecho, incluso después de aplicar las políticas y otorgar los apoyos el gobierno norteamericano reconoció el hecho de que no se podría ver un crecimiento sustancial sino hasta el primer trimestre del año 2010, por la situación de los mercados crediticios y por la casi extinción del mercado de viviendas de dicho país, mismo que representaba gran parte de los ingresos. Y aún a pesar de esto las predicciones se mantenían mesuradas, por el desconocimiento del alcance total de la recesión.

En datos concretos, el crecimiento en Estados Unidos se vio afectado en los años de 2008 y 2009, aunque desde 2004 se pudo denotar una tendencia decreciente en el porcentaje de crecimiento. En los dos años mencionados se registró una caída 0.13% en el primer año, y una mucho más profunda de 2.5% para el segundo año, en términos numéricos podrá parecer no tan alarmante, sin embargo, el hecho de que esta caída sea la más grande registrada desde la crisis de 1929, y claramente la más profunda en nuestro periodo de análisis, es decir desde 1970, es mucho más ejemplificativo para denotar la gravedad de la misma.⁴²

Como ya se mencionó con anterioridad, el hecho de que se diera esta situación es por el gran impacto de la crisis en el sector financiero y de viviendas que era el eje de la economía norteamericana hasta ese momento, y si bien el sector secundario e incluso el primario no sufrieron problemas tan profundos y pudieron recuperarse rápidamente, esto no pudo compensar de manera inmediata el peso del sector terciario, sin embargo las medidas de respuesta implementadas demostrarían ser efectivas casi de manera inmediata.

Esto ya que para el año 2010, tal como las predicciones que había establecido el país anteriormente, en el año del 2010 se retomó un crecimiento del 2.56%, y de ahí en adelante seguiría manteniendo porcentajes positivos, sin embargo, vale la pena establecer que, desde ese punto, el crecimiento que ha tenido el país ha sido bastante medido y lejos de mantener los niveles que tuvo el país durante la

⁴² Banco Mundial (2021). *Op. Cit. P.46.*

década de los 90 y los primeros años del nuevo siglo, lo que de alguna manera refleja que los mercados financieros tampoco llegaron a recuperar los mismos volúmenes de dicha época.

Toda la información anteriormente detallada nos da los suficientes elementos para afirmar que la parte del ciclo correspondiente a la recesión se pudo observar desde el año 2005, dado que la proporción del crecimiento fue en picada desde ese momento, y con el año 2008 y 2009 alcanzó la fase de depresión en su totalidad al registrarse las máximas caídas del periodo establecido, y al poseer las condiciones respectivas a una depresión como lo son la total preferencia de la liquidez con motivo de precaución y las posiciones cubiertas.

En muchas otras partes del mundo, especialmente en ciertos países europeos, este proceso fue mucho más tardado y la crisis fue más profunda, por lo que la depresión en el ciclo global se llegó a extender hasta el año 2014. Las razones por las que esta crisis llegó a influenciar dicho continente pueden ser intuida a través de lo ya detallado con la globalización y la tecnología inherente al siglo XXI, sin embargo, cabe mencionar que los Bancos Sombra tuvieron mucho que ver de igual manera con la manera en que se desarrollaron los eventos ahí.

De la misma manera, la razón por la que la crisis se dio de manera tan diferenciada en diferentes partes se debe a muchos factores como el potencial económico del país, las regulaciones financieras impuestas, el contacto directo con las principales fuentes de las mismas, entre otras; sin embargo es claro que la crisis tuvo de igual manera impacto en estos, ya sea de manera directa o a través de la necesidad de tener que modificar gran parte de como llevaban a cabo sus relaciones económicas; a continuación detallaremos más estos dos últimos puntos.

4.3. Transmisión e impacto internacional

Aunque alrededor del mundo existan diferentes condiciones económicas, dado el rumbo que tomo todo el sistema económico, el proceso de terciarización y en concreto de financiarización están presente en todo el mundo. Dicho esto, desde la década de 1990, con la llegada de las tecnologías la mayor parte de mercados financieros en el mundo eran capaces de realizar inversiones internacionales, esto incluía derivados y activos titulizados, que hasta para ese momento aún eran instrumentos novedosos y extremadamente complejos para aquellos mercados emergentes.

Esto como ya se analizó con anterioridad dio pie a crisis con características diferentes a las anteriormente vistas en diferentes países, sin embargo, una de las características principales era el hecho de que estas tenían la capacidad de extenderse con mayor facilidad, y esto se debe gracias a las mismas herramientas

tecnológicas, sociopolíticas y económicas que facilitaron la interacción de los mercados financieros en primer lugar. Así que cuando la burbuja financiera gestada en Estados Unidos empezó a extenderse de manera acelerada, las condiciones globales permitieron que, a través de un agente muy particular, esta lograra infiltrarse en otros continentes.

Como ya establecimos con anterioridad, la razón por la que esta crisis cobró semejante magnitud fue en parte por el surgimiento de un nuevo agente encargado de realizar el comercio de dichos valores tan volátiles, los Bancos Sombra. Si bien, estas instituciones eran mayoritariamente norteamericanas, y gran parte de sus operaciones se concentraba en inversionistas nacionales; todas las herramientas y la facilidad para negociar y posteriormente manejar inversiones de cualquier parte del mundo de igual manera acabaron jugando a favor de las operaciones de los Bancos Sombra para poder hacer llegar este sistema de especulación a otras partes del mundo.

4.3.1. Papel de los Bancos Sombra en la internacionalización de la crisis

Tal como en el resto del mundo, durante gran parte de la década de los 90, y principios de los 2000 los países europeos tomaron posiciones especulativas, lo que significaba que eventualmente se apalancaban más, tomando más deuda y por consiguiente su cuenta de pasivos aumentaba también, esto con la esperanza de que la economía mantuviera su curso ascendente. Si bien esto por sí mismo representa un riesgo elevado, vale la pena mencionar que específicamente los pasivos adquiridos durante los años de 2002 a 2004 eran provenientes de Bancos Sombra.

Países como Alemania, Italia, Francia, el Reino Unido, Irlanda, Grecia y Portugal fueron los que más se involucraron en este tipo de transacciones financieras con los Bancos Sombra. De manera general, aquellos países que durante esta época adquirieron más deuda proveniente de dichas instituciones como lo fue el caso de Grecia, con un aumento de 46% y 56% respectivamente para 2006 y 2007, e Irlanda, fueron los que recibieron el impacto más duro de la crisis como veremos a continuación.⁴³

Sin embargo, este proceso de adquisición de pasivos de los Bancos Sombra se dio gracias al mismo funcionamiento de la misma institución. En afán de expandirse, estos recurren a la transformación de liquidez en el proceso de titulización, pero para ello se requiere de un gran apalancamiento proveniente de otra institución similar que tenga el mismo objetivo de expandirse, y de esta manera, ambos puedan

⁴³ Blancas, A. & Gómez, M. (2017). El Sistema de Bancos Sombra y la Inestabilidad Financiera Internacional. Revista Atlántica de Economía, Volumen 2. México.

alimentarse de manera recíproca, esto genera que las operaciones lleguen a nuevos países que implementarán el mismo sistema, haciéndolo crecer.

Esto quiere decir que para que Europa se infectara como lo hizo es gracias a que un gran número de Bancos Sombra se desarrollaron en dichos países también alimentándose mutuamente con los de Estados Unidos. En la tabla 1, podemos apreciar una matriz de correlación con relación a los pasivos provenientes de Bancos Sombra de los países europeos y Estados Unidos, demostrando la conexión existente entre ellos.

Claramente podemos establecer que, en la mayoría de los casos, las correlaciones son mayormente altas, y en muchos casos casi perfectas. Inicialmente resalta el hecho de que Estados Unidos tiene una alta relación con todos los países, confirmando su papel como foco y principal transmisor, sin embargo, tal como mencionamos con anterioridad, tanto Grecia como Irlanda poseen altas correlaciones con todos los países, pero sobre todo entre ellos, dando argumentos para establecer que, al estar más inmersos en este sistema, ocasionó que cuando la crisis estallara, estos países sufrieron las peores consecuencias.

A su vez, y contrario a lo que podemos ver en los casos de Grecia e Irlanda, países como Alemania y el Reino Unido, son los que poseen las menores correlaciones de manera general, e igualmente entre ellos. Esto indica que ambos países, a pesar de tener presencia en el sistema, estaban mucho más aislados de los demás países y por lo tanto no tan inmersos en la burbuja, por lo que posteriormente no fueron gravemente afectados por dicho sistema.

En resumen, gran parte de la fragilidad financiera que se desarrolló en Europa fue formada por los denominados *PIGS* (*Portugal, Italy, Greece, Spain* por sus siglas en inglés), haciendo referencia de manera despectiva a que su economía no estaba al nivel de otros países. Sin embargo, cabe mencionar que Irlanda, dadas sus altas correlaciones con Estados Unidos, pudo haber sido el país por el cual el contagio proveniente del país norteamericano se originó.

A su vez, vale la pena hacer referencia de que tal como la correlación entre los Bancos Sombra de estos países, también existe una gran causalidad entre el aumento en los pasivos de estas instituciones en dichos países. Esto quiere decir que, si los pasivos de un país ocasionan el aumento de los pasivos del otro país, sin embargo, hay casos en los que no se da de manera inversa, por lo que algunas relaciones de causalidad entre los Bancos Sombra se dan sólo de manera unidireccional. Por otra parte, en menor medida se pueden dar los casos en que los países no presentan ningún tipo de causalidad con respecto al aumento de sus pasivos.

Matriz de Correlación. Pasivos de los Bancos Sombra 2002-2013

	Alemania	Bélgica	España	Francia	Grecia	Reino Unido	Irlanda	Italia	Portugal	USA
Alemania	1	0,9374	0,7430	0,6801	0,7117	0,4118	0,8865	0,6042	0,6225	0,8321
Bélgica	0,9374	1	0,7961	0,7794	0,7674	0,5582	0,9342	0,6812	0,6824	0,9008
España	0,7430	0,7961	1	0,9458	0,9774	0,8535	0,9191	0,9348	0,9574	0,9004
Francia	0,6801	0,7794	0,9458	1	0,9549	0,9328	0,9023	0,9792	0,9528	0,9303
Grecia	0,7117	0,7674	0,9774	0,9549	1	0,8538	0,9140	0,9378	0,9551	0,8951
Reino Unido	0,4118	0,5582	0,8535	0,9328	0,8538	1	0,7000	0,9580	0,9339	0,7509
Irlanda	0,8865	0,9342	0,9191	0,9023	0,9140	0,7000	1	0,8303	0,8198	0,9798
Italia	0,6042	0,6812	0,9348	0,9792	0,9378	0,9580	0,8303	1	0,9798	0,8600
Portugal	0,6225	0,6824	0,9574	0,9528	0,9551	0,9339	0,8198	0,9798	1	0,8198
USA	0,8321	0,9008	0,9004	0,9303	0,8951	0,7509	0,9798	0,8600	0,8198	1

Tabla 1: Tomado de “El Sistema de Bancos Sombra y la Inestabilidad Financiera Internacional”. A. & Gómez, M. (2017)⁴⁴

Como era de esperarse, Estados Unidos posee una relación bidireccional de causalidad con casi todos los países europeos al ser este país el foco de la infección, en cuanto a los demás países casi siempre es bidireccional como ya comentamos. Los casos de relaciones unidireccionales que se presentaron fueron entre Francia y Portugal, dónde los bancos franceses no afectaron a los portugueses, pero si a la inversa; y el caso de Irlanda con España y Portugal, en dónde los bancos irlandeses no afectan a los países ibéricos, pero estos si a Irlanda, y por último el más llamativo que es el caso de Grecia y Estados Unidos en dónde los bancos estadounidenses no afectan a Grecia, pero inversamente si se da una causalidad.

Este último caso llama la atención pues nos da a entender que a pesar de que Grecia fue uno de los países que más afectado se vio durante la crisis, esta no llegó en ninguna proporción del país principal, en este caso Estados Unidos, sino que su severa infección ocurrió únicamente gracias a las relaciones que se dieron entre los países europeos, lo que habla que de manera paralela, la burbuja generada en Europa pudo llegar a tener una magnitud similar a la gestada en el país de origen, y que esta a su vez contribuyo a que el impacto en Estados Unidos fuera aún mayor al tener una especie de efecto rebote.

Los pocos casos que se presentaron en dónde no se encontró ningún tipo de causalidad fueron, los bancos sombra portugueses y españoles, lo que demuestra que a pesar de que ambos países comparten frontera geográfica, la cercanía no es necesariamente un factor que promoviera la transmisión, y el segundo caso fue el de Grecia e Irlanda, que una vez surge como algo llamativo puesto que a pesar de que el contagio llegó a Europa desde Irlanda, Grecia tampoco tuvo contacto alguno con dicho país, por lo que la debacle de Grecia se debe a todos los demás países,

⁴⁴ Blancas, A. & Gómez, M. (2017). *Op. Cit. P.72*

que irónicamente no tuvieron consecuencias negativas de la misma magnitud que este último país.

Claramente todo este sistema, que a pesar de ser muy novedoso y aplicar procesos complejos para obtener mayores ganancias, resultó ser completamente contraproducente para la mayor parte de los países que lo adoptaron. Sin embargo, como ya establecimos, las consecuencias principalmente en Europa y en el resto de América no se dieron de manera homogénea ni en cuestión de territorios ni en los sectores, por lo que existieron factores que diferenciaron el afrontamiento de la crisis para cada uno de ellos.

A continuación, analizaremos de manera general como se dieron los años inmediatos a la crisis, y como, y en dónde específicamente se presentaron los efectos más relevantes derivados de la misma, tratando de puntualizar ciertos elementos que permitieron a algunos países sobrellevar la misma, y lo que género que, en otros, dicho evento se convirtiera en un punto de quiebre no sólo económico, sino también, político, social y cultural que cambiaría la perspectiva y la manera de realizar las actividades económicas.

4.4. Consecuencias en Europa y México

Muchos de los efectos dados en la Eurozona fueron similares en tipo y proporción a los vistos en Estados Unidos, por la gran conexión que hubo entre ambas zonas, sin embargo, como ya se mencionó, la crisis fue heterogénea y vario dependiendo de lo mucho que un país se vio involucrado en el sistema de Bancos Sombra. En un intento de dimensionar las consecuencias mencionaremos el comportamiento de ciertos índices de la Unión Europea haciendo énfasis en sólo algunos países, para después hablar del caso particular de México.

Principalmente cabe mencionar que este suceso causó un choque en la demanda, en la oferta y un choque financiero, mismo que afectó muchas otras variables reales de la economía europea. En primera instancia, la inflación fue un indicador que no vio reflejado de gran manera la magnitud de la crisis, ya que, en 2008, se generó solamente un 3.8% siendo este el más alto, ya que para 2009, 2010 y 2011 fue de 1%, 2.1% y 3.1 % respectivamente. Sin embargo, países como España presentaron inflación de 4% en 2008 y en 2010, y Grecia de 4.1% y 4.7% en el mismo periodo, que considerando que fueron dos de los países más afectados, no es una cifra muy elevada de inflación.

A diferencia de la inflación, un índice que fue muy revelador en cuanto a las consecuencias fue el nivel de empleo, sin embargo este no se presentó de manera inmediata, durante los primeros años de la crisis, en 2008, 2009 y 2010, el nivel de desempleo se mantuvo en 8% en promedio, sin embargo, durante 2011, 2012 y

2013 el nivel aumentó a niveles alarmantes para los países, ya que para 2013, el desempleo había alcanzado el 11% en la Unión Europea, mientras que en países no tan afectados como Alemania o Gran Bretaña, se mantuvo en 5.4% y 7.7% respectivamente, pero países como España y Grecia mostraron un comportamiento totalmente opuesto, ya que para ese mismo año, mostraron niveles de 26.8% y 27% respectivamente, cuando en el año 2005, ambos países se mantenían aproximadamente en 8%.⁴⁵

Para contrarrestar gran parte de las consecuencias negativas, las estrategias de reactivación económica implantadas en Europa eran muy similares a las ejecutadas en Estados Unidos, se realizaron numerosos rescates bancarios por parte de instituciones privadas y por parte de los Bancos Centrales, y en afán de promover el consumo y la inversión de nuevo se aplicaron políticas monetarias expansivas y políticas fiscales expansivas de igual manera por parte del Banco Central Europeo, sin embargo, en la mayoría de los casos estas medidas no fueron efectivas inmediatamente.

Ahondado a esto, los desajustes macroeconómicos a nivel global y la baja en las calificaciones de los instrumentos llevaron a que el gran número de bonos emitidos por los países afectados tuvieran que pagar mucho mayor interés, haciendo crecer la deuda pública, en muchos casos, esta fue tan alta, que muchos países como Irlanda, Portugal y Grecia estos llegaron a alcanzar niveles de 97%, 93% y 143% del PIB en el año 2011, y estuvieron a punto de declararse en impago, lo que ponía a su vez en riesgo su permanencia en la Unión Europea.

Entonces para poder impulsar aún más la economía, e intentar reducir el efecto negativo de la deuda pública, además de los rescates emitidos por el gobierno de cada uno de los países, mismo que ponía en dificultades las finanzas públicas y en casi todos los casos generó un déficit, fue necesario también recurrir a la deuda externa, principalmente proveniente de instituciones internacionales como el FMI y el Banco Mundial y del mismo Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera. Irlanda pidió un rescate de 68 mil millones de euros a dichas instituciones, Portugal de 78 mil millones, Grecia de 110 mil millones euros y por último España de 62 mil millones de euros.

Bajo este contexto queda claro que la situación en el continente fue bastante grave, sin embargo, se desarrolló tarde a comparación de lo vivido en Estados Unidos que de 2009 y 2010 vivió los peores momentos, pero posteriormente comenzó con una lenta recuperación. Por el contrario, para 2013, el sector financiero estaba completamente frenado, las empresas con baja producción por la falta de inversión y de consumo, y la demanda nacional e internacional de igual manera detenida por la incertidumbre y por la preferencia de liquidez con motivo de precaución llevo a que el crecimiento durante estas épocas decayera enormemente, e incluso en

⁴⁵ Velandia, L. (2014). Crisis Económica y financiera de Europa. Universidad Católica de Colombia, Colombia.

muchos lugares, este fue peor que lo que se vivió en el foco de la crisis en sus peores momentos.

De manera general, la Unión Europea empezó a mostrar un comportamiento descendente de su crecimiento desde 2007, sin embargo, no es hasta 2008 que se habla de una completa recesión, con un crecimiento de 0.4% en dicho año, y desde ese momento comenzó un periodo de inestabilidad en el crecimiento, ya que para 2009 se presentó una gran caída de -4.5%, y para los siguientes dos años se estabilizó con crecimiento de 2.1% y 1.6% para finalmente volver a tener una caída de -0.4% en 2012.

De manera en particular, los países presentaron comportamientos muy diferentes, el caso de Alemania no fue tan desastroso, ya que sólo en 2009 mantuvo un crecimiento negativo de -5.1% para presentar una recuperación más constante en los siguientes años. Los casos de Portugal, Irlanda y Grecia, como es previsible por lo comentado fue mucho peor y por un periodo más extenso, puesto que para el periodo de 2009 a 2012 el crecimiento promedio de cada país fue de -1.45%, -1% y -5.37% respectivamente.

Tal como pasó en Estados Unidos, durante el impacto de la crisis la economía europea también alcanzó la parte más baja de su propio ciclo largo, mismo que inició con el fin de la segunda guerra mundial y la aplicación específica para esta zona del New Deal. Sin embargo, a diferencia del país principal, la depresión duró mucho más tiempo en este continente dado que para 2013 y 2014 los números tan bajos de muchos países impulsó hacia abajo el promedio general de toda la Unión Europea, de manera que la recuperación generalizada empezó a percibirse hasta mediados del año 2015.

Toda esta situación vivida trascendió a diferentes niveles, no sólo permaneció en los económico, en cuestión de política se presentaron un gran número de destituciones de cargos, y en cuestión social hubo diferentes protestas y cambios en la organización social, aumentando inmensamente los índices de pobreza especialmente en países como España y Grecia, aspecto que causó que situaciones como la delincuencia y la inmigración también lo hicieran, causando así un malestar general en los países.

Como los diferentes datos han demostrado el impacto que tuvo la crisis en diferentes países está directamente relacionado al nivel de interacción con los Bancos Sombra y sus activos titulizados, pero también el nivel económico que dichos países presentan, es por eso que de alguna manera los denominados PIGS fueron los más afectados. Entonces, siguiendo con dicho patrón mostrado hasta ahora, podemos afirmar en primera instancia que, por la debilidad económica de México, el país de igual manera presentaría consecuencias altamente negativas derivadas de la crisis.

Sin embargo, a pesar de dicha situación, el caso de México es diametralmente opuesto a lo que gran parte de los países en Europa vivieron, gran parte de sus indicadores si bien si sufrieron algún tipo de afectación, esto no es comparable ni en duración ni en magnitud a lo presentado en Estados Unidos, lo que reafirma lo ya comentado anteriormente, el hecho de que exista una cercanía geográfica entre dos países no tiene ningún tipo de relación con el nivel de inclusión en la burbuja financiera.

En cuestión de inflación, el porcentaje aumentó tanto en el año de 2008 y 2009, siendo específicamente 5.12% y 5.29%, que, si bien es más alto que lo presentado en Europa, tomando en cuenta que el objetivo de inflación planteado por el Banco Central cada año es +/- 3%, esta inflación fu bastante moderada considerando las circunstancias globales, sin mencionar que para los siguientes años está bajo y en la mayoría de ellos, la inflación se mantuvo dentro del objetivo planteado.⁴⁶

En cuestión de desempleo tampoco hubo números alarmantes y claramente se ve una distinción muy marcada por sobre lo visto en Europa, ya que en 2009 a pesar de que este nivel si subió, este alcanzó solo un nivel de 5.36% y a partir de ese momento comenzó un lento descenso en los próximos años y manteniéndose estable. Esto a su vez nos indica que el choque internacional no se tradujo ni a la producción ni al consumo en el país, y que el papel de la política monetaria en el país logró mantener un nivel de confianza estable en los agentes que mantuvo la economía funcionando prácticamente de forma normal.

A pesar de que la actividad económica en México no tuvo grandes consecuencias, el sector financiero también forma gran parte de la economía nacional, así como el comercio internacional, y dado que en muchos países ambas actividades estaban en pausa total, el hecho de que hubiera también una afectación en el crecimiento del país era inevitable, sin embargo, tal y como los otros indicadores, el PIB tuvo un repunte casi inmediato y no volvió a presentar la volatilidad que se presentó en Europa.

En números, desde 2006 de igual manera comenzó una tendencia descendente del producto en el país, para que por fin, en el año 2009 se situara en su mínimo, mismo que equivalió a una caída del -5.28%, comparable a lo que sufrió cualquier otro país analizado en el trabajo, sin embargo, para 2010 hubo un repunte de casi la misma proporción, es decir de 5.11%, para que en los 4 años siguientes mantuviera un crecimiento promedio de 2.85%, que para el desempeño histórico del país, son porcentajes normales y totalmente ajenos a lo que se vivía en el resto del mundo hasta ese punto.

⁴⁶ Banco Mundial (2021). Inflación, precios al consumidor (% anual), México. World Bank Data, sitio web: <https://datos.bancomundial.org/indicador/FP.CPI.TOTL.ZG?end=2020&locations=MX&start=2002>. Consultado el 12 de junio de 2021.

La situación de la crisis se presentó así en el país dado que la relación que to el sistema financiero mexicano con el sistema de Bancos Sombra en el país fue casi nulo, por lo que de manera interna no se generó el apalancamiento y el nivel de riesgo como en otros países. Esto principalmente se debe a que el sistema financiero mexicano, a diferencia del norteamericano, del europeo e incluso de algunos países asiáticos es considerablemente más pequeño, limitado y obsoleto a estos, por lo que el comercio de este tipo de instrumentos negociados por los Bancos Sombra era casi inexistente en el país, lo que a su vez limitó el desarrollo interno de otros Bancos Sombra.

Sin embargo, cabe mencionar que gran parte de las consecuencias que sufrió México en el producto, si se deben a afectaciones en el sistema financiero y en las cuentas de capital del país, sin embargo, se dieron principalmente en forma de daño colateral de los vivido en otros países. Como sabemos, el sector bancario dentro del país es realmente importante y con un gran número de flujos, sin embargo, la razón de esto, es que la mayoría de estas instituciones son de capital extranjero, específicamente de capital español, norteamericano e inglés, tres países directamente involucrados en la crisis.

Por lo que cuando la crisis estalló, a pesar de que muchos de estos no constituían sus propios bancos sombra y no comerciaron con los activos titulizados al mismo nivel que otros, la crisis los afectó de igual manera haciéndolos perder un gran número de ingresos. Para poder llevar a cabo rescates rápidos y poder estabilizarse lo más pronto posible, las subsidiarias en México de estos bancos afectados, mandaron capitales del país a sus matrices, lo que ahondado a una cuenta de capital desregulada como la que presenta México, llevo a una corrida que afectó la balanza de pagos y por lo tanto también las reservas internacionales.

Después de esta situación, aspectos como la bolsa de valores y las calificaciones de numerosas instituciones también cayeron y fue difícil para el país poder volver a tener flujos del extranjero, por lo que el sistema financiero tuvo un crecimiento moderado durante el periodo de la crisis, sin embargo, como el ahorro, el crédito y la inversión nacional no se detuvo en su totalidad como en muchos otras partes, el sistema pudo sobrevivir durante la situación. Cabe mencionar que, a pesar de no estar en niveles tan críticos, el país solicitó un crédito al FMI por 47 mil millones de dólares para poder enfrentar los efectos negativos.

Por todos los diferentes criterios que hemos analizado podemos concluir que la crisis sub-prime fue un fenómeno completamente diferente a sus similares ocurridos con anterioridad, pero todos siguiendo un mismo patrón de comportamiento descrito por diferentes autores. Las crisis son generadas por el mismo sistema económico el cual va alimentando la inestabilidad y el riesgo conforme el crecimiento y los rendimientos suben hasta que llega un límite y da comienzo el proceso opuesto. Con base en esto, durante ese periodo la economía global toco fondo, y era prioritario comenzar a levantarse para así dar inicio a un nuevo ciclo económico.

Sin embargo, para llevar a cabo este nuevo comienzo era necesario volver a reformar la estructura económica y sus relaciones, tal como ha sucedido en anteriores ocasiones. Aspectos como las regulaciones y posturas mucho más restrictivas comenzaron a darse alrededor del mundo una vez la crisis estalló, sin embargo, dada la condición tan particular de esta crisis muchos otros temas comenzaron a salir a la luz, y los agentes cambiaron sus perspectivas sobre el sistema radicalmente.

Por lo que a continuación, detallaremos todas aquellas políticas, legislaciones y regulaciones que se dieron a raíz de la crisis en la mayoría de los países, así como su aplicación y funcionamiento. Además, detallaremos algunas otras propuestas que han surgido específicamente de esta situación, y como los países que más resintieron la crisis han evolucionado desde los peores momentos hasta la actualidad.

Capítulo 5: Medidas de combate a la crisis y recuperación (2010-2020).

Introducción

En los capítulos anteriores nos dedicamos a explicar la naturaleza de los ciclos económicos, y la formación del más reciente ciclo de Kondratiev que tuvo su fase de depresión aproximadamente hace 10 años, dependiendo del país que se analice, y observamos que las circunstancias que dieron lugar al mismo fueron muy particulares, razón por la que las consecuencias negativas de todo lo que se desarrolló dentro del sistema en este ciclo, se vino abajo en menos de un año y llevo a todos los agentes económicos a replantearse la conveniencia de ciertas operaciones financieras, pero sobre todo la efectividad del sistema de supervisión y regulación financiera internacional.

Las crisis económicas son algo inherente al sistema económico capitalista, ha si lo han citado diferentes autores y así lo hemos demostrado con esta investigación, por lo que el proceso de recuperación de las mismas tampoco es algo completamente nuevo y en muchos casos han tenido similitudes históricas, sin embargo, hay que establecer que desde las políticas Keynesianas este proceso ha tenido un enfoque muy diferente. Por otra parte, como mencionamos la naturaleza de cómo se dieron los sucesos requirieron acciones diferenciadas de recuperación, supervisión, regulación e incluso alternativas a operaciones cotidianas dentro del sistema económico.

Como se mencionó en el capítulo anterior, gran parte de las respuestas inmediatas de los gobiernos de los países afectados fue generar rescates del sistema financiero o de la economía en general, estos provenientes del mismo gasto público o a través de deuda externa con instituciones como el FMI. Estas políticas tienen una razón de ser, dado que coinciden con las medidas preventivas y de recuperación planteadas por Minsky y Fazzari, a las cuáles denominaron “políticas anticíclicas”,

Entonces, a continuación, ahondaremos en estas políticas planteadas por estos dos autores, mismas que retoman muchas de las propuestas de Keynes, y su relación con las políticas aplicadas en los países afectados. Para después cerrar con las regulaciones específicas que se generaron con el afán de prevenir algún suceso similar al vivido en ese tiempo y bajo la misma vía, así como otras alternativas que surgieron que podrían ayudar a combatir el comportamiento cíclico generado por las instituciones financieras.

5.1. Políticas anticíclicas y medidas de impulso

Como mencionamos en la introducción de este trabajo, Hyman Minsky se centró en estudiar el funcionamiento del sistema financiero internacional y se dio cuenta que las operaciones llevadas por estos, acompañado de las políticas que implemente un país son las mismas que acaban generando la crisis, y que, de manera inversa, un nuevo ajuste de las políticas permitirá un nuevo crecimiento dando así inicio a un nuevo ciclo. Las políticas aplicadas en cada parte del ciclo normalmente coinciden históricamente, siendo las que generan inestabilidad, la desregulación del sistema financiero, el incentivo al apalancamiento y una desconexión o separación del sector privado del estado.

Por su parte, aquellas que son usadas para la recuperación, y que en gran parte son resultado de la labor de Keynes y que fueron aplicadas en el mencionado *New Deal*, de igual manera pueden ser usadas para liberar tensión de la economía y así romper con el factor inercial del ciclo económico y restablecer la estabilidad dentro del país y del sistema financiero internacional. A estas políticas las podemos llamar “políticas anticíclicas”, y fueron resultado del trabajo de Minsky en *Global Consequences of Financial Deregulation*⁴⁷, al cual posteriormente se le sumaron aportaciones de Fazzari.

La premisa principal de estas políticas en el supuesto que se usen para generar recuperación económica, es que estas deben ser capaces de volver a generar un entorno de confianza en los agentes, incentivando así el consumo y la inversión e iniciando un nuevo círculo virtuoso que repercuta en la economía real, y esto se logra a través de una nueva intervención del Estado en la economía, esto en diferentes áreas, sin embargo a través de diferentes políticas y regulaciones de la actividad económica.

Esta intervención del Estado en la economía debe ejecutarse principalmente por dos vías durante la recuperación: Para empezar, que el gasto público deficitario tome el papel de la inversión privada cuando esta no tiene incentivos para existir, y por otra parte establecer una política monetaria flexible que mantenga estabilidad en las tasas de interés y en los precios, y que de ser necesario el Banco Central esté preparado para tomar en cualquier momento su papel como prestamista de última instancia.

Si recordamos, la respuesta inicial del gobierno norteamericano hacia la crisis fue hacer que el Banco Central salvara a un gran número de instituciones financieras que cayeron en quiebra, fungiendo, así como el prestamista de última instancia. Además, al reconocer que tanto los créditos como la inversión estaban en niveles extremadamente bajos, la Reserva Federal casi inmediatamente estableció una

⁴⁷ Minsky, H. (1986). *Op. Cit.* P.24

tasa de interés de 0, con afán de promover la confianza e intentar mantener la estabilidad en de precios. Por último, al verse la inversión tan baja, el gobierno tuvo que recurrir a adquirir déficit público para poder realizar paquetes de rescate económico y políticas de apoyo al empleo, mismas que ayudaron momentáneamente a suplir el trabajo que haría la inversión privada en términos normales.

En Europa no fue muy diferente, las políticas de rescate del Banco Central Europeo a las instituciones y del FMI y el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera con los países ejemplifica perfectamente estas políticas citadas. En el caso en que estas sean aplicadas durante fases ascendentes del ciclo debe tenerse en cuenta que el hecho de que el Estado a través de la política monetaria y fiscal es capaz de liberar tensión en los mercados en cualquier momento, y que, junto con la continua aplicación de normas de regulación, la inestabilidad generada por el sistema puede ser controlada de una mucho mejor manera también.

A pesar de sus beneficios, una de las críticas más comunes a la política de intervención estatal propuesta por Minsky, es que, en muchos casos, esta puede llegar a entorpecer la correcta asignación de activos y dificultar la estimación de los precios relativos de los mismos, por lo que Minsky (1986) en *Global Consequences of Financial Deregulation* establece que “una economía en crecimiento necesita tanto la eficiencia en la asignación como la estabilidad del sistema financiero, por lo que la evaluación de un régimen de regulación debe hacerse atendiendo a ambos objetivos”.⁴⁸

Aún con esta serie de medidas que han sido capaces de generar una constante progresión de ciclos inconclusos y que en términos generales han logrado su cometido de promover la confianza y el crecimiento, estas, en muchos casos, no se han adoptado de manera correcta según Minsky, esto, por haber generado una “estanflación” (término utilizado por un aumento de los precios de manera mayor que proporcional sobre el crecimiento) puesto que el aumento en el gasto público va dirigido a mantener al consumo, pero no para promover la producción, y a su vez, el Banco Central ha actuado simplemente como el benefactor de la banca comercial ante su falta de solvencia.

Durante los años posteriores a la crisis, este tipo de fenómeno fue muy común principalmente en los países europeos, y de manera más puntual en los denominados *PIGS*, en dónde la inflación llegó a ser mucho mayor que el crecimiento de dichos países, sin embargo, como vimos dada la baja demanda, la inflación no fue un problema durante la crisis; por otra parte en muchos otros lados si se ha observado el fenómeno en dónde la banca comercial financia sus operaciones casi en su totalidad gracias a financiamientos cruzados con otros bancos o a través del Banco Central, lo que además de volver a generar

⁴⁸ Minsky, H. (1986). *Op. Cit. P.24*

inestabilidad, no se traduce en una soberanía total de sistema financiero y no genera crecimiento.

Por esto, Minsky, así como Fazzari proponen algunas acciones complementarias, entre las que destacan; dirigir el gasto público a proyectos de inversión, generar regulaciones y restricciones más estrictas a la banca, y la más importante que es favorecer la integración de grupos financieros, de modo que la banca comercial compartiera con la banca de inversión el interés por mantener estables las cotizaciones de los títulos.

El gasto público realizado durante los momentos posteriores a la crisis, si se enfocó en mantener el consumo y no hubo un apoyo tan directo hacia el sector productivo, sin embargo, esto se dio de esta manera por las condiciones en las que se encontraba cada sector, como sabemos, el sector más afectado fue el financiero, por lo que su rescate fue algo que absorbió gran parte del gasto público y en muchos casos también limitó la alternativa de obtener deuda externa posteriormente; por lo que los pocos recursos que quedaban disponibles fueron utilizados para poder solventar el choque de demanda generado, ya que de no tratarlo, el choque de oferta, mismo que no fue tan grave como los otros, podía llegar a empeorar ante un limitado consumo y poca inversión.

Por otra parte, el hecho de generar regulaciones y un método de supervisión mucho más estricto de la banca y en general del sistema financiero internacional fue algo que inevitablemente se llevaría a cabo poco tiempo después de las peores consecuencias de la crisis, bajo un entorno más estable y dónde el análisis de los sucesos permitiría una mejor disección de los procedimientos que podrían llevarse a cabo desde la legislación o desde la cultura de educación financiera de los agentes económicos.

Por dicha razón podemos establecer que a partir de año 2010, se estableció un nuevo periodo de recuperación y de políticas mucho más restrictivas dónde la preferencia por la liquidez era absoluta, y la mayoría de los agentes posee una posición cubierta, tal como lo fue después de la crisis de 1929, y el surgimiento del New Deal. Como observamos, gran parte de las políticas que se emplean después de una crisis son similares puesto que las consecuencias a grandes rasgos también lo son, sin embargo, las particularidades de un proceso de recuperación como este, surgen del cómo se puede evitar que algo como lo que se vivió pueda volver a ocurrir a través de nuevas legislaciones y otros elementos.

Por lo que en el siguiente apartado veremos cuales fueron esas nuevas regulaciones, modificaciones e incluso varias alternativas que se propusieron para mejorar el funcionamiento del sistema financiero internacional y así evitar de manera general que se pueda volver a gestar una situación de inestabilidad similar y bajo los mismos conductos, que en este caso fueron los bancos sombra.

5.2. Legislaciones, modificaciones y alternativas al Sistema financiero internacional posterior a la crisis.

Una vez que se llevaron a cabo las medidas emergentes para poder aminorar los efectos nocivos de la crisis, y posteriormente generar un entorno de estabilidad económica, antes de poder empezar a crecer y tener un nuevo comienzo, era necesario hacer un análisis de todo lo sucedido, entender cómo dichos sucesos pudieron haber sido prevenidos, y aplicar dicho conocimiento para generar nuevas políticas regulatorias, así como cualquier modificación al sistema que resulte pertinente para poder evitar que se genere una burbuja, al menos por las mismas vías que estas lo hicieron con anterioridad, y que con medidas complementarias la inestabilidad inherente se pueda al menos controlar.

Dicho esto, Estados Unidos, como punto focal de la crisis, junto con instituciones internacionales como el FMI o el *Financial Stability Board* trataron de generar regulaciones y métodos de supervisión contra los bancos sombra. Sin embargo, cabe mencionar que dicha tarea fue complicada, principalmente por la dificultad que representa el poder detectar estas instituciones, ya que como sabemos, sus operaciones son realizadas principalmente en mercados OTC, sin embargo, a través de los estudios de hojas de balance de las instituciones se pueden dilucidar algunos comportamientos que delatan a estas instituciones.

Por otra parte, cabe señalar que, por estas limitantes, una regulación directa hacia el sistema de bancos sombra aún no ha podido consolidarse, pero para el año 2010, se aprobó en Estados Unidos la Ley Dodd-Frank, lo más cercano a una legislación de los mismos y un claro avance en el sistema de monitoreo y supervisión de todo el sistema financiero norteamericano, esto ya que tiempo después se llegó al consenso de que una de las causas principales de la crisis fue una regulación fragmentada y anticuada que inevitablemente fue superada por las innovaciones financieras debido a una muy poca supervisión, misma que alentó a los agentes a operar bajo las sombras para sacar ventaja de ello.

En términos generales, la Ley Dodd-Frank buscaba generar una mayor supervisión del sistema financiero norteamericano y proveer de protección a todos los consumidores de servicios financieros, esto a través de tres pilares principales: 1) Promover la estabilidad a través de medidas que mejoren la transparencia del sistema, 2) Dividir las funciones de la banca comercial y la banca de inversión al prohibir que la banca pueda poseer inversiones en fondos de cobertura o en firmas privadas, a esta legislación, de igual manera se le refirió como la *Volcker Rule* en honor al expresidente de la Reserva Federal.

Pero el aspecto más importante resulto el generar un sistema de monitoreo de las prácticas bancarias, así como de instituciones con cuentas inestables con el objetivo

de poder limitar los problemas de las instituciones consideradas *too big to fail*, proteger a los usuarios de las consecuencias y los costes de los rescates financieros, y por último, proteger a los consumidores de las prácticas excesivas dentro de los diferentes productos de crédito como lo fueron las hipotecas, y otros activos de flujo predecible que pudieran ser objeto de titulización.

De esta manera, si bien la ley no tenía ningún apartado específico en el cual se limitaba la labor de los bancos sombra, esta si limitó la materia prima con la que estos trabajaban, ya que, al tener una supervisión de dichos activos, el proceso para generar CDO, CDS y CDO sintéticos se interrumpe, de manera que estos no pueden ser comercializados, y la banca sombra no tiene una razón para operar, al menos con dichos activos.

Dicho esto, a pesar de algunas limitantes claras, la importancia de dicha ley fue evidente, dado que, a través de una prevención de toma de riesgo excesiva por parte de los agentes, se espera que no ocurra la creación de los activos financieros nocivos para la estabilidad del sistema, todo al mismo tiempo que se genera una constante supervisión a cargo de la Reserva Federal y de nuevas instituciones creadas por la ley como lo fueron el Consejo de Supervisión de Estabilidad Financiera y la Oficina de Investigación Financiera; y una protección y educación financiera a los usuarios, misma que corría a cargo de la Oficina para la Protección Financiera del Consumidor (CFPB).

Años después, a pesar de que la ley era algo inevitable y completamente necesario para evitar que algo de la misma magnitud ocurriera otra vez, existen argumentos que afirman que dicha ley también tuvo un gran número de aspectos negativos que podrían ser perjudiciales para el sistema y la economía norteamericana en general. Principalmente se puede destacar el hecho de que limita la flexibilidad que tiene la FED para responder a una situación como la vivida en la crisis al prohibir que tome el papel de prestamista de última instancia con entidades no bancarias, por otra parte, también se cree que el sistema de monitoreo y regulación no es suficiente y que posee huecos y superposiciones en varios ámbitos.⁴⁹

A pesar del debate que puede existir con respecto a la ley, es claro que esta cumplió su función primordial en los Estados Unidos, y se puede argumentar con facilidad que desde su implementación el sistema financiero es mucho más seguro al tener un mejor control de la operación bancaria, y un sistema de regulación y monitoreo a cargo de instituciones creadas específicamente para dicha labor. Y tal como la crisis fue rápidamente absorbida por otros países alrededor del mundo, para el sistema financiero internacional también era prioritario adoptar casi de manera idéntica las modificaciones y legislaciones que pudieran garantizar la misma certeza que la Ley Dodd- Frank dio casi de manera inmediata.

⁴⁹ Neil, M. & Klein, A. (2014). The Impact of the Dodd-Frank Act on Financial Stability and Economic Growth

Hasta antes de la crisis ya existían diferentes instituciones y diferentes regulaciones del sistema financiero internacional, además de las ya reconocidas como el FMI o el Banco Mundial, existían otras como el Foro de Estabilidad Financiera y el Comité de Regulación Financiera de Basilea, mismas que son conocidas por emitir las recomendaciones del sistema financiero, denominadas “Acuerdos de Basilea”, los cuáles se remontan al año 1974, cuando los bancos centrales de los países más importantes se centraron en establecer un capital mínimo que debía tener una entidad bancaria en función de los riesgos que afrontaba.

Para 2004, se realizó una nueva revisión de dichos acuerdos y se adoptaron los Acuerdos de Basilea II con base en las nuevas modificaciones e innovaciones del sistema financiero en ese momento, sin embargo, obviamente el proceso de la titulización y la existencia de los bancos sombra pasaron desapercibidos inicialmente a dicha regulación, y en muchos aspectos esta fue insuficiente para poder evitar lo que sucedería más adelante.

Basilea II fue altamente criticada una vez que la crisis estalló principalmente por el hecho de que se afirmaba que era una legislación “procíclica”, es decir que incentivaba la inestabilidad generada por el mismo sistema, y acentuaba la fragilidad en tiempos de crisis, además de que su sistema de transparencia y disciplina de mercado fue ineficiente. Sin embargo, la razón de su inevitable derogación fue el hecho de que el sistema de control de riesgos, principalmente relacionado a los riesgos de mercado, era demasiado limitado y no abarcaba los grandes espectros de activos y productos que caracterizan al sistema financiero, siendo las hipotecas su más grande omisión.

La crisis como era de esperarse dejó en evidencia la gran fragilidad del sistema internacional, no sólo en Estados Unidos, por lo que desde ese momento comenzó una revolución en el sistema de regulación. Dado que ahora se reconocía un sistema mucho más integrado y globalizado, y en donde había naciones que en ámbitos financieros comenzaron a ganar importancia en los años recientes (*países emergentes*) era necesario generar una nueva institución que procurara la estabilidad tomando como base al Foro de Estabilidad Financiera, pero que ahora incluyera a estas nuevas figuras.

Por lo que, en 2009, los miembros de los bancos centrales del G-7 además de 5 miembros más de centros financieros importantes como Singapur, Suiza o Hong Kong, que conformaban originalmente a dicha institución, tomaron la decisión de aceptar al resto de miembros del G-20, de manera que países como México, China, Brasil e India también pasaron a formar parte de dicha organización, cuyo nombre fue cambiado al ya nombrado *Financial Stability Board*.

Esta nueva institución reconoció las debilidades del sistema financiero internacional derivados de la crisis, y propuso un plan de acción en contra del mismo centrado en cinco pilares principales: 1) Modificaciones en las funciones y usos de los índices crediticios, 2) Generar un mayor cuidado del capital, la liquidez y la administración

de riesgos, 3) Énfasis al aumento de la transparencia, 4) Robustecimiento del sistema para poder sobreponerse a las tensiones recurrentes del sistema y 5) Fortalecimiento de las autoridades responsables.

Estas nuevas recomendaciones fueron la base para que eventualmente se hiciera de igual manera una revisión de los Acuerdos de Basilea II, y para diciembre de 2010, entrara en vigor la legislación del sistema bancario que nos rige actualmente, denominada Basilea III. Tal como sus predecesores, estos acuerdos se enfocaron en establecer los requerimientos en los índices de capital, liquidez, morosidad, apalancamiento, etc. de la banca, sin embargo, esto ajustado a las nuevas percepciones y mediciones de riesgo a las que estas instituciones pueden incurrir, incluyendo aquellas que son resultado de la operación de la banca sombra.

Las regulaciones anteriores normalmente también establecen una serie de recomendaciones preventivas del comportamiento de la banca, la cual a través de un sistema de colores se puede determinar la situación de una institución dependiendo de sus índices, si esta cae por debajo del índice objetivo impuesto por los acuerdos, la institución gubernamental pertinente de cada país tiene la obligación de llevar a cabo un análisis de las operaciones de la banca y emplear medidas correctivas a la brevedad.

Si bien este sistema era efectivo para conocer a instituciones en situación de números rojos, muchas veces las medidas correctivas llegaban tarde y la banca central debía intervenir. Basilea III, para solventar dicha falencia implementó un sistema de “Alerta Temprana”, la cual, usando el mismo sistema ya existente, imponía una supervisión más estricta, de manera que cuando un banco se acerque demasiado al límite aceptable impuesto, sin ser necesario que caiga por debajo, se realiza el mismo proceso de atención y corrección, esperando que de esta manera se pueda llevar a cabo la atención a tiempo y se eviten sucesos como las quiebras de diversas instituciones en la crisis.

A pesar de que estos nuevos acuerdos también abarcaron muchas de las deficiencias de sus versiones anteriores y se actualizaron de una manera muy efectiva, tal como la Ley-Dodd-Frank, los Acuerdos de Basilea III no han estado exentos de críticas sobre su eficiencia. La principal es que dados los requerimientos de reserva y los índices de liquidez que deben mantener dichas instituciones, sean un desincentivo para la banca, lo que reduciría el otorgamiento de financiamiento a los agentes y afectando negativamente a la economía; a su vez también existe que el hecho de ser más exigentes con dichos índices no garantiza que las entidades sean más solventes.

Cabe señalar que estas críticas provienen principalmente por aquellos actores que son sujetos de la regulación, es decir los partícipes de los mercados financieros. En 2021, a poco más de 10 años de su aplicación, el fenómeno de una reducción de créditos que se traduzca en una afectación para la economía no se ha dado, y si bien esto no garantiza que los acuerdos no tengan falencias o huecos que puedan

dar pie a una nueva crisis posteriormente, es claro que al menos estos nuevos acuerdos han limitado la actividad financiera inestable y han permitido una recuperación ordenada de los distintos países afectados.

Aún con todos estos cambios en la regulación e incluso en la protección de los usuarios de servicios financieros, gran parte de los individuos, de las personas físicas, tras la crisis, además de verse afectados económicamente, su confianza en el sistema fue completamente destruida; por lo que, a pesar de la recuperación, no estaban dispuestos a volver a caer en la misma situación. Por dicha razón, ahondado a un grupo de oferentes que también querían empezar a marcar un cambio y no ser partícipes, en papel, del proceso de inestabilidad de este sistema comenzaron a surgir algunas alternativas a los servicios financieros.

El más llamativo y que ha tenido un desarrollo importante hasta tener varios representantes en diferentes países es la denominada “Banca ética”. Esta podemos definirla como un sistema alternativo cuya razón de ser es utilizar prácticas diferente a las habituales en el sistema financiero tratando de ofrecer a sus clientes unos criterios de gestión no tanto basados en la maximización de beneficios y en la especulación sino en operar en la economía real persiguiendo objetivos de transparencia, responsabilidad social y apoyo a proyectos enfocados en la sostenibilidad.⁵⁰

Si bien este concepto surgió desde los años 60, no fue hasta después de la crisis sub-prime que tomó mucha más relevancia y popularidad por la búsqueda de la gente de obtener una alternativa más segura y que ofrezca los mismos servicios de la banca tradicional. Los beneficios que presentan estas instituciones incluyen el tener una total transparencia de las acciones que hace la banca, sus cuentas e incluso el uso que se le da a tu dinero ahorrado o invertido, además, las inversiones que lleva a cabo la banca son seleccionadas con base en su impacto positivo en la sociedad, la educación financiera, el medio ambiente, etc., sin mencionar que las condiciones laborales y la cultura corporativa siempre intenta mantener valores de igualdad, justicia, responsabilidad y equidad.

A través de portales de información financiera oficiales se ha podido confirmar que dichas instituciones se manejan bajo estos estándares y que sus cuentas cumplen con lo afirmado por ellos mismos, sin embargo, aún por su baja presencia de mercado y la gran competencia que existe en dicho sector, este sistema no se ha podido expandir, dado que las sedes principales están en Europa y Norteamérica, y siendo en Latinoamérica aún un proyecto que está en puerta pero no se ha podido desarrollar del todo, sin embargo, es un proyecto que podría cambiar de manera positiva la operación de todo el sistema, de manera que incluso las grandes entidades que conocemos ahora, deberán hacer la transición a dicha modalidad.

⁵⁰ Gedesco (2021). ¿En qué consiste la banca ética? Gedesco, sitio web: <https://www.gedesco.es/blog/en-que-consiste-la-banca-etica/>. Consultado el 8 de julio de 2021

Al igual que los bancos, muchas otras instituciones del sector financiero como casas de bolsa o fondos de inversión aseguran haber modificado su ética de trabajo y ser mucho más responsables con sus actividades, sin embargo, fuera de las regulaciones impuestas a estas, ninguna acción realizada por las mismas da un indicativo de que bajo un contexto diferente al actual actuarían de la misma manera que afirman. Pero como mencione anteriormente, la demanda de un sistema mucho más seguro y transparente podría dar paso a una transformación integral del mismo en un futuro no tan lejano.

Por el momento, a pesar de que en términos generales tanto las políticas de recuperación como las nuevas leyes de regulación y supervisión fueron efectivas para solventar las peores consecuencias de la crisis y para dar nuevamente seguridad a los agentes; el comportamiento de las economías más afectadas en la segunda mitad de la década de 2010-2020 fue heterogéneo, y muchas incluso 10 años después del estallido de la misma no han podido recuperar el comportamiento previo a dicho suceso, por lo que para terminar, daremos un recorrido general del estado de los países más importantes en los últimos 5 años, y como la crisis afectó las relaciones internacionales entre los mismos y que impacto tuvo en la nueva configuración económica.

5.3. Parte final del ciclo: La economía posterior a la crisis.

Después de la crisis más grande que se ha vivido en la economía moderna, ninguna economía podría librarse de sufrir grandes consecuencias inmediatas, sin embargo, el hecho de que estas consecuencias tuvieran consecuencias a tan largo plazo como 10 años después es algo que nadie realmente esperaba y nadie pudo prever. Si bien como ya revisamos, el comportamiento se dio de manera diferenciada, todos al menos tuvieron un aspecto de relevancia tiempo después de la crisis que vale la pena recalcar ya que en muchos casos es un indicativo de cómo se da la economía en la actualidad aún en este proceso de recuperación.

A pesar de haber sido el centro de la crisis y de haber sufrido graves consecuencias en el corto plazo, como no se habían visto en casi un siglo, Estados Unidos también fue de los que menos resintieron afectaciones en el largo plazo dentro de su economía, de manera que hoy en día podemos establecer que a pesar de no estar en niveles que corresponden a una fase de bonanza, el crecimiento es positivo y constante.

De manera específica de los años 2012 a 2019 se tuvo un crecimiento promedio de 2.35%, siendo su valor más alto 3.07% en 2015 y el más bajo de 1.71% en 2016, promedio que comparado al promedio de crecimiento mundial que en el mismo periodo de tiempo fue de 2.77% claramente no habla de una nueva expansión, sin

embargo, deja claro de que la recuperación en dicho país ya está consolidada, por otra parte, esto no significó que no hubiera cambios en su estructura económica

El cambio más significativo dentro de la economía norteamericana fue el cambio en el crecimiento dentro de los diferentes sectores productivos de la economía. Como podemos recordar desde la década de los años 80 el sector terciario, más en particular el financiero, ya significaba más del 50% de la economía norteamericana mientras que el sector productivo y el primario pasaron en gran medida a segundo plano. Una vez estallada la crisis, a pesar de las caídas ya mencionadas en la productividad de sectores específicos, con la debacle del sector financiero, esta relación se niveló mucho más, sin embargo, en años posteriores, hubo un cambio significativo.

Desde el año 2010 gracias al impacto que tuvo la crisis, el sector financiero que no sólo era el que mayor representaba dentro de la economía estadounidense, sino la que más crecimiento tenía, durante dicho periodo fue la que menos avance mostró, lo que, si bien no significa que ya tenga presencia en la economía de dicho país, debido a la preferencia por la liquidez dada la incertidumbre prolongada, y con las nuevas regulaciones; las operaciones que se llevaban a cabo en este sector con mayor frecuencia no se están generando al mismo nivel, lo que limita el crecimiento tanto del sector financiero así como el del sector inmobiliario y de construcción.

Por su parte, sectores como las TIC y los servicios profesionales, que son parte de la antigua, pero también de una nueva ola de innovación han sido los sectores que más dinamismo han logrado demostrar, ambos creciendo 4.5% y 2.8% respectivamente. El sector secundario denotado mayormente por la industria manufacturera continúa siendo un sector que se ha ralentizado desde mediados del siglo pasado, y con los sucesos recientes no ha podido recuperar un crecimiento significativo, manteniendo solamente un crecimiento aproximado de 1.3% en promedio durante dichos años.⁵¹

Con la baja de sectores tan importantes y el alza de otros sectores, entre los que también debemos destacar el sector energético, ahondado a la caída del producto en general después de la crisis, era de esperarse un desbalance en los precios, sin embargo, como establecimos, la inflación no fue un elemento que particularmente destacara. Años después esta se mantuvo igual, aproximadamente en 2% en promedio, esto debido a un gran nivel de holgura y a la baja de los salarios, mismos que tuvieron una inercia a la baja sobre los precios.

Por su parte, como sabemos la labor de la FED fue de vital importancia al implementar políticas expansivas y estableciendo su tasa de referencia en 0%. Esta se mantuvo así hasta diciembre de 2015 con la finalidad de mantener el estímulo del sector financiero, no fue hasta el inicio del segundo semestre del año 2017 que

⁵¹ Heras-Recuero L. & L'Hotellerie-Fallois, P. & Párraga, S. (2019). USA a 10 años de la crisis. Boletín Económico del ICE No. 3110. Banco de España, España

la Reserva Federal estableció su tasa de interés de referencia en 1% y en diciembre de 2018 alcanzó su máximo de 2.25%, cambiando así a una política más acomodaticia a las exigencias de la economía norteamericana una vez recuperada en su mayoría.

De manera contraria a lo sucedido en Estados Unidos, Europa tuvo un comportamiento completamente irregular desde el momento en que estalló la crisis, países como Alemania, Inglaterra e incluso Francia no sufrieron grandes consecuencias en el largo plazo y encaminaron sus economías a la brevedad, por otra parte, los ya mencionados PIGS vivieron una realidad totalmente inversa y en la actualidad siguen teniendo rastros de los peores momentos de la crisis. En cuanto al crecimiento podemos hablar que en el periodo de 2012 a 2019, países como Alemania o Inglaterra mantuvieron un crecimiento promedio de 1.39% y 1.86%, mientras que Portugal creció en 1.05% pero con un crecimiento negativo aún en 2012 y 2013, y Grecia -0.66%, con crecimiento negativo en 4 de los 8 años analizados.

A pesar de la estrepitosa caída de muchos países, de manera similar a lo ocurrido en EUA, la inflación, de manera inmediata, jamás representó un problema de gravedad; los países más afectados como vimos desde el momento que estalló la crisis tuvieron los índices más altos de la misma, pero en ningún año esta fue superior al 5%, mientras que países más estables siempre se mantuvieron cerca de los objetivos generales de aproximadamente 3%, por lo que el Banco Central no tuvo que ajustar su política monetaria para combatir la pérdida del poder adquisitivo en la zona durante los primeros años.

Por dicha razón, el Banco Central Europeo tuvo un comportamiento similar a lo que realizó la FED y lo que dictan los cánones de acción de política monetaria como respuesta a dicha acción. Ya que en el momento en que estalló la crisis, el tipo de interés estaba situado en 2.5% y eventualmente bajo 1% en marzo de 2009 y hasta a 0.75% para el segundo semestre de 2011, lo que es coherente con la baja que tuvieron muchos países hasta ese momento y el afán de impulsar de nuevo la inversión y el crédito en los diferentes países

Sin embargo, desde ese momento, el actuar de la banca central se vuelve inusual, ya que, a pesar de que los *PIGS* seguían teniendo problemas, los niveles ya no eran tan bajos como en los primeros años, y las economías más estables también podemos afirmar que estaban mayormente estabilizadas. Dada esta pausada recuperación se podría pensar que el banco central podría ser más flexible y mantener la tasa en dicho nivel o incluso aumentarla, pero esta institución siguió bajando la tasa de referencia, de manera que, para el último trimestre del año 2017, esta se situó en 0%, tal como si persistiera la completa ausencia de agentes en el sector financiero y el financiamiento fuera nulo en el continente.

La razón de esto puede resumirse que la inflación, o, mejor dicho, un peligro de deflación continua aquejó a muchos países dentro de la Unión Europea después del

impacto inicial de la crisis, es decir, a partir del año 2014. Alemania tuvo una inflación 0.9%, 0.51% y 0.49% de 2014 a 2016, e Inglaterra tuvo un caso similar con 1.45%, 0.36% y 1% en el mismo periodo de tiempo, y el problema no se limitó a los países más desarrollados, España presentó índices de -0.15%, -0.5% y -0.2%, mientras que Irlanda tuvo 0.18%, -0.29% y 0%. Esto obligo a un comportamiento que podría parecer opuesto a lo que se esperaría dadas las circunstancias.⁵²

Aún con todo esto, la labor del Banco Central fue adecuado, era necesario generar una mayor demanda de dinero tanto para consumo como para inversión, y esto sólo podría lograrse reduciendo la tasa de referencia, incluso si el sector financiero no lo necesitara al mismo nivel que durante los primeros años. Sin embargo, estos eventos son una clara muestra de que a pesar de que el crecimiento mejoro, Europa sufrió una permanente pérdida en la productividad del país, específicamente en las manufacturas, y dado que el sector financiero no ha retomado un ritmo tan acelerado, podemos afirmar que hasta 2017 la economía europea seguía en recuperación, y que los sucesos del año 2020 fueron un retroceso a su proceso de estabilización, lo que causó en general un estancamiento en la Unión Europea.

Con el nuevo estado de las economías desarrolladas, especialmente con la baja de países en Europa ahondado a problemas diplomáticos durante los años siguientes, hubo modificaciones en la configuración económica, siendo el país más importante en surgir China. Durante el proceso final del ciclo económico que afectó principalmente el occidente del mundo, China estaba sufriendo un proceso de modernización y tecnificación basado en crear empresas de TIC nacionales como sucedió con los llamados “tigres asiáticos” años antes y que resultó en una expansión económica de gran importancia.

A la par que se concentraba en desarrollar empresas que pudieran competir eventualmente, era necesario desarrollar antes su mercado interno, por lo que, durante esta época, a pesar del sistema de globalización, China era uno de los países con más barreras al comercio internacional y a la inversión extranjera, de esta manera sus empresas nacionales podían crecer sin competencia real y prepararse para una inevitable apertura que se dio en la década de 2010, aprovechando el hecho de que gracias a su bloqueo las consecuencias negativas de la crisis sub-prime no fueron graves, como si lo fueron en Europa.

Este proceso fue tan efectivo que actualmente rivaliza con Estados Unidos como uno de los países más importantes, sin embargo, esto también involucra que su mercado financiero ahora es uno de los más importantes del mundo igualmente, por lo que un proceso similar a lo vivido en Estados Unidos puede gestarse en una locación totalmente opuesta, y sin embargo causar el mismo tipo de afectaciones a su propia economía y al resto del mundo, por lo que las políticas y regulaciones en

⁵² World Bank Data (2021). Op. Cit P.79

dicho país serán cruciales para mantener a raya los procesos inestables de su sistema financiero.

Todos los sucesos ocurridos hasta el año 2019 podrían dejar en claro que la economía permanece en el mismo ciclo que comenzó en 1970 aproximadamente, ya que ni el actuar de los agentes, ni los procesos de desregulación y liberación económica, sin embargo, la economía comenzaba a dar indicios de empezar a generar la transición a un nuevo ciclo económico, ya que desde la teoría de Schumpeter, la generación de un nuevo ciclo surge a partir de una innovación importante en la economía, y desde mi punto de vista, las criptomonedas podrían ser el motor de un nuevo ciclo económico.

Sin embargo los sucesos derivados de la pandemia del COVID-19 suscitadas en 2020, han significado un retorno para dicha aspiración, por lo que al menos hasta el momento en que esta situación no sea solucionada, el cambio a un nuevo ciclo tendrá que esperar un poco más de tiempo, pero lo que es seguro, es que las relaciones económicas que están por suceder en un futuro cercano darán mucho que hablar en cuestión del funcionamiento del sistema financiero y de la construcción de los ciclos económicos.

Conclusión

La naturaleza cíclica de las cosas, y no sólo de la economía, ha sido un tema de gran debate alrededor de diferentes profesionales de la filosofía y las ciencias sociales, y a pesar de que existen argumentos a favor y en contra de este tipo de teorías, al menos en cuestión del funcionamiento de la economía capitalista moderna, existen demasiadas similitudes en cuanto a cómo se dan los procesos de crecimiento acelerado para eventualmente tener una gran caída que genera consecuencias negativas para todos los agentes involucrados, para tiempo después volver a comenzar un proceso similar.

Sin embargo, a pesar de que el proceso sea prácticamente idéntico no significa que no se esté generando un avance, ya que normalmente tanto los medios como las herramientas dan a cada uno de los ciclos económicos su propia naturaleza, que puede ser benéfica en muchos casos, pero también perjudicial en otros. El caso que analizamos en este trabajo es el ejemplo claro de que la innovación financiera puede generar un crecimiento acelerado, sin embargo, llevado al límite y combinado con un sistema financiero globalizado puede ser una fórmula para el caos.

Por otra parte, me parece que de la experiencia que ha adquirido la humanidad en cuanto al funcionamiento de la economía podemos rescatar dos aspectos fundamentales acerca de los ciclos y de su desarrollo a través de la inestabilidad en el sistema financiero. La primera es que como ya mencionamos, la evolución de los medios y las herramientas que utilizamos para llevar a cabo los mismos procesos que han existido en la economía como la conocemos, y estos elementos son normalmente las vías por las que se suelen dar nuevos procesos cíclicos con el pasar de los años.

La evolución del dinero como la conocemos, la aparición de nuevos instrumentos de inversión e incluso la modernización de las instituciones financieras y sus procesos es un evento inevitable por la búsqueda constante de intentar facilitar todo aspecto de la vida humana. Y los cambios sociales e incluso culturales avanzan al mismo ritmo que estas nuevas oleadas de tecnología, obligando así a los países en sí mismos, y al mundo en general el cambiar la manera en que se relacionan, aunque estas nuevas modificaciones tomen tiempo y en muchas ocasiones tengan fallas que serán perceptibles con el pasar del tiempo.

Esta última característica, junto al hecho de que la misma naturaleza innovadora represente un reto para las nuevas generaciones en el sentido de que para poder lograr un dominio y entendimiento de estas nuevas herramientas es necesario cometer errores, incluso si estos significan crear una de las peores crisis de los tiempos modernos, es aquello que, en el pasado, actualmente y en el futuro seguirá

siendo el motor de los ciclos económicos, ya sean cortos o largos. Por lo que podemos afirmar que, dado que este proceso de aprendizaje es algo inevitable, el hecho de poder evitar que los ciclos sucedan es algo también imposible, al menos, bajo el sistema económico que nos rige actualmente.

Pero el hecho de que los ciclos económicos sucedan constantemente, no significa que no se pueda intervenir en sus características, y eso me lleva al segundo punto importante que me gustaría rescatar; el papel de las políticas, regulaciones y desarrollo de la economía para poder intervenir en el proceso cíclico. Una vez que ha sucedido lo peor, y la crisis económica se ha gestado, surge un proceso de autoevaluación y rectificación que para momentos futuros es de vital importancia al momento de hacer que se genere una mejoría a futuro al momento de ejecutar la nueva ola de innovación.

Esto ya que con estas se previene el hecho de que algo como lo pasado vuelva ocurrir al incluir todo aquello que fue problemático a la legislación y supervisión del mismo, sin embargo, cabe recalcar que incluso las instituciones a pesar de tener claras las reglamentaciones deben tener la capacidad de aplicarlas de manera expedita, analizar, identificar, sancionar si aplica y remediar el problema para que realmente haya un progreso. Pero si un nuevo ciclo comienza y las regulaciones no son aptas para evitar una nueva crisis, entonces las políticas económicas deben tomar mayor relevancia para inferir en la magnitud del ciclo.

Así como los gobiernos, instituciones internacionales e incluso el sistema financiero internacional a manera de consenso puede llevar a cabo políticas que son las que dan pie a que se generen procesos de inestabilidad prolongados, estos mismos agentes pueden llevar a cabo políticas que puedan reducir el sobrecalentamiento de las economías, ya que no importa el medio por el cual se propague una crisis y si este es novedoso o anticuado, normalmente las economías dan muestras de este comportamiento con mucha antelación, aspectos como una curva de rendimientos invertida, tasas de interés elevadas por tiempos prolongados, o incluso herramientas bursátiles como el índice VIX pueden ser indicadores del avance del ciclo económico dentro del sector financiero.

Por lo que tener en cuenta todos estos factores y percatarse de señales de alerta con antelación puede ser la clave para que tanto la Banca Central como las instituciones internacionales apliquen políticas más restrictivas que puedan liberar tensión del sistema financiero y si bien no necesariamente evitar que haya una crisis, si reducir la magnitud de esta, de manera que las instituciones financieras puedan tener la solvencia y la liquidez necesaria para sobrellevar la situación, y en caso de que no sea así, que los rescates sean minoritarios y no pongan en entredicho la estabilidad de las finanzas públicas, ya que este es otro factor de gran importancia para exportar una crisis a otros países.

Si bien es imposible conocer lo que el futuro traerá a la economía internacional no podemos negar el hecho de que esto conllevará cambios que muy probablemente

terminen en un nuevo ciclo, actualmente, las criptomonedas y la inevitable, al menos en papel, transición completa al dinero digital posee las características de ser el motor para un nuevo proceso económico, que muy probablemente tome mucho tiempo para mostrar su desenlace, sin embargo, la experiencia que hemos adquirido con la crisis sub-prime o en su momento con la crisis de 1929 tendrán que ser de utilidad para manejar dicha situación lo mejor posible.

Un sistema que genera su propia estabilidad no podemos argumentar que es 100% efectivo, si a eso ahondamos los aspectos negativos dentro de la economía real que son inherentes a este sistema como la desigualdad, o la insostenibilidad es claro que debemos aspirar algo mucho mejor, sin embargo dadas las condiciones actuales es necesario llevar a cabo los procesos como los conocemos ahora con base en todo lo que hemos aprendido de él, y con suerte con todo lo que pueda traer el futuro llevar a cabo una mejoría del sistema económico que nos permita tener relaciones más eficientes, equitativas y sostenibles.

Referencias Bibliográficas

1. *Bailmex* (2020). *Ciclo Económico*, *Bailmex*, sitio web: <https://www.bailmex.com.mx/economia/que-es-ciclo-economico-y-etapas/>. Consultado el 11 de febrero de 2021.
2. *Banco Mundial* (2021). *Crédito interno proporcionado por el sector financiero (% del PIB)*. *World Bank Data*, sitio web: <https://datos.bancomundial.org/indicador/FS.AST.DOMS.GD.ZS?end=1995&locations=US&start=1960&view=chart>. Consultado el 10 de marzo de 2021.
3. *Banco Mundial* (2021). *Tasa de interés real y tasa de interés activa de los Estados Unidos*. *World Bank Data*, sitio web: <https://datos.bancomundial.org/indicador/>. Consultado el 10 de marzo de 2021.
4. *Banco Mundial* (2021). *Crecimiento del PIB (% anual)- Estados Unidos*, *World Bank Data*, sitio web: <https://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?end=2006&locations=US&start=1980>. Consultado el 7 de abril de 2021.
5. *Banco Mundial* (2021). *Inflación, precios al consumidor (% anual), México*. *World Bank Data*, sitio web: <https://datos.bancomundial.org/indicador/FP.CPI.TOTL.ZG?end=2020&locations=MX&start=2002>. Consultado el 12 de junio de 2021.
6. Blancas, A. & Gómez, M. (2017). *El Sistema de Bancos Sombra y la Inestabilidad Financiera Internacional*. *Revista Atlántica de Economía*, Volumen 2. México.
7. Cabero, J. (1998) *Impacto de las nuevas tecnologías de la información y la comunicación en las organizaciones educativas*. Grupo Editorial Universitario, Granada, España.
8. Cabrera, A. (2007). *La Política Monetaria en la Crisis de 1923-1933: La tesis Friedman-Jacobson*. *Research gate*, sitio web: https://www.researchgate.net/publication/340477946_La_politica_monetaria_en_la_crisis_de_1929-1933_la_tesis_Friedman-Jacobson. Consultado el 18 de febrero de 2021.
9. *Datos Macro* (2021). *Tipos de la Reserva Federal de USA*. *Datos Macro de Expansión*, sitio web: <https://datosmacro.expansion.com/tipo-interes/usa>. Consultado el 20 de abril de 2021.
10. *Datos Macro* (2021). *Balanza Comercial de EUA*. *Datos Macro de Expansión*, sitio web: <https://datosmacro.expansion.com/comercio/balanza/usa>. Consultado el 31 de mayo de 2021.

11. Engen, E. & Lehnert, A. (2000). *Mutual Funds and the U.S. Equity Market*. Federal Reserve Bulletin. USA. Core, sitio web: <https://core.ac.uk/download/pdf/6825826.pdf>. Consultado el 13 de marzo.
12. Estey, J. (1960). *Business Cycles: their nature, cause, and control*. Prentice-Hall, Inc. New York. USA.
13. FMI (2000). *La globalización: ¿Amenaza u oportunidad?*. Fondo Monetario Internacional, sitio web: <https://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/esl/041200s.htm#II>. Consultado el 30 de marzo de 2021.
14. Furio, E. (2017). *¿Qué son los 'swaps' y cómo funcionan? ¿Cuál es su finalidad?* BBVA, sitio web: <https://www.bbva.com/es/swaps-que-son-y-como-funcionan/>. Consultado el 18 de marzo de 2021.
15. Galbraith, J (2004). *La economía del fraude inocente: la verdad de nuestro tiempo*. Editorial Crítica. Barcelona, España.
16. Galindo, M. (2008). *Las TIC y su papel en el crecimiento económico y la nueva economía*. Economía industrial, No. 370, pp. 15-24.
17. Gedesco (2021). *¿En qué consiste la banca ética?* Gedesco, sitio web: <https://www.gedesco.es/blog/en-que-consiste-la-banca-etica/>. Consultado el 8 de julio de 2021.
18. Gómez, M. (2019). *El surgimiento de la inestabilidad financiera a través de los bancos sombra: El caso de Estados Unidos*. Revista de Economía Política y Desarrollo. Vol. 1 No. 1. Consultado el 19 de abril de 2021.
19. González, J. & Martínez, J. & Rodríguez, F. (2009) *La crisis financiera y económica del 2008. Origen y consecuencias en los Estados Unidos y México*. El Cotidiano, núm. 157, septiembre-octubre, pp. 17-27. Universidad Autónoma Metropolitana Unidad Azcapotzalco Ciudad de México, México.
20. Grinin, L. & Devezas, T. & Korotayev, A. (2014). *Kondratieff Waves. Juglar – Kuznets – Kondratieff*. Uchitel Publishing House, Volgogrado, Rusia.
21. Harutyunyan, A. & Massara, A. & Ugazio, G. & Amidzic, G. y Walton, R. (2015). *Shedding light on Shadow Banking*. International Monetary Fund. Working Paper No. 15, Vol. 1.
22. Heras-Recuero L. & L'Hotellerie-Fallois, P. & Párraga, S. (2019). *USA a 10 años de la crisis*. Boletín Económico del ICE No. 3110. Banco de España, España.
23. Keynes, J. (1943). *La teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Fondo de Cultura Económica, Ciudad de México, México.
24. Kitchin, J. (1923). *Cycles and Trends in Economic Factors*. The Review of Economics and Statistics Vol. 5, No. 1. pp. 10-16.
25. Krugman, P. (1994). *The Myth of Asia's Miracle*. WayBack Machine, sitio web: <https://web.archive.org/web/20080726013847/http://web.mit.edu/krugman/www/myth.html>. Consultado el 9 de abril de 2021.
26. Minsky, H. (1982). *The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy*, Cambridge University Press, Inglaterra.

27. Minsky, H (1986). *Global Consequences of Financial Deregulation*. Archive. Paper 378. Bard College, Sitio web: http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/378. Consultado el 4 de marzo.
28. Neil, M. & Klein, A. (2014). *The Impact of the Dodd-Frank Act on Financial Stability and Economic Growth*.
29. Prados de la Escosura, L. (2017) *GDP and Its Composition*, en *Palgrave Studies in Economic History: 1850 –2015*, pp. 3-14, Palgrave Macmillan.
30. Rodríguez, R. (2018). *Los Credit Default Swaps (CDS) como herramienta para la gestión de riesgos*. Universidad Pontificia Comillas, Madrid.
31. Sakbani, M (2009). *The global financial crisis, central banking and the reform of the international monetary and financial system*. Nueva York, Palgrave, Macmillan.
32. Santos, J. (2008) *A History of Futures Trading in the United States*. EH.Net Encyclopedia, sitio web: <http://eh.net/encyclopedia/a-history-of-futures-trading-in-the-united-states/>. Consultado el 20 de marzo de 2021.
33. Schumpeter, J. (1997). *El ciclo económico*. En *Teoría del desenvolvimiento económico* (213-254pp.). Ciudad de México: Fondo de Cultura Económica.
34. Serbeto, E. (2007). *El FMI advirtió en abril del riesgo de 4,2 billones de euros en bonos ligados a hipotecas basura*. ABC, sitio web: https://www.abc.es/20070820/economia-economia/advirtio-abril-riesgo-billones_200708200246.html. Consultado el 26 de mayo.
35. Skidelsky, R. (2011). *The Relevance of Keynes*. *Cambridge Journal of Economics*, 35, 1-13 pp.
36. Stulz, R (2004). *Should we fear derivatives?* *Journal of Economics Perspective*, Volumen 18, No. 3. pp. 173-192.
37. Vargas, G. (2006). Vargas, G. (2006). *Capítulo 20: Ciclos Económicos*. En *Introducción a la teoría económica: Un enfoque Latinoamericano* (726). México: Editorial Pearson.
38. Vegas, J (2016). *Las burbujas de la economía digital*. Wordpress, sitio web: <http://economydigital.etsit.upm.es/wp-content/uploads/2015/12/JaimeVegas.pdf>. Consultado el 13 de abril de 2021.
39. Velandia, L. (2014). *Crisis Económica y financiera de Europa*. Universidad Católica de Colombia, Colombia.
40. Villanueva, J. (1995). *El crecimiento y el ciclo económico: La visión Schumpeteriana*. *Boletín de Lecturas Sociales y Económicas*, 13, 11-16 pp.
41. Wray (2012). *Global Financial Crisis: A Minskyan interpretation of the causes, the Fed's bailout and the future*, Levy Economics Institute. Working Paper N. 711.

Bibliografía

1. Blancas, A. & Gómez, M. (2017). *El Sistema de Bancos Sombra y la Inestabilidad Financiera Internacional*. Revista Atlántica de Economía, Volumen 2. México.
2. Gómez, M. (2019). *El surgimiento de la inestabilidad financiera a través de los bancos sombra: El caso de Estados Unidos*. Revista de Economía Política y Desarrollo. Vol. 1 No. 1. Consultado el 19 de abril de 2021.
3. Keynes, J. (1943). *La teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Fondo de Cultura Económica, Ciudad de México, México.
4. Minsky, H. (1982). *The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy*, Cambridge University Press, Inglaterra.
5. Sakbani, M (2009). *The global financial crisis, central banking and the reform of the international monetary and financial system*. Nueva York, Palgrave, Macmillan.
6. Schumpeter, J. (1997). *El ciclo económico*. En *Teoría del desenvolvimiento económico* (213-254pp.). Ciudad de México: Fondo de Cultura Económica
7. Skidelsky, R. (2011). *The Relevance of Keynes*. *Cambridge Journal of Economics*, 35, 1-13 pp.
8. Wray (2012). *Global Financial Crisis: A Minskyan interpretation of the causes, the Fed's bailout and the future*, Levy Economics Institute. Working Paper N. 711.