



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

PROGRAMA DE POSGRADO EN ECONOMÍA

FACULTAD DE ECONOMÍA ♦ DIVISIÓN DE ESTUDIOS DE POSGRADO

**Interpretaciones críticas sobre la Gran Recesión. Las propuestas de Mehrling (2011)
y Wilmarth (2020) a la luz de la teoría económica**

TESIS

QUE PARA OPTAR POR EL GRADO DE:

Maestro en Economía

PRESENTA:

Carlos Antonio Briseño Larios

TUTOR:

Dr. Carlo Panico

Facultad de Economía, UNAM

MIEMBROS DEL JURADO:

Dr. Roberto Valencia

Facultad de Economía, UNAM

Dr. Santiago Capraro

Facultad de Economía, UNAM

Dr. Oscar Ugarteche

Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM

Dr. Matari Pierre

Instituto de Investigaciones Sociales, UNAM



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas

Tesis Digitales

Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©

PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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



Facultad de Economía
División de Estudios de Posgrado

**PROTESTA UNIVERSITARIA DE INTEGRIDAD Y
HONESTIDAD ACADÉMICA Y PROFESIONAL**
(Titulación o Graduación con trabajo escrito)

De conformidad con lo dispuesto en los artículos 87, fracción V, del Estatuto General, 68, primer párrafo, del Reglamento General de Estudios Universitarios y 26, fracción I, y 35 del Reglamento General de Exámenes, me comprometo en todo tiempo a honrar a la institución ya cumplir con los principios establecidos en el Código de Ética de la Universidad Nacional Autónoma de México, especialmente con los de integridad y honestidad académica.

De acuerdo con lo anterior, manifiesto que el trabajo escrito titulado "Interpretaciones críticas sobre la Gran Recesión. Las propuestas de Mehrling (2011) y Wilmarth (2020) a la luz de la teoría económica" que presenté para obtener el grado de Maestro en Economía es original, de mi autoría y lo realicé con el rigor metodológico exigido por mi Entidad Académica, citando las fuentes de ideas, textos, imágenes, gráficos u otro tipo de obras empleadas para su desarrollo.

En consecuencia, acepto que la falta de cumplimiento de las disposiciones reglamentarias y normativas de la Universidad, en particular las ya referidas en el Código de Ética, llevará a la nulidad de los actos de carácter académico administrativo del proceso de titulación/graduación.

Atentamente

Carlos Antonio Briseño Larios
414031052

Poverty in the midst of plenty and joyless affluence are but symptoms of a profound disorder.

Tibor Scitovsky

Those who cannot remember the past are condemned to repeat it.

Jorge Santayana

Agradecimientos

Como ha sido siempre, el primer lugar lo ocupa mi familia. Decir que les estoy agradecido infinitamente es quedarse corto. A mi madre, padre, hermana y hermano les debo lo que soy; no habría llegado, ni habré de llegar, a ningún lugar sino por ustedes. Gracias por su amor, apoyo, esfuerzo y paciencia durante todo este trayecto llamado vida. En particular en esta etapa, gracias por compartir y, en parte, hacer suyo este sueño que ha sido estudiar.

A mis amigas y amigos, gracias por acompañarme y apoyarme siempre. Mi vida es mejor con ustedes en ella.

En la licenciatura tuve la honra de ser asesorado por dos grandes académicos y aún mejor personas. Por suerte, la maestría no fue la excepción. El que este trabajo de grado haya sido supervisado por un académico de la talla del profesor Carlo Panico es un honor invaluable. Gracias, profesor Carlo, por el tiempo y dedicación otorgado a mi persona y a este proyecto. Muchas gracias por su paciencia al leerme, releerme y volverme a leer, siempre con la misma disposición y con la misma calidad en sus comentarios y correcciones que tanto enriquecieron esta tesis. Ha sido una dicha aprender de tan grande académico y extraordinaria persona. A usted toda mi admiración, cariño y respeto.

Al profesor Santiago Capraro, muchas gracias por dedicarme parte de su tiempo para leer y comentar mi trabajo, sin duda su apoyo fue de gran ayuda a la hora de pulir este trabajo. Al profesor Matari Pierre, muchas gracias por leer mi tesis; y a los profesores Roberto Valencia y Óscar Ugarteche por aceptar formar parte del jurado.

A los contribuyentes y al CONACyT, cuyo apoyo resultó crucial durante la maestría.

Por último, a la UNAM, ha sido un sueño ser parte de ella.

CONTENIDO

INTRODUCCIÓN	6
CAPÍTULO I. TEORÍAS ECONÓMICAS DETRÁS DE LA CRISIS DE 2007: INTERPRETACIONES Y SOLUCIONES	10
I.1 Introducción	10
I.2. Teorías ortodoxas	15
I.2.1 Taylor (2009): mal seguimiento de la regla de Taylor	15
I.2.2 Blinder (2009): “una serie de errores humanos evitables”	16
I.2.3 Bernanke: desbalances globales	17
I.2.4 Ohanian: la culpa es del mercado laboral	19
I.3 Teorías heterodoxas	20
I.3.1 El momento Minsky	20
I.3.2 Teoría clásico-keynesiana	25
CAPÍTULO II. PERRY MEHLING: LA FED COMO DEALER DE ÚLTIMA INSTANCIA	29
II.1 Introducción	29
II.2 Antecedentes históricos y teóricos de la Money View	31
II.2.1 Orígenes del presente sistema	31
II.2.2 Vieja y nueva Lombard Street	37
II.2.3 Cambio de época: la respuesta de la Fed a la Gran Recesión	45
II.3 La Money View y la Fed como dealer de última instancia	47
II.4 Conclusiones preliminares	51
CAPÍTULO III. ARTHUR WILMARTH: HACIA UNA NUEVA GLASS-STEAGALL ACT	52
III.1 Introducción	52
III.2 Fundamentos históricos: de la banca universal a la banca especializada y de vuelta a la banca universal	55
III.2.1 Cambio en la regulación financiera, papel de las autoridades y lobbying financiero	63
De finales del siglo XIX hasta 1919	63
De 1920 a 1929	66
De 1930 a 1970	70
De 1970 al 2000	73
Del 2001 al 2007	79
III.2.2 Boom crediticio y burbujas especulativas	83
III.2.3 Continuidad post Gran Recesión	88
III.3 La nueva Glass-Steagall Act propuesta	90
III.4 Conclusiones preliminares	93
CAPÍTULO IV. INTERPRETACIONES Y PROPUESTAS A LA LUZ DE LA TEORÍA ECONÓMICA	95
IV.1 Introducción	95
IV.2 Evaluación de la visión de Mehrling y la función de dealer de última instancia	95
IV.3 Evaluación de la visión de Arthur Wilmarth y la nueva Glass-Steagall Act	106
IV.4 Conclusiones preliminares	111
V. DOS VISIONES EN CONTRASTE: ¿QUÉ CLASE DE SISTEMA QUEREMOS?	114
REFERENCIAS	121

Introducción

La presencia de las crisis financieras ha sido prácticamente una constante en la historia del capitalismo (Reinhart & Rogoff, 2011). Como tal, el examen de esta clase de fenómenos ha ocupado una posición central dentro de las principales áreas de investigación de la economía política. Sobre todo, esta línea de investigación ha cobrado mayor relevancia y su estudio se ha ampliado y profundizado cuando la aparición de estos fenómenos se ha hecho más recurrente. Tal fue el caso en la segunda mitad del siglo XIX en Inglaterra, donde el incipiente sistema crediticio y la aparición de crisis sistémicas periódicas incentivaron la conformación de, *inter alia*, la Ortodoxia Monetaria Británica y de una buena parte de los análisis de Marx (ver Betancourt et al., 2022; Fetter, 1965; Panico, 2024).

El caso más ejemplar de lo anterior fue la Gran Depresión, que representó un punto de inflexión para la ciencia económica y un impulso para nuevos avances teóricos. Entre otros desarrollos, el más importante y significativo, sin duda, fue aquel de J. M. Keynes y la construcción de una teoría monetaria de la producción.

La Gran Depresión marcó un hito en la historia económica y del pensamiento económico. Sin embargo, resulta especialmente significativa porque marca el inicio de un periodo de reconfiguración de la organización institucional de los mercados financieros mundiales que, aunado a la influencia de otros factores, se caracterizó por una inusitada estabilidad financiera y económica tal que las crisis prácticamente fueron inexistentes. Este periodo conocido como la Era Bretton Woods tiene como características esenciales en términos del sistema bancario-financiero y su regulación, el predominio de la banca especializada y un amplio poder discrecional de las autoridades regulatorias.

Sin embargo, a partir de la ruptura de los acuerdos de Bretton Woods, el viejo problema de las crisis resurgió. Como indican Laeven y Valencia (2008, 2013, 2018), a partir de los años setenta, el número y magnitud de las crisis se intensificó de manera constante década tras década. Cabe mencionar que a la par, más propiamente a partir de la década de 1980, se comenzó un proceso de liberalización de los mercados, particularmente profundo en el ámbito financiero. Esta liberalización, aunada al proceso de globalización, dio como resultado un cambio paulatino pero constante en la organización institucional de los mercados financieros, dando lugar a un crecimiento descomunal de esta industria, y a un proceso de concentración con una marcada

redistribución del ingreso a favor de las finanzas; todo ello conllevó no sólo a importantes cambios en las variables económicas (ver Capraro et al., 2023), sino en los equilibrios del poder político.

La reaparición de las crisis en el entorno global propició un reavivamiento en el debate y estudio sobre las causas y consecuencias de estos fenómenos. Sin embargo, dado que las crisis de los años 70, 80 y 90 del siglo pasado se concentraron en los países de ingreso medio y bajo, el enfoque de los modelos que surgieron para explicar estas crisis se abocaron en mayor medida a explicarlas bajo este contexto. Además, un aspecto relevante es que en las distintas interpretaciones dadas, la industria financiera como variable explicativa de las crisis fue tratada de manera marginal o simplemente ignorada. La exposición de los distintas generaciones de modelos que surgieron a partir de estas experiencias se da en la primera sección del Capítulo I del presente trabajo.

Recién comenzado el nuevo milenio, la crisis dotcom (2000) y predominantemente la crisis financiera global de 2007 y la Gran Recesión que le siguió impulsaron nuevas interpretaciones para poder explicarlas. Éstas pueden catalogarse en un primer nivel, como se hace en el Capítulo I, en dos grandes líneas en la teoría económica: i) la ortodoxa o dominante, que sigue la línea del Nuevo Consenso en Macroeconomía¹ y se caracteriza en términos generales por dar interpretaciones centradas en desajustes macroeconómicos generados por errores y abusos de las autoridades o fallas institucionales que impiden el correcto funcionamiento de las fuerzas de mercado; y ii) la heterodoxa, que si bien difieren en sus aproximaciones, tienen en común el que sitúan el origen de la crisis como algo endógeno al sistema y en el cual la evolución de la organización institucional de la industria financiera tiene un valor explicativo trascendental².

Este trabajo analiza dos de estas nuevas interpretaciones o visiones (con sus respectivas propuestas de política) elaboradas a raíz de la crisis de 2007 y que en los últimos años han tomado fuerza en el debate sobre las crisis financieras. Empero, sus posturas teóricas, que huelga decirlo pertenecen a la tradición heterodoxa o crítica por cuanto resaltan los elementos generales a esta línea mencionados arriba, no han sido propiamente contrastadas en la teoría económica, de forma tal que se puedan situar en el pensamiento de alguna escuela; ni evaluadas la viabilidad e implicaciones de las políticas que proponen. Éste representa el objetivo general de este trabajo: evaluar ambas interpretaciones a la luz de la teoría económica y analizar la viabilidad y principales implicaciones de sus respectivas políticas.

¹ Una crítica a este modelo en el contexto de la crisis financiera de 2007 se ofrece en Stiglitz (2017).

² Una recopilación de diversas interpretaciones heterodoxas a la crisis financiera de 2007 se ofrece en la edición especial "The Financial Crisis" del *Cambridge Journal of Economics* (2009) Vol. 33, No. 4.

Propiamente dichas, estas posturas corresponden, por un lado, a Perry Mehrling (2011), que en términos generales lo que propone es añadir a las funciones legales de la Reserva Federal, y por extensión a la banca central, la función de dealer de última instancia, i.e. que cree mercado para distintos activos financieros cuando el sector privado no lo está haciendo, como sucedió durante la crisis de 2007. La finalidad última de esta medida es el sustentar ya no sólo a los bancos mediante el rol de prestamista de última instancia, sino extender este apoyo a todo el mercado financiero.

Por el otro lado, está la postura de Arthur Wilmarth (2020) cuya propuesta de política radica en la elaboración y promulgación de una nueva Glass-Steagall Act, que en el espíritu de aquella de 1933, establezca de nueva cuenta un sistema bancario-financiero especializado. Lo que se busca principalmente con esta separación de la banca universal es disminuir la hegemonía económica y la colosal influencia política que hoy en día ostentan los grandes conglomerados financieros en el mundo. Pues considera que las distintas problemáticas asociadas a este hecho generaron —y aún generan— un creciente riesgo sistémico que terminó por llevar al colapso financiero en 2007.

Además de los análisis particulares, este trabajo tiene entre sus objetivos secundarios el contraste de ambas visiones con el fin de, evaluadas en perspectiva, poder determinar cuál de sus propuestas podría representar una mejor opción como respuesta al problema de las crisis y que implique las mayores ventajas para el grueso de la población. En este sentido, la directriz del análisis comparado entre las visiones mencionadas girará fundamentalmente en torno a la pregunta: ¿qué tipo de sistema queremos?

Una primera aproximación al problema de la relativamente reciente reaparición e intensificación de las crisis nos lleva a pensar —y es la postura de quien suscribe— que su origen se encuentra en la reconfiguración del sistema en su conjunto que inició en la segunda mitad del siglo XX; particularmente, en la organización institucional de la industria financiera, que hizo del sistema mismo uno propicio a las crisis.

Por ende, la solución a la cuestión de las crisis, toca y pasa por un cambio en la organización institucional del sistema financiero. En términos generales, ambas propuestas objeto de estudio de la presente tesis tienen como parte central este elemento. No obstante, como veremos a lo largo de este trabajo, difieran sustancialmente en sus fundamentos históricos y teóricos, y, por lo tanto, en la forma particular de reconfiguración propuesta.

Considerando lo anterior, y teniendo en mente el objetivo general del trabajo, la hipótesis planteada es que la propuesta de reorganización institucional que equilibra el nivel de poder e influencia de los distintos agentes (en el caso particular, que disminuye aquél de la industria financiera) es la que nos conduce hacia un sistema en el que el problema de las crisis en los términos planteados en este trabajo, es mitigado a una mínima expresión.

Así pues este trabajo se organiza de la siguiente manera. En el Capítulo I, se ofrece el marco teórico base para comparar las distintas propuestas. Los Capítulos II y III exponen, respectivamente, la visión y política sugerida de Mehrling, y la visión y consecuente política de Wilmarth. En el Capítulo IV, para ambas visiones y propuestas se analizan y evalúan sus posibles implicaciones. Finalmente, se contrastan ambas propuestas y se dan las conclusiones generales.

Capítulo I. Teorías económicas detrás de la crisis de 2007: interpretaciones y soluciones

I.1 Introducción

Quizá con la salvedad del periodo conocido como la era Bretton Woods de sostenido crecimiento, mejoras distributivas y estabilidad, las crisis han sido un fenómeno recurrente en la historia del capitalismo. Debido a esta continuidad, su estudio, i.e. la teoría de las crisis, es un campo analítico de la ciencia económica que ha estado, de alguna u otra manera, en el centro de los debates de la disciplina y entre sus distintas escuelas de pensamiento. Dentro de éste, el papel de la industria financiera en las crisis ha sido un área que ha cobrado prima importancia, sobre todo a partir del siglo XIX, cuando comenzó un desarrollo acelerado de la industria financiera que condujo al sector a adquirir un peso cada vez mayor en el conjunto de la economía. Por lo tanto su estudio, como es de esperarse, ha cobrado más relevancia cuando se ha estado en presencia de un fenómeno de crisis con la industria financiera en su epicentro (como en la Gran Depresión de 1929) y tanto mayor por cuanto la periodicidad en su ocurrencia se vuelve relativamente corta y su alcance geográfico abarca más de una economía (como es el caso a partir de los años setenta).

Con el retorno del viejo problema de las crisis a partir de la década de los 70, la literatura económica teórica sobre esta cuestión tuvo un nuevo auge y surgieron nuevas interpretaciones y explicaciones sobre el porqué de estas, los mecanismos como se generan y propagan, y las posibles soluciones. Si bien es nutrida esta literatura, en este acápite nos abocaremos a mencionar sólo un puñado de éstas. En concreto, aquellas pertenecientes a las corrientes de pensamiento económico más conocidas surgidas a partir de la crisis de 2007-2009. La razón detrás de esta aproximación subyace en dos factores fundamentales. En primer lugar, al hecho de que la corriente analítica de la economía dominante no solamente no fue capaz de explicar con base en su fundamentos el porqué de la crisis de 2007, sino que sus recetas convencionales de política económica fueron fallidas para mitigar sus efectos así como para solucionarla. Una situación que guarda estrecho paralelismo con aquella de los años treinta respecto a la Gran Depresión.

El segundo elemento, ligado al anterior, es que estas teorías proponen nuevas aristas para observar el problema y, por tanto, nuevas aproximaciones para su solución, no solamente desde el campo analítico y teórico, sino en el campo de la política y, predominantemente, de la economía política. Este último punto resulta fundamental pues a diferencia de lo acontecido post-Gran

Depresión, poco se ha hecho en el terreno legislativo y de organización institucional de los mercados e industria financiera después de la Gran Recesión. Las teorías que más adelante se presentarán, en mayor o menor medida, buscan solventar este terrible descuido.

Como de cierta manera se sugirió en el párrafo anterior, la crisis financiera global de 2007 y la Gran Recesión que le siguió supusieron un fuerte golpe contra la teoría económica dominante (Palma, 2009; Stiglitz, 2009; Krugman, 2012), a decir, aquella del Nuevo Consenso en Macroeconomía (Arestis, 2007; Meyer, 2001), Nueva Síntesis Neoclásica (Goodfriend, 2004, 2007; Goodfriend & King, 1997), o, como más ampliamente se le conoce, los Nuevo Keynesianos (Arestis, 2009; Galí, 2015, 2018). Ya el simple hecho de que estos eventos ocurriesen, con la magnitud y duración que tuvieron, permitía poner en tela de juicio la validez explicativa de esta escuela, así como su capacidad para enfrentar exitosamente estos “choques”. Sin duda muchas son las críticas que se le pueden achacar a esta aproximación al estudio de la economía y los fenómenos asociados a ella, pero no es este el espacio adecuado ni el propósito de este trabajo hacerlo. Simplemente se mencionarán aquellas que, sin pormenorizar, permiten justificar el porqué del golpe al que nos referimos.

La primera crítica a mencionar es sobre la validez teórica de los postulados fundamentales de la Nueva Macroeconomía Neoclásica. Iniciada por Lucas (1972), Kydland y Prescott (1982) y Prescott (1986), fue la primera en modelizar la economía con expectativas racionales. Dicho modelo sería tomado por la otra escuela más influyente del momento, los Nuevo Keynesianos, volviéndose así la base —y el por qué se puede hablar— de un nuevo “consenso” o nueva “síntesis”. Para su modelación retomaron los principios neoclásicos de la dicotomía de la economía entre los departamentos real y monetario, y de la neutralidad del dinero en el largo plazo. Si bien añaden el supuesto de precios rígidos y otras “imperfecciones de mercado” en el marco de la metodología DSGE (equilibrio general dinámico estocástico, por sus siglas en inglés), aceptaron la microfundamentación estándar incorporada en la estructura del equilibrio general.³ Sin embargo, al hacer esto último, olvidaron —o más precisamente ignoraron— todo el debate alrededor de la validez de extraer estos postulados en un marco de equilibrio general neoclásico.

Si bien estas cuestiones ya estaban presentes desde los años treinta del siglo XX, no fue sino hasta las décadas de 1950, 1960 y principios de 1970 que estas críticas, en el marco de la Controversia del Capital de las dos Cambridge (Inglaterra y Estados Unidos) tomaron mayor fuerza

³ Al respecto Snowden y Vane (2005) citados en Shaikh (2022, p. 827) mencionan que esta escuela muestra una “adherencia ‘cuasi-religiosa’ a los microfundamentos [que] se ha convertido en algo enfermizo”.

y terminaron por desestimar la validez de los fundamentos teóricos del equilibrio general neoclásico.⁴ Sin embargo, ignorando las conclusiones del debate desfavorables a la teoría neoclásica, a la sazón ampliamente reconocido en la disciplina, la nueva ortodoxia retomó las bases de una teoría por demás endeble en sus fundamentos para sobre ella construir otra, y que probaría —como la predecesora en la Gran Depresión— su ineffectividad en la Gran Recesión.

La segunda crítica, estrechamente ligada con la anterior y que explica la poca capacidad para pronosticar y enfrentar exitosamente la crisis de 2007, radica en el hecho de que, como lo menciona Stiglitz (2017, p. 8, traducción propia) “[...] no únicamente falló el modelo en predecir la crisis; este efectivamente decía que esto no podía suceder. Bajo las hipótesis centrales (expectativas racionales, choques exógenos), una crisis de esa forma y magnitud simplemente no podía ocurrir”.

Cabe mencionar que la inexistencia teórica de las crisis era sostenida por la escuela neoclásica, puesto que el mecanismo de mercado de ajuste de precios lograba llevar a la economía hacia posiciones de equilibrio de pleno empleo. Esta postura fue precisamente la que criticó con fuerza J. M. Keynes en sus escritos posteriores a la Gran Depresión y que lo orillaron a replantearse la forma de entender y estudiar los fenómenos económicos, lo cual impulsaría su búsqueda por cambiar los fundamentos teóricos de la disciplina. Cambio que se haría visible a la postre con la revolución keynesiana que la publicación de la *Teoría general* de Keynes en 1936 comenzó⁵. Salvaguardando su fallo evidenciado a finales de los 1920, la teoría ortodoxa contemporánea da lugar a la posibilidad de “crisis” en el sentido de interrupciones o choques exógenos que afectan a la economía en su conjunto pero que, bajo el modelo, son “corregidos”, pasado cierto tiempo, por el mecanismo de ajuste realizado por la acción de los agentes con expectativas racionales⁶.

Por otro lado, el que esta crisis tuviera una clara etiqueta de “*made in the U.S.A.*”, como lo menciona Stiglitz (2009), cambió la visión predominante de que las crisis eran una posibilidad

⁴ La literatura sobre este rico y apasionado debate académico es extensa y, en su momento, altamente reconocida. Por ello sorprende el cambio radical que la ciencia económica tomó a mediados de los setenta respecto a las conclusiones de la Controversia. Respecto al tema, Lazzarini (s/f) además de reseñar las principales posturas del debate, ofrece también una hipótesis sobre el porqué del imprevisto cambio en la academia de vuelta a la aceptación de los postulados neoclásicos, ampliamente probados como no robustos e inválidos, incluso por los más asiduos defensores neoclásicos como Solow (1963) y Samuelson (1966). Ver también para una visión general de la postura crítica: Garegnani (1966, 1970, 2009) y Sraffa (1960); y para la ortodoxa: Samuelson (1962), Stiglitz (1974) y Hahn (1974, 1975). Ver también Capraro, Panico y Torres-González (2024, Capítulo 1).

⁵ Al respecto véase Panico (2024)

⁶ Cabe mencionar que la respuesta académica de la escuela nuevo keynesiana ha elaborado múltiples ampliaciones del modelo básico nuevo keynesiano para introducir muchas de las críticas y fallos de los que adolece, ampliando el entendimiento de distintas variables y sus dinámicas económicas. Empero, los postulados básicos se mantienen.

latente en economías con mercados que no funcionaban del todo correctamente por las distorsiones que enfrentaban, como la intervención estatal, y que generalmente se atribuían a países periféricos y no desarrollados. Esta afirmación se sustenta en el hecho de que hasta 2007 las mayores crisis se habían presentado en países de esas características como en México en 1994, en el Sudeste Asiático en 1997, la crisis rusa de 1998 o la argentina en 2001. Empero, episodios de crisis ya se habían observado también en economías desarrolladas. Claro ejemplo de esto fue la crisis del Sistema Monetario Europeo en 1992, y la crisis dotcom de principios de los 2000 en Estados Unidos.

Laeven y Valencia (2018) identifican que a partir de la década de 1970, periodo en que los episodios de crisis comenzaron a aumentar, estos tuvieron lugar predominantemente en países de bajos y medianos ingresos. Sin embargo, el que la crisis financier y bancaria iniciara en Estados Unidos, se propagara después a la Unión Europea como crisis de deuda soberana y de ahí se contagiara al resto del mundo como crisis económica cambió este paradigma.

Lo anterior, aunado a la acelerada recurrencia de crisis a partir de los años setenta, como ha sido documentado ampliamente en la literatura sobre el tema⁷, generó un reavivamiento en la literatura económica sobre las crisis. Al respecto, el debate iniciado en los setenta del siglo pasado se centró en las causas de las crisis ya sea por desbalances macroeconómicos o por efecto de fallas institucionales. De este debate surgieron tres generaciones de modelos (Claessens & Kose, 2013; Panico, 2022). La primera generación de modelos se centró en la explicación de las crisis por efecto de desbalances macroeconómicos causados por errores o abusos de las autoridades. Principalmente aplicada a las crisis cambiarias y de deuda de finales de los años setenta y principios de los ochenta del siglo pasado en Latinoamérica, estos modelos están basados en los artículos seminales de Salant y Henderson (1978), Krugman (1979), Salant (1983) y Flood y Garber (1984). Además, estos desarrollos sirvieron como la base para las políticas del FMI frente a la crisis de la deuda latinoamericana⁸.

La segunda generación de modelos (Obstfeld & Rogoff, 1986; Flood & Marion, 1997) resaltó la posibilidad de que las crisis fueran una “profecía autocumplida”, pues estos modelos ponían

⁷ Al respecto puede consultarse Demirgü-Kunt y Detragiache (1998), Honohan y Laeven (2005), Laeven y Valencia (2008, 2013), Reinhart y Rogoff (2011a, 2011b), Schularick y Taylor (2012) y Romer y Romer (2017).

⁸ No obstante, la experiencia latinoamericana de ajuste frente a la crisis, en su mayoría, conjugó tanto elementos ortodoxos —aquellos de la primera generación de modelos—, como heterodoxos. Ros (1993) ofrece un exhaustivo análisis, en el cual, entre otras cosas, resalta la diferencia de resultados entre aquellos países que siguieron una directriz ortodoxa —en general, más desfavorable en términos de recuperación económica— y aquellos que la acompañaron con políticas heterodoxas —más efectivas en general.

énfasis en la imposibilidad de las autoridades para hacer frente a ataques especulativos debido a fallas en la organización institucional. En estos modelos las políticas llevadas a cabo frente a posibles ataques especulativos podían ser el detonante de dichos ataques y devenir en una crisis. La segunda generación de modelos se desarrolló a partir de los ataques contra el sistema monetario europeo en 1992, la crisis mexicana de 1994 y las crisis asiáticas y rusa entre 1997 y 1998.

Por último, la tercera generación de modelos enfatizó el papel de las “noticias” sobre las percepciones de los agentes financieros respecto al grado de liquidez de los activos financieros, lo cual podía desencadenar ataques especulativos y corridas cambiarias y, por ende, terminar en una crisis (Kaminsky & Schmukler, 2002; Kaminsky, Reinhart y Végh, 2003; Kaminsky, Mati y Choueiri, 2009).

Sin embargo, los modelos antes mencionados pusieron especial énfasis en las problemáticas presentes en las economías emergentes, prestando poca atención a la posibilidad de que estos problemas también surgieran en las economías desarrolladas, no obstante la aplicación de los modelos de la segunda y tercera generación bien pueden ser usados para economías desarrolladas. Aún más, estos modelos pasaron por alto el papel que el sector financiero podía tener como causante directo de las crisis. No fue sino hasta el estallido de la crisis de 2007 que nuevas interpretaciones teóricas fueron desarrolladas poniendo especial énfasis en el papel crucial del sector financiero como el detonante de las mismas.

La literatura teórica sobre las causas de la crisis de 2007 es sumamente extensa y diversa. Sin embargo, en ella se pueden encontrar puntos de común acuerdo, elementos que independientemente del carácter propio de esta crisis son elementos compartidos con crisis pasadas. En un estudio general sobre las crisis financieras, Claessens y Kose (2013) describen cuatro factores comunes: i) incremento en el precio de los activos que resulta ser insostenible; ii) un auge en el crédito que termina por elevar excesivamente la carga de la deuda; iii) la acumulación de préstamos marginales y riesgo sistémico; y iv) el fracaso de la regulación y la supervisión para mantenerse al día con la innovación financiera y adelantarse a la crisis cuando estalla.

En cuanto a elementos propios de la crisis financiera de 2007, los anteriores autores identifican también cuatro factores a los cuales usualmente en la literatura se hace referencia como aspectos particulares a este episodio, estos son: i) el uso extendido de instrumentos financieros opacos y complejos; ii) la creciente interrelación, nacional e internacional, de los

mercados financieros con los Estados Unidos como centro; iii) el alto grado de apalancamiento de las instituciones financieras; y iv) el papel central del sector de los hogares. Las teorías que a continuación se mencionan tienen uno o varios aspectos de los antes enlistados como aspectos centrales.

En su mayoría, las interpretaciones sobre la crisis de 2007 y la subsecuente recesión que se presentan en este capítulo, y que servirán de marco de referencia para realizar el posterior análisis comparativo para ambas interpretaciones seleccionadas como las medulares de este trabajo, siguen una línea crítica, considerada como heterodoxa dentro de la teoría económica. Aun así, en la sección que le sigue a esta introducción también se presentará su contraparte interpretativa.

La organización del capítulo es la siguiente. En la sección 2 se exponen las principales interpretaciones de la crisis desde la teoría ortodoxa, en particular se exponen las tesis de: i) un mal seguimiento de la regla de Taylor, ii) una serie de errores humanos evitables, y iii) los desbalances globales y la savings glut. Finalmente, se presentan algunas interpretaciones heterodoxas. A decir, la teoría poskeynesiana de Minsky y la interpretación clásico-keynesiana.

I.2. Teorías ortodoxas

I.2.1 Taylor (2009): mal seguimiento de la regla de Taylor

Para Taylor (2009b) el origen de la crisis se halla en la persistente reducción de las tasas de interés por parte de la Fed desde inicios de los años 2000. El autor argumenta que estas reducciones que han caracterizado la política monetaria de la Fed desde finales de los años 90 y principios de los 2000⁹ se alejaron de la tasa de interés que marcaba su regla monetaria. Para el autor, la Fed disminuyó las tasas cuando éstas tenían que haber aumentado. De esta manera el autor concluye una relación directa entre la política monetaria excesivamente relajada de la Fed con el posterior boom en el sector inmobiliario y el consecuente aumento en los niveles de deuda hipotecaria, los mismos que cuando sobrevino el estallido de la burbuja se volvieron deudas impagables y sobrevino la crisis financiera.

A lo anterior, en Taylor (2009a), el economista agrega que el programa de rescate anunciado por el Tesoro estadounidense en septiembre de 2008 indujo al pánico masivo, un pánico autogenerado por esta política, argumentando que estas mandaron señales incorrectas al estar fundadas en un mal diagnóstico de la situación: para el autor las autoridades confundieron

⁹ Al respecto véase Capraro, Panico y Torres-González (2021).

un problema de percepción del riesgo con uno de liquidez, lo que distorsionó los mercados y evitó su correcto proceso de ajuste. Todo lo sucedido después, incluyendo la prolongación de la crisis económica, fueron sólo complicaciones derivadas de lo anterior.

Para Taylor (2009b) la salida y forma de evitar la crisis es volviendo a seguir a rajatabla su regla monetaria de tal suerte que se vuelva a utilizar “lo que funcionó bien durante la Gran Moderación” (p. 27). También propone basar cualquier intervención gubernamental futura en un diagnóstico claramente expresado del problema y una racionalidad de la intervención; y, crear un marco predecible de acceso excepcional para proveer asistencia financiera a la instituciones financieras existentes.

I.2.2 Blinder (2009): “una serie de errores humanos evitables”

Otros autores, como Blinder (2009), califican a la crisis económica como “una serie de errores humanos evitables”. Según el autor, estos errores fueron fundamentalmente seis. En primer lugar, el error de política monetaria de la Fed, i.e. la interpretación y crítica de Taylor sobre las tasas de interés. El segundo de ellos, los fallos en materia de regulación de los derivados extrabursátiles (o derivados OTC, *over-the-counter*), es decir, la parte más amplia de la industria financiera sin regulación. En tercer lugar, la decisión de la *Securities and Exchange Commission* en 2004 de permitir a las sociedades de valores incrementar demasiado su nivel de apalancamiento, pues este pasó de un promedio de 12 unidades de activos por una de capital, a 33 a 1). Otro de los errores fue la incapacidad de las autoridades de restringir el surgimiento de las hipotecas sub-prime.¹⁰ En quinto lugar, el error que desencadenó la crisis fue el dejar que Lehman-Brothers quebrara. Por último, una vez iniciada la crisis, el error que cometió el gobierno de los Estados Unidos fue el no hacer nada para limitar los embargos hipotecarios. Para el autor, corregir en el futuro los errores cometidos sería suficiente para “corregir el sistema para evitar que este funciona tan mal nuevamente” (Blinder, 2009).

¹⁰ Sin duda este punto es un claro ejemplo de las consecuencias del cambio en el enfoque de supervisión, de uno que recaía con mayor fortaleza en las atribuciones discrecionales de los supervisores, en la era Bretton Woods, a uno basado en reglas cuantitativas enfocadas en la administración del riesgo y que descansaba fuertemente en un principio o idea de autogestión por parte de las instituciones financieras. Claramente, esta aproximación resultó en un grave problema de gobernanza de la regulación. Ver Levine (2010).

I.2.3 Bernanke: desbalances globales

Quizá una de las interpretaciones con mayor consenso, o al menos con mayor difusión, desde la ortodoxia sea aquella que sitúa como causa de la crisis los desbalances globales. En especial, la tesis que propone Bernanke (2005, 2009, 2010b, 2011)¹¹ denominado como la *global savings glut*. De acuerdo con esta interpretación, la existencia de excesos de ahorros originados en las economías emergentes —especialmente los países productores de petróleo y Asia, predominantemente China— como resultado de las políticas de estabilidad enfocadas en la creación y mantenimiento de superávits en la cuenta corriente implementadas en los 80 y los 90 del siglo pasado. Este exceso de ahorro fue consecuente con la transformación de dichas economías de deudoras netas a prestamistas netas que, frente a la virtual carencia de activos seguros y líquidos en sus geografías y por un cambio en las preferencias en la constitución de sus portafolios hacia activos seguros y más líquidos, trasladaron sus recursos hacia el mercado financiero estadounidense. De acuerdo con Bernanke, en este proceso Europa también jugó un importante papel pues destinó recursos a la compra de un margen mucho más amplio de títulos financieros, pero a diferencia de las economías con superávits, esta inversión la financió con emisión de deuda, lo que acrecentó los desbalances globales.

El repunte en la demanda por activos financieros en EUA generó presiones al alza en el precio de los activos y a disminuciones en los rendimientos de los mismos (disminución de las tasas de interés, predominantemente en los bonos de tesoro de largo plazo). Frente a la creciente demanda de activos, las instituciones financieras comenzaron a suplirla con innovación financiera, involucrándose en la creación de activos que “enmascaraban” el riesgo mediante el empaquetamiento de los mismos y su posterior titulación y ofrecimiento como títulos seguros, especialmente aquellos relacionados con las hipotecas subprime. Así, el proceso se convirtió en una burbuja especulativa, depositaria de todas las problemáticas comunes a este tipo de fenómenos: aumento del riesgo sistémico, crecientes conflicto de intereses, relajación de los requisitos de calidad para el otorgamiento del crédito, fallas de supervisión, etc., que, como cualquier otra en la historia, terminó por estallar.

Empero, aunque de cierta manera ya lo había indicado en otros textos, Bernanke (2011) deja en claro en su postura que “la causa primaria de la quiebra fue la pobre actuación del sistema financiero y la regulación financiera en el país que recibe los flujos de capital, no en los mismos

¹¹ Obstfeld y Rogoff (2009) presentan la misma visión que Bernanke.

flujos”, lo que provoca un incremento en el riesgo sistémico. De ahí que en un trabajo previo (Bernanke, 2010b) proponga una serie de medidas para disminuirlo:

- i) Reducir las instituciones financieras “too big to fail” o “too interconnected to fail”.
- ii) Fortalecer la infraestructura financiera —sistemas, reglas y convenciones que gobiernan el comercio, pago, compensación y la liquidación en los mercados financieros— para mejorar su desempeño frente a situaciones de estrés.
- iii) Revisar la regulación y las reglas para asegurar que ésta no induzca una excesiva prociclicidad.
- iv) Aumentar la regulación macroprudencial.

En la misma línea de Bernanke, para Greenspan (2010) la crisis fue resultante por la contraparte de la *savings glut*, el *investment strike* (i.e. la renuencia a invertir por parte de estas economías) que llevaron a la necesidad de que las tasas de interés reales de largo plazo tuvieran que bajar (Greenspan, 2010, p. 203), lo que contribuyó a la formación de la burbuja especulativa y el consecuente crash de 2007.

En la misma línea que la anterior, Paulsen¹², Secretario del Tesoro de EE. UU. entre 2006 y 2009, menciona que la crisis fue en parte resultado de una falla colectiva para llegar a un acuerdo sobre la manera que el auge de los mercados emergentes estaba reformando el sistema financiero global, aduciendo a las diferentes propensiones a invertir y ahorrar de las naciones cuya consecuencia era un desproporcionado balance de déficits y superávits entre las mismas. Que en el caso de Estados Unidos se vio reflejado en un aumento en el flujo de capital que presionó a la baja los rendimientos y los diferenciales de riesgo en diversos mercados. En suma, el problema sustantivo de la crisis financiera de 2007 no se hallaba directamente en la industria financiera, sino que fue causa de factores externos.

Por su parte, Romer (2009) también pertenece a esta tradición ortodoxa. Sin embargo, en su interpretación resalta como componente central el que la crisis se tratara de simplemente un pánico financiero. Sobre las causas más profundas no entra en mucho detalle —al menos en el trabajo citado. No obstante, sí es enfática en el reconocimiento de que una de las áreas donde más hubo errores y que jugaron un papel central en la creación de la burbuja y su estallido fueron los fallos en la regulación y supervisión de los mercados y las instituciones financieras. Sin embargo, cuando entra en detalle, su argumentación resulta por demás engañosa, puesto que la estructura de regulación que critica y a la que tacha de obsoleta pues “no ha seguido la evolución

¹² Ver Guha (2009)

de los mercados financieros” (Romer, 2009, p. 13 traducción propia), es aquella resultante directa de la Gran Depresión. Al hacer un brevísimo recuento de ésta, únicamente se centra en las leyes promulgadas entre las décadas de los treinta y los cuarenta —por cierto, soslayando la característica representativa del periodo: la separación de la industria financiera— y olvida hacer mención alguna de todas las disposiciones legales en materia de regulación llevadas a cabo a partir de la década de los setenta y que, finalmente en 1999 con la ley Gramm-Leach-Bliley, dieron por terminado el sistema de banca especializada que se erigió post-Gran Depresión y que tanto éxito tuvo coadyuvando a la disminución de la aparición de grandes episodios de crisis.

1.2.4 Ohanian: la culpa es del mercado laboral

Desde una línea más neoclásica, de los modelos de RBC, Ohanian (2010) trata al estallido de la burbuja y el estrés financiero como lo dicta el “libro de texto”, como un proceso, un choque, estocástico. Según esta interpretación, el estallido de la burbuja lo que hizo fue agravar una recesión ya presente, pero no por los canales comunes, como vía la restricción crediticia asociada con un spread de tasas de interés creciente, sino por las distorsiones presentes en el mercado laboral agregado estadounidense. En particular, éstas fueron provocados por el gobierno con anuncios incorrectos sobre el estado de la economía, a través de los diferentes programas públicos implementados, que impidieron a los hogares inferir el estado actual correcto ocasionando que el mercado laboral en su conjunto decidiera reducir las horas trabajadas (oferta laboral).

Según su interpretación, la profundidad y extensión de la recesión se debió a que en el mercado laboral la tasa marginal de sustitución trabajo-ocio fuera muy baja en relación con la productividad marginal del trabajo. Por lo tanto, el empleo total estaba por debajo del nivel que debería tener según lo que indicaría el modelo sin estas distorsiones. En otras palabras, la recesión, la crisis, no se debió fundamentalmente a otros factores financieros o monetarios, ni a cuestiones relacionadas con la organización institucional y política de la industria financiera, o a otros factores reales, sino simplemente porque la gente prefirió no trabajar. Es decir, el desempleo observado no era tal, sino era ocio optado por el trabajador.¹³

¹³ Stiglitz (2014, p. 5, traducción propia) dice lo siguiente: “Cuando confrontados [la teoría de los RBC] con la observación que normalmente, cuando los individuos están experimentando un periodo de ocio extenso, se sienten felices, y aun así había amplios indicadores de que en una recesión, ese no era el caso, ellos respondieron: ese es un tema para los psicólogos, no para economistas”.

I.3 Teorías heterodoxas

I.3.1 El momento Minsky

Entre las perspectivas heterodoxas que tomaron fuerza a partir de 2007 por sus aportes en la interpretación de la crisis que devino en los años siguientes, quizá la teoría de Hyman Minsky sea la que cobró mayor relevancia en la literatura. No en balde, diversos autores han catalogado los orígenes de esta crisis como el “Momento Minsky” (Krugman, 2012; Yellen, 2009) .

La teoría de Minsky se remonta a sus trabajos y modelos sobre la crisis financiera y la hipótesis de inestabilidad financiera (1975, 1977, 1986, 1992). En ellos propone que las crisis financieras, y las recesiones o depresiones que pueden seguirle, no son resultado de algún choque externo que impacta sobre las variables de la economía y la mueve de su equilibrio —como lo postulaba la teoría ortodoxa—, sino por un proceso cíclico endógeno a las economías capitalistas¹⁴. Su crítica central a la teoría dominante del momento, la Síntesis Neoclásica, —que resuena a la perfección con la crítica a la Nueva Síntesis Neoclásica— es que esta ignora la naturaleza capitalista de la economía, que para Minsky radicaba en el hecho de que banqueros y empresarios hacen negocios en el mercado financiero, mercado que no tiene tratamiento alguno en el modelo y, por tanto, la teoría resulta estéril para explicar las crisis financieras.

Su teoría, en cambio, sitúa el origen de las crisis financieras de manera endógena al desarrollo mismo del capitalismo financiarizado —su conocida hipótesis de inestabilidad financiera. Según ésta, el origen de la fragilidad financiera subyace en los cambios que ocurren en las estructuras de deuda¹⁵ que las distintas empresas utilizan para financiar sus decisiones de inversión más allá de los límites impuestos por su estructura interna de flujos de efectivo (fondos internos), es decir, en la capacidad de obtener fondos externos en el sistema financiero. La posibilidad de realización de las decisiones de inversión de las empresas recae así en la composición de su hoja de balance, que debe ser tal que las sitúe en una posición favorable para

¹⁴ Los análisis de Minsky están estrechamente relacionados con los análisis de la Ortodoxia Monetaria Británica de los siglos XVIII y XIX, desarrollados a partir de las crisis sistémicas inducidas por los bancos habida cuenta de una expansión repentina de los préstamos fallidos (non-performing loans); y con aquéllos de Marx centrados en la demanda por crédito de las empresas, los problemas de flujos de capital de las mismas y la forma en que los bancos suplían dicha demanda (ver Capraro et al., 2024, Capítulo 1).

¹⁵ Minsky (1992) define tres estructuras. La primera, hedge financing o financiamiento de cobertura, como aquel en el que las empresas pueden solventar todas sus obligaciones contractuales de pago con los flujos de capital que tienen; la segunda, el speculative finance o financiamiento especulativo, es aquella en la que las empresas pueden hacer frente a sus compromisos de pago con su ingreso, pero no pueden pagar el principal por lo cual necesitan refinanciar su pasivo mediante la emisión de nueva deuda para hacer frente a las deudas de próximo vencimiento o vencida; por último, en el esquema Ponzi, las empresas no pueden pagar ni intereses ni principal con su flujo de ingresos, por lo que continuamente recurren a la deuda o a la venta de activos para pagar intereses, aun cuando esto aumente su pasivo y sus obligaciones de pago futuras.

aumentar el grado de apalancamiento de su inversión. De esta manera, las instituciones financieras juegan un papel central en la continuidad del ciclo económico al ser los facilitadores de la liquidez que demandan las empresas. A su vez, la mayor inversión con fondos externos implica un mayor grado de endeudamiento y por ende un mayor riesgo, por lo que en última instancia, la supervivencia de una empresa dependerá de su grado de liquidez para hacer frente a sus pasivos con el ingreso efectivo de sus activos. Los problemas surgen cuando las ganancias o inlfujos totales de efectivo de las empresas no son suficientes para pagar el servicio de la deuda de las mismas y para sostener el valor de los activos de capital (Minsky, 1986, p. 190), esto es, cuando las empresas pasan de una estructura cubierta a una estructura especulativa o de una especulativa a una Ponzi, aumentando el riesgo sistémico y eventualmente desencadenando una crisis financiera.

El mecanismo hacia una crisis financiera según Minsky, *grosso modo*, es el siguiente. Partiendo de una economía relativamente estable, de equilibrio, o de un “periodo de tranquilidad” como lo pondría Robinson (1971), el cual puede ser cercano o en el punto de pleno empleo (pero con un cierto crecimiento) la percepción del riesgo es decreciente dada la situación de crecimiento de la economía, así las expectativas optimistas de los agentes económicos aumentan y con ella la decisión de invertir para maximizar las ganancias. En este punto, impedidas por sus recursos propios las empresas demandan una mayor financiación externa, la cual es provista oportunamente con “la invención o reinversión de nuevas formas de dinero, sustitutos de dinero en los portafolios, y técnicas de financiamiento para distintos tipos de actividad” (Minsky, 1986, p. 199), i.e. innovación financiera. Esta innovación financiera y el optimismo que impera permite que se desarrolle demanda adicional por bienes de inversión y activos financieros, lo que hace aumentar el precio de los activos que aumenta el financiamiento disponible para inversión: “la innovación financiera por lo tanto tiende a inducir ganancias de capital, incrementa la inversión y aumenta las ganancias” (Minsky, 1986, p. 199). Así el boom comienza y el creciente apetito por mayor riesgo y más instrumentos financieros nuevos hace del sistema uno con fragilidad creciente, pues permite que la mayor demanda se financie con una deuda creciente y con crecientes precios de los activos financieros, aumentando el riesgo tanto de prestatarios como de prestamistas. El proceso se transforma en una “economía eufórica” con creciente financiamiento de corto plazo para posiciones de largo plazo (Minsky, 1986, p. 237). Con un creciente nivel de apalancamiento, algunos agentes se verán en la necesidad de refinanciar su deuda de corto plazo (es decir pagando deuda con la contratación de mayor deuda). Esta situación acrecienta la

percepción del riesgo, lo que inducirá a los bancos a contraer la oferta de crédito, aumentará la tasa de interés de mercado y generará una reconfiguración de las estructuras de deuda: aquellas de cobertura puede que pasen a una situación de estructura especulativa, aquellas especulativa a una Ponzi, y las Ponzi a una bancarrota.¹⁶ Es así que en el marco analítico de Minsky, la estabilidad del sistema es la que en primera instancia genera la inestabilidad futura y aumenta la fragilidad del sistema económico, que puede presentar disrupción por algún evento inusual (Minsky, 1977).

Sin algún evento o factor que la desencadene, la fase de estrés financiero comienza con la reevaluación de las perspectivas optimistas dado el mayor riesgo apercibido. Esta situación provoca que cada vez un mayor número de agentes busquen cambiar sus portafolios hacia activos más líquidos y seguros, por lo que sus decisiones de gasto se ven interrumpidas. El exceso de demanda por activos líquidos y de bajo riesgo termina por pinchar la burbuja especulativa, y una pérdida masiva de capital acontece. En esta fase contractiva, las expectativas pesimistas dominan. La deflación en los precios de los activos de los mercados financieros generan bancarrotas y/o fuertes restricciones de liquidez, ambas cuestiones influyendo negativamente en las decisiones de gasto. Por lo tanto, el consumo privado, como la inversión se ven frenados, caen y colapsan, lo que impulsa el proceso deflacionario. De esta manera, y en ausencia del actuar de las autoridades o cuando su acción no es lo suficientemente grande (a esto volveremos más adelante), la crisis financiera se contagia a la economía y a la producción, llevándola hacia una crisis sistémica y a un proceso de deuda-deflación a la Fisher¹⁷, en el que las necesidades de desapalancamiento de las unidades económicas generan que el PIB se hunda cada vez más y la deuda crezca con relación a éste. Una vez la tranquilidad vuelve a reinar en el entorno económico, y la mayoría de los deudores pudieron hacer frente a sus obligaciones, entonces la economía puede entrar de nueva cuenta en una fase de expansión. En cierta manera esta nueva fase de expansión se ve impulsada por lo que Galbraith (2011, p. 37) denominó como una “extrema fragilidad de la memoria en asuntos financieros”, que abona a que el ciclo financiero se repita.

Este esquema nos permite relacionar de manera directa el sector financiero con el sector real, resaltando algunas importantes influencias que tienen las variables monetarias en las variables reales. Como menciona Leijonhufvud (2009), en la teoría de Minsky, las finanzas son la

¹⁶ Esta situación puede verse también desencadenada por un aumento en la tasa de interés de política monetaria frente a las preocupaciones por parte de las autoridades de creciente inflación en una economía sobrecalentada. Minsky (1986) es claro al mencionar que el cambio entre las estructuras especulativas a Ponzi está estrechamente ligado con las condiciones económicas y monetarias.

¹⁷ Véase Fisher (1933).

causa de la inestabilidad del capitalismo, y así como en Keynes, las finanzas pueden amplificar las fluctuaciones en la economía real, aunque no está limitada su influencia a las fluctuaciones. Además, es clara la similitud de lo acontecido en 2007, antes y después, con el esquema básico de las crisis de Hyman Minsky.

Un aspecto central a resaltar en los análisis de Minsky, presente también en otras teorías heterodoxas —predominantemente aquellas pertenecientes a la tradición marxista—, es que la aparición de las crisis en la economía capitalista es una cuestión que surge de sus mismas dinámicas. Además, agrega Minsky, la tendencia hacia la inestabilidad del sistema capitalista, entendido este como una economía con instituciones financieras sofisticadas es una cuestión ineluctable; el autor es enfático en este punto (1986, pp. 44–45, 51, 58, 73, 87, 134, 191–196, 327, 363). Sin embargo, es importante recalcar que la consecución de la ruptura del boom hacia una situación de crisis financiera, deflación de la deuda y profunda depresión, depende en gran medida de las autoridades y su pronto actuar para evitarla.

Específicamente, Minsky (1986) hace referencia a dos actores centrales para evitar el colapso financiero. Por un lado, está el papel de la política fiscal del *Big Government*, cuyo creciente déficit estabiliza no sólo el empleo y el ingreso, sino los flujos de efectivo de las firmas (ganancias), y como resultado el valor de los activos. Por otro lado, hace mención del papel que juega la banca central quien a través de su atribución como prestamista de última instancia del sistema inyecta liquidez al mercado evitando que un problema de liquidez pueda llegar a volverse uno de solvencia.

En cuanto a las soluciones propuestas derivadas de esta interpretación, dada la inherente inestabilidad de la crisis, el autor propone una reforma de la política económica que se centre en el control de los factores que abonan al crecimiento de la fragilidad. En la parte fiscal, las políticas deben estar centradas en el empleo y en un gobierno grande, sin ser sus déficits monumentales, que continúe sustentando con los estabilizadores fiscales las ganancias empresariales y el ingreso disponible de los hogares para mantener la capacidad de consumo e inversión en la economía.

Referente a la política monetaria menciona que el papel de prestamista de última instancia es fundamental, pero que este en vez de efectuarse con OMAs (operaciones de mercado abierto), como es más común, debe volver a predominar el uso de la ventanilla de descuento, extendida no

sólo para los bancos sino también para las demás instituciones financieras¹⁸ y contemplar, entre el colateral a aceptar, otros instrumentos financieros a parte de las letras gubernamentales, entre los cuales debieran tener especial tratamiento la deuda a corto plazo de las empresas (Minsky, 1986, p. 354), asegurando la continua creación de mercados en sectores que considere clave (Minsky, 1986, p. 359). De esta manera, argumenta el autor, la banca central tendría un rol directo en la administración. Además, añade que el papel de prestamista de última instancia por parte del banco central no es suficiente para evitar la aparición de crisis, de acuerdo con Minsky (1982, pp. 198–199) “si las interacciones de prestamista de última instancia no son acompañadas por regulaciones y reformas que restrinjan las prácticas de los mercados financieros, entonces las intervenciones ponen el escenario para el financiamiento de una expansión inflacionaria, una vez que los ‘espíritus animales’ de las personas de negocios y banqueros se han recobrado del choque transitorio de la crisis”. Entre estas regulaciones contempla el aumento de la competencia bancaria mediante políticas que estimulen un número creciente de pequeños bancos, no obstante éstos deben ser universales, bajo el argumento de que así pueden ofrecer más servicios a sus clientes. Además para mantener el riesgo controlado propone el fortalecimiento de la regulación macroprudencial con el establecimiento de límites para el endeudamiento, por ejemplo en la ratio activos/capital (muy similares a la propuesta de regulación Basilea I, II y III) (Minsky, 1986, p. 350 y ss.).

Esta interpretación aunque bien describe lo sucedido en la crisis financiera de 2007, adolece, entre otras cosas¹⁹, de un aspecto fundamental: una discusión más profunda sobre el papel de la legislación en la formación de los mercados. En el esquema cíclico de inestabilidad y crisis que presenta se deja de lado la discusión sobre las causas que en primera instancia generan la aparición de los factores “inherentes” del capitalismo cuyo desenvolvimiento termina en la aparición de las crisis. En particular, se olvida del papel de la legislación en la constitución de los mercados y en el establecimiento de los parámetros —las reglas del juego— en el que los agentes pueden desenvolverse.

Su postura teórica es clara: la inestabilidad financiera es una normalidad en una economía capitalista; incluso cuando pueda ser atenuada por la acción de las autoridades, la inestabilidad

¹⁸ En el tiempo que Minsky desarrolló su trabajo aún se mantenía vigente la separación de la banca comercial de la banca de inversión y de las aseguradoras, aunque el autor menciona que esta separación, ya era prácticamente algo artificial (Minsky, 1986, pp. 251–252).

¹⁹ En el capítulo III del presente trabajo se ofrece una crítica más profunda sobre estas deficiencias, puesto que esta interpretación está estrechamente ligada con la propuesta por Perry Mehrling que se expone y evalúa en el mencionado acápite.

siempre emergerá (Minsky, 1986, p. 370). Por consiguiente, la aparición de una crisis financiera es un riesgo latente. La explosión en la innovación financiera en activos con mayor rendimiento pero mayor riesgo, el aumento de la especulación como forma de financiamiento, la creciente dependencia del funcionamiento de la economía en su conjunto en las fluctuaciones de los precios en el mercado de capitales, la concentración de la industria bancaria, y otros tantos factores tomados en cuenta para argumentar la hipótesis de inestabilidad financiera, son cuestiones que la legislación y los arreglos institucionales han permitido. Aunque reconoce su importancia en la evolución y comportamiento de las variables económicas, no aquilata la significación de la legislación, particularmente de la regulación y supervisión, en la determinación de las mismas. Lo anterior se ejemplifica en el hecho de que, no obstante reconociendo la existencia de un periodo entre 1946 y 1966 de finanzas robustas, posturas fiscales responsables, de un gobierno grande, pero no extralimitado, de crecimiento económico, estabilidad financiera, bajo desempleo, distribución de los beneficios, y sin fuertes recesiones o depresiones —todas ellas características citadas por el autor—, esta “era tranquila” la califica como una “anomalía” (Minsky, 1986, pp. 327–328). La integración de los aspectos institucionales y legislativos en el análisis del ciclo económico aquí presentado ayudarían a esclarecer el entendimiento del mismo y permitirían robustecer las propuestas para estabilizar una inestable economía.

I.3.2 Teoría clásico-keynesiana

Dentro de lo que se denomina teoría heterodoxa, podemos encontrar otra línea de pensamiento sobre la teoría de las crisis. A decir, esta es la teoría clásico-keynesiana que a partir del nutrido trabajo que Keynes y Sraffa desarrollaron en conjunto permitió sentar las bases para el desarrollo de una teoría alternativa a la teoría neoclásica²⁰.

La alternativa propuesta por la teoría clásico-keynesiana comienza su desarrollo con la introducción al análisis teórico de dos elementos que, a partir de la primera posguerra, habían cobrado una importante relevancia en el debate sobre el dinero y su papel en la teoría económica: la especulación y el grado de liquidez.

Las *lectures* de Sraffa dictadas en Cambridge sobre la Banca Continental muestran un extenso estudio y entendimiento sobre los determinantes del grado de liquidez y las condiciones bajo las cuales este último puede conducir a la formación de una burbuja especulativa, así como a una crisis. En éstas, Sraffa “argumenta que el grado de liquidez de los activos depende de la

²⁰ En Panico (2024) se hace un extenso recorrido histórico sobre estos trabajos en conjunto.

percepción psicológica que los inversionistas tienen sobre la estabilidad de sus precios” (Capraro et al., 2024, p. 216, traducción propia), subrayando que el grado de liquidez de un activo, más que en su vencimiento, depende en mayor medida en la “dificultad de vender el activo al precio corriente” (Capraro et al., 2024, p. 216, traducción propia). Por esto último, afirma que tanto la existencia de un amplio mercado, así como de un gran comprador (a precios determinados) puede mejorar el grado de liquidez de un activo. En este sentido, “el poder que la legislación atribuye a las autoridades en la estabilización de los mercados financieros y en la financiación de las instituciones de crédito [...] es el elemento más importante al decidir el grado de liquidez de los activos y en la solvencia del sistema bancario” (Capraro et al., 2024, p. 216, traducción propia).

Es así que, en la determinación del grado de liquidez, y por ende en relación con la estabilidad del sistema y las crisis, tanto para Sraffa como para la perspectiva clásico-keynesiana, en última instancia el papel primordial lo ocupa la organización institucional de los mercados financieros, i.e. la legislación monetaria y financiera y el enfoque de regulación que esta tome.

Un elemento adicional de la postura que Keynes y Sraffa desarrollaron después de la crisis de 1929 fue la teoría monetaria de la producción y de la tasa de interés. En esta teoría, Keynes se aleja de los postulados neoclásicos sobre la neutralidad del dinero a largo plazo, la presencia de una tasa natural de interés que funge como *maxim* en política monetaria y la separación de la economía en los departamentos real y monetario, que había aceptado en su *Treatise on Money*. No obstante, en éste último había ya adelantado su postura sobre el grado de liquidez de los activos financieros dependen de la organización institucional de los mercados y de las intervenciones de las autoridades monetarias.

La teoría monetaria de la producción, dada a conocer por Keynes en 1936 con su afamada *General Theory*, introduce un marco conceptual en el que el dinero no es neutral al largo plazo, sino que este puede influir en la determinación del producto, y por tanto, no hay tal separación entre el departamento real y el financiero, pues bajo el esquema desarrollado el dinero tiene estrecha relación con la teoría del valor, la distribución y la producción.²¹ En este sentido, las cuestiones que afectan al sistema monetario, eventos, legislación y política monetaria juegan un papel mayor en la determinación de los niveles de producto y de las variables distributivas. Entre estas variables distributivas, el interés cobra especial relevancia como vínculo entre los otrora separados departamentos real y financiero.

²¹ Al respecto véase Betancourt et al. (2022).

Por su parte, la teoría monetaria del interés, como argumenta Panico (2024), se basa en i) la determinación de la tasa de interés como resultado de un fenómeno institucional e histórico-convencional, más que psicológico, y de ninguna forma, como en la teoría neoclásica, como resultado de una tasa natural, lo cual consideraba Keynes era un concepto abstracto e inobservable que distorsionaba el entendimiento del sistema económico; ii) en que las percepciones individuales del valor futuro de los activos dependen en última instancia de la opinión común sobre el nivel seguro de la tasa de interés; y iii) que la organización de los mercados y la política monetaria son los principales determinantes de este nivel seguro. Bajo este esquema, las decisiones de las autoridades sobre las tasas de interés que deben estabilizarse a los niveles que se consideren apropiados y convenientes tienen un efecto sobre la tasa de ganancia y demás variables distributivas como el salario, etc. Luego entonces, la política y la legislación monetarias juegan un papel determinante y fundamental en los niveles de producción y de las variables distributivas.

Dado el anterior esquema, la aproximación clásico-keynesiana a la teoría de las crisis centra su análisis en la organización institucional de los mercados financieros. En este respecto, la legislación (regulación, supervisión y política) monetaria juega un papel clave al determinar la organización institucional de los mercados financieros, organización de la que depende el grado de liquidez, y que como vimos es un aspecto clave en la formación de burbujas y en las crisis. El grado de liquidez aumenta en tanto la legislación fortalezca la habilidad de las autoridades de estabilizar los precios. Es así que el banco central tiene un papel crucial al supervisar y regular los mercados financieros para evitar que problemas de liquidez se vuelvan problemas de solvencia y estos devengan en situaciones de crisis. Lo anterior se ve fortalecido por el papel de prestamista de última instancia proveyendo de medios de pago en las situaciones de emergencia. A esta atribución se le habría de añadir, en el caso de que la industria financiera siga un esquema de banca mixta la responsabilidad de prestamista de primera instancia, que sistemáticamente provea de medios de pago a las instituciones financieras (Panico, 2024; Sraffa, 1929).

Esta teoría considera también que las intervenciones gubernamentales son parte de los conflictos presentes entre diferentes grupos económicos y sociales. De esta forma, las fallas en la regulación financiera pueden favorecer a la formación de grandes conglomerados con la capacidad de influir en el ejercicio del poder de las autoridades, al permitirles modificar la legislación y la aplicación de políticas para que estas que vayan en línea con sus intereses, no obstante representen un aumento en el riesgo sistémico y la probabilidad de la aparición de crisis,

además del incremento en los conflictos sociales y la desigualdad en el ingreso asociados (Panico, 2024)

Es precisamente a partir del anterior argumento que la teoría clásico-keynesiana interpreta el origen de la crisis de 2008 como resultado de los cambios en la regulación financiera que iniciaron en los años 70 y 80 del siglo pasado y que se consolidaron al final del siglo XX. Estos cambios se enfocaron en una sostenida desregulación y liberalización de los mercados financieros, lo que disminuyó la capacidad de supervisión y regulación de las instituciones financieras por parte de las autoridades, que cambiaron el esquema de supervisión y regulación de uno discrecional a uno basado en reglas, como lo muestran diversos autores con posturas teóricas diferentes como White (2009) o Wilmarth (2020). Ésto contribuyó a la formación de grandes conglomerados financieros, lo que transformó al sistema bancario de uno especializado hacia un sistema de banca universal, en la que las instituciones financieras participan en una amplia gama de negocios que incluyen la banca tradicional, la actividad en los mercados de capitales y los seguros. De esta forma, aumentó la influencia y poder de estas instituciones, lo que favoreció aún más el proceso de desregulación y escasa supervisión, aumentó el riesgo sistémico y, a través de muchas otras consecuencias derivadas de este proceso como la deuda creciente, la innovación financiera en activos cada vez más riesgosos o la alta y creciente desigualdad en la distribución del ingreso, condujeron indefectiblemente a la crisis de 2008.

En este sentido, la solución propuesta desde esta teoría para evitar las crisis, toca y pasa de manera fundamental en la regulación de los mercados financieros. Esencialmente, esta regulación debiera estar enfocada en dotar de mayor discrecionalidad en las atribuciones de las autoridades monetarias con el fin de restringir el tamaño y facultades de la industria financiera y de fortalecer el poder de las autoridades sobre los administradores de las instituciones financieras.

Capítulo II. Perry Mehrling: la Fed como dealer de última instancia

El capitalismo es esencialmente un sistema financiero, y los peculiares atributos de comportamiento de una economía capitalista se centran alrededor del impacto de las finanzas en el comportamiento del sistema.
Hyman Minsky

II.1 Introducción

Del reconocimiento de dos aspectos centrales: la preponderancia de las dinámicas financieras en el capitalismo actual, y la actuación pragmática, hasta cierto punto, alejada de los cánones académicos de la banca central, Perry Mehrling (2011) construye su visión para dar explicación a la crisis financiera global. Esta visión, acuñada por el autor como la money view, tiene como pilares, por un lado, el análisis financiero moderno, resaltando la importancia del mercado monetario (de ahí el nombre *money*) y, por otro lado, lo que él llama la tradición británica de la banca central, que la relaciona con una tradición intelectual en la cual la banca central seguía la evolución real de los mercados financieros e integraba sus especificidades al análisis y, por ende a la aplicación, de la política monetaria.

Una parte fundamental para entender la interpretación que Mehrling le da a los orígenes de la Gran Recesión, y por ende, a su propuesta de política y de reforma al sistema financiero en su conjunto, toca y pasa por su comprensión y visión sobre la evolución histórica de los mercados financieros, en particular en Estados Unidos. Para él, el desarrollo del capitalismo estadounidense desde inicios del siglo XX se ha caracterizado por presentar una estrecha relación entre los mercados de capitales con la economía real, siendo los primeros la principal fuente de financiamiento de la segunda.

Con base en lo anterior, postula que la complejización e interrelación entre los mercados financieros de las últimas décadas ha devenido, en el contexto de globalización financiera, en una transformación del financiamiento en la economía (la forma en que circula el dinero del mercado monetario), de uno basado en el crédito bancario hacia uno basado en la creación de mercados en el mercado de capitales. En este sentido, la organización institucional actual de los mercados financieros, y la continua creación de mercados permiten mantener funcionando al sistema.

Desde esta perspectiva, el autor construye una visión de la economía capitalista en el contexto de globalización financiera fundamentalmente como un sistema de pagos en el cual las instituciones financieras están regidas por el *survival constraint*, es decir su capacidad de compensar las salidas y entradas de efectivo. En esta visión de la economía resalta la preponderancia de los dealers como el vínculo entre los mercados monetarios y de capitales como los agentes principales que mantienen funcionando el sistema, pues permiten crear mercado (estabilizando el precio de los activos y asegurando su circulación en el sistema) para las distintos activos negociados por las instituciones financieras.

En este sentido, la intermediación de los dealers (compra-venta de instrumentos financieros) resulta fundamental, pues es la que permite a las instituciones financieras realizar los movimientos deseados en sus hojas de balance de tal forma que les permita hacer frente a su *survival constraint*. Al mismo tiempo, la actividad de los dealers asegura que la liquidez de financiación, i.e. la facilidad que tiene una institución financiera de hallar financiamiento en el mercado de dinero (Brunnermeier & Pedersen, 2009) se traslade a la liquidez de mercado, i.e la facilidad con la que un activo financiero es comercializado en el mercado de capitales (Brunnermeier & Pedersen, 2009). Por lo tanto, los problemas surgen cuando esta dinámica se suspende y el vínculo entre el mercado monetario y el mercado de capitales se rompe.

Bajo este esquema, y sobre la afirmación de que todos los agentes son, *mutatis mutandis*, una institución financiera, propone observar los procesos que dieron lugar a la crisis financiera de 2007 y la posterior recesión como resultado de la interrupción de la creación de mercados para los distintos instrumentos financieros en circulación. Aterrizado al contexto de la crisis, la ausencia de un mercado para los distintos activos respaldados por hipotecas propició el colapso de todo el sistema. No fue sino hasta que la Fed actuó directamente en estos mercados, absorbiendo los activos en su hoja de balance y por ende creando nuevamente un mercado para ellos —es decir, cuando se volvió el dealer de última instancia— que se detuvo la crisis.

El análisis que plantea Perry Mehrling, el cual será expuesto en este capítulo, resulta particularmente esclarecedor pues nos permite observar el proceso de crisis financieras y económicas desde una perspectiva que toma en cuenta las especificidades del capitalismo financiarizado. Consecuente con esta visión propone que la banca central ocupe un nuevo papel como el dealer de última instancia para este ‘nuevo’ sistema. Sin embargo, como veremos en el análisis que se ofrece a continuación, si bien esta propuesta en términos operacionales podría ser una medida viable y funcional para evitar las crisis financieras —al menos aquellas que sigan las

características de la de 2007—, observada desde una perspectiva más amplia y pormenorizando el análisis de sus implicaciones, nos lleva a cuestionarnos su deseabilidad, pues la ventaja que propone no compensa las desventajas que representa en otras áreas fundamentales de la economía, la sociedad y la política actuales.

Este capítulo está organizado de la siguiente manera. La sección 2 hace un recuento de los antecedentes históricos de esta visión, así como sus bases teóricas. La sección 3 expone la aplicación de la money view para interpretar los eventos financieros de 2007, la crisis y la posterior adopción de la Fed del papel de dealer de última instancia. Finalmente, la sección 4 ofrece las conclusiones preliminares.

II.2 Antecedentes históricos y teóricos de la Money View

II.2.1 Orígenes del sistema descrito por la money view

En 1913, con el Acta de la Reserva Federal promulgada por el Congreso de los Estados Unidos se estableció el sistema de la Reserva Federal. No obstante, este sistema no comenzó como un banco central *per se* entendido en los términos modernos. Más bien se estableció como un sistema de bancos nacionales (ya en existencia) que estarían asociados al sistema de la Reserva Federal²² (el *National Banking System*²³). Este esquema de organización se mantuvo en los primeros años de la Fed.

Bajo este sistema, los bancos privados emitían las banco notas²⁴, que era moneda corriente, emitida contra un colateral en forma de un bono especial del gobierno que pagaba un 2% de interés. Este mecanismo suponía en el largo plazo una oferta fija, es decir inelástica, de moneda corriente. Es por lo anterior que este sistema se entiende como fundamentado en el principio de la divisa (*currency principle*), con el cual se suponía esta banco nota análoga a la moneda fiduciaria del gobierno y que mantendría su valor en tanto se mantuviera escasa.

²² Bajo este esquema los bancos nacionales, emisores de moneda, tenían que pertenecer al sistema de la Reserva Federal; por su parte, los bancos estatales, si podían cumplir con los requerimientos establecidos de reservas, tenían la opción de pertenecer o no a la Fed. De esta forma, el sistema bancario en EUA se dividió en tres tipos de bancos: nacionales, estatales miembros y estatales no miembros de la Fed.

²³ Este sistema fue consecuencia de la promulgación de la National Currency Act de 1863 y la National Banking Act de 1864 y surgió con el fin de apoyar los bonos gubernamentales emitidos durante la Guerra de Secesión. Para un análisis completo de este sistema véase Friedman & Schwartz (1963, Capítulo 2). Los primeros años posteriores a la creación de la Fed se distinguieron por continuar con algunas características de este sistema. Paulatinamente, este se fue transformando hacia el sistema de la Reserva Federal.

²⁴ Al principio, ambos bancos nacionales y estatales emitían estas banco notas, sin embargo diversas reformas al sistema, principalmente un impuesto de 10% sobre las banco notas estatales, dejaron prácticamente inexistentes las banco notas estatales y únicamente los bancos nacionales quedaron como los emisores de esta moneda.

Por otro lado, este sistema llevaba consigo la posibilidad de una oferta elástica de depósitos. Fundamentado en el principio bancario (*banking principle*), también conocido como doctrina de los *real bills* o teoría de los créditos comerciales que establece que el ancla del valor de la moneda depositada está en función de su convertibilidad en la mejor moneda o divisa (u oro), supone que los bancos individuales no presentarán problemas siempre y cuando sus tenencias de activos estén constreñidas a préstamos comerciales de corto plazo que sean auto-liquidables (*self-liquidating*). La idea detrás de esto era que los pagos programados de los préstamos proveerían un mecanismo para repagar los depósitos y, por ende, a decisión del público permitiría la contracción o ampliación de la moneda depositada. Dadas estas características, se suponía que la oferta de moneda y crédito automáticamente se expandiría o contraería en línea con las “necesidades del comercio”. Por lo tanto, a su vez, suponía no necesaria la presencia de una autoridad central (Mehrling, 2011, pp. 30–31).

Sin embargo, la inelasticidad de la emisión monetaria, combinada con la relativa rigidez en los requerimientos de reservas significaba que los depósitos no eran tan susceptibles a variar (expandirse/contraerse) como se requiriera. De esta forma, con el fin de evitar los problemas de pérdidas de reservas cada que se crearan depósitos mediante préstamos, los bancos individuales, en épocas de bonanza cuando el crédito se expandía, por su afán de obtener mayores reservas generaban un aumento en la tasa de interés del mercado monetario. Por otro lado, en tiempos de necesidad, los bancos procuraban tener un exceso de reservas, mismas que eran enviadas al mercado monetario de Nueva York desde el cual generaban que la tasa de interés disminuyera. Por lo tanto, “las reservas eran siempre o muy ajustadas, incrementando las tasas de interés y atrayendo flujos de oro desde los mercados monetarios internacionales más elásticos, o muy relajadas, proveyendo fondos baratos para el mercado accionario especulativo de Nueva York” (Mehrling, 2011, p. 32). Lo anterior, aunado al hecho de que las banco notas seguían el *banking principle* en los términos antes mencionados y a que la economía estadounidense en la segunda mitad del siglo XIX tenía aún un sector agrícola bastante grande aunque con un sector industrial pujante y en crecimiento, generó una estacionalidad regular en las tasas de interés, y una regularidad en la aparición de crisis financieras (1873, 1884, 1893 y 1907).

El problema con el sistema de bancos nacionales se hallaba en el hecho de que los “depósitos no eran apropiadamente elásticos porque las reservas no eran apropiadamente elásticas, y las reservas no eran apropiadamente elásticas porque la emisión de [banco] notas no era apropiadamente elástica” (Mehrling, 2011, p. 32). Con la creación de la Fed en 1913, se buscó

solucionar estos tres problemas al establecer el sistema de bancos de la Reserva Federal, los cuales harían de la oferta de reservas una elástica al proveer mediante la ventanilla de descuento la capacidad de cambiar los préstamos comerciales; y para hacer la emisión monetaria una elástica, se aceptarían los préstamos comerciales como el colateral aceptado para la emisión de banco notas. A la par, la Fed comenzaría a emitir las notas o billetes propios que estarían respaldadas por su convertibilidad en oro, los bancos de la Reserva Federal individuales no tendrían problemas con la expansión de sus depósitos en tanto los activos correspondientes estuvieran limitados a préstamos comerciales de corto plazo auto-liquidables.

El problema con este sistema como fue establecido es que, como lo plantea Mehrling (2011, pp. 34–35), estaba basado en el supuesto de que la teoría del crédito comercial aplicable para un banco individual podía extenderse hacia una teoría y práctica para la banca central. Sin embargo, dadas las características de la economía estadounidense del siglo XX, soportada en la agricultura y en la industria, no dependiente fuertemente del comercio como en el caso británico, hacía que los bancos estuvieran profundamente involucrados en el financiamiento de estas actividades y por ende, como consecuencia, la mayoría de los bancos tuvieran tenencias sustanciales de bonos y acciones de estos sectores, préstamos cuyo colateral eran acciones y bonos, y préstamos hipotecarios, en una considerable mayor cantidad que en préstamos comerciales de corto plazo auto-liquidables.

Esta última particularidad del sistema bancario estadounidense hacía que la liquidez diaria de los bancos estuviera fuertemente supeditada en la intercambiabilidad (*shiftability*) de su portafolio de inversión en mercados líquidos –y he aquí un concepto central en la interpretación y propuesta de Mehrling, cuyas implicaciones concretas las retomaremos más adelante, pero vale por ahora tener en mente este concepto.

La primera vía que los bancos individuales usaban cuando necesitaban allegarse de recursos era mediante créditos con sus pares. Si éste no estaba disponible, obtenían liquidez mediante la venta de activos de alta calidad o bien a través de usar los mismos como colateral en un repo. En última instancia, la intercambiabilidad de los activos dependía directamente de la voluntad de los dealers y otros especuladores de comprar los títulos que los bancos querían vender. Así, “paradójicamente, era el crédito especulativo, no el crédito productivo, el que ha sido la fuente de liquidez para la mayoría de los bancos americanos antes de la Fed” (Mehrling, 2011, p. 34).

Una vez establecida la Fed, esta intercambiabilidad, en palabras de Moulton (1918, p. 723) "equivalente a la liquidez", únicamente fue respaldada por la Reserva Federal en tiempos de crisis para los créditos comerciales, mientras que la intercambiabilidad del conjunto de activos financieros, el grueso de los títulos en posesión del sistema bancario, quedó limitado a la voluntad de los mismos bancos y de los dealers.²⁵

Dada esta característica del sistema bancario, la recién creada Reserva Federal se vio en la necesidad de comenzar a comprar activos financieros además de los *commercial loans* para crear así reservas, representadas por los también recién creados billetes de la Fed. Aún más, este proceso continuó con la compra de los bonos especiales que respaldaban las antiguas banco notas, con el propósito de que paulatinamente la única moneda en circulación fueran las notas de la Reserva Federal. Estas operaciones corresponden al inicio de lo que hoy conocemos como un instrumento imprescindible de los bancos centrales, las operaciones de mercado abierto.

Proponiendo un contrafactual, de no haber acontecido eventos como la Gran Depresión y las dos guerras mundiales, Mehrling argumenta que la inercia en el actuar de la Fed hubiese provocado un proceso de desarrollo institucional que más tarde que temprano hubiera desembocado en el reconocimiento de las particularidades de la economía estadounidense antes descritas. Luego entonces, la Reserva Federal hubiera terminado por reconocer esta estrecha interrelación entre intercambiabilidad y liquidez y hubiera extendido la posibilidad de descuento para incluir no sólo a los créditos comerciales, sino a todos aquellos activos financieros en posesión de los bancos y que eran, precisamente, los que más se comerciaban y mediante los cuales comúnmente los bancos se hacían de liquidez. De esta forma, la Fed hubiera terminado por respaldar totalmente la liquidez del sistema bancario al respaldar la liquidez del mercado de valores.

Sin embargo, lo anterior no ocurrió y, en cambio, sí hubo Gran Depresión y Primera y Segunda Guerra Mundial. En su conjunto estos tres eventos, y las medidas que conllevaron para salir de ellos, provocaron una explosión sin precedentes en la deuda gubernamental a nivel mundial, principalmente en los países directamente inmiscuidos en los conflictos bélicos mundiales. El gran incremento en la emisión de bonos del Tesoro "obligó" a la Fed a llevar a cabo las medidas necesarias para apoyar esta emisión. De tal suerte que el privilegio otrora reservado a los créditos comerciales como activo elegible para la ventana de descuento, y por ende para la

²⁵ Es a esta característica que el autor le da una importancia crucial para explicar los eventos ocurridos antes y durante el crash del 29 y la Gran Depresión.

acumulación de reservas, fue extendido y paulatinamente sustituido por los títulos del Tesoro. A razón de esto, los títulos del Tesoro se volvieron el activo intercambiable *par excellence*, y el mercado de estos bonos la fuente de liquidez para el sistema entero.

La Fed comenzó a actuar como “el dealer primario del gobierno ... absorbiendo el exceso emitido [de los bonos del Tesoro] en su propio inventario y financiando dicho inventario al expandir su propio pasivo monetario” (Mehrling, 2011, p. 38). Este actuar continuó durante los gloriosos veinte.

Durante la década de los 1920, esta forma de intervención de la Fed se afianzó con el establecimiento de la regla de Strong²⁶, la cual fijaba una tasa de descuento para los bonos del tesoro mayor a la tasa de interés de mercado, por lo cual el grueso de las operaciones para estabilizar la liquidez se harían mediante operaciones de mercado abierto. “La idea detrás de la regla de Strong era entonces usar operaciones de mercado abierto discrecionales para lograr el resultado idealizado que la teoría de los créditos comerciales imaginaba sería automático” (Mehrling, 2011, p. 39). Bajo este nuevo esquema operacional de la Fed las “reservas podían expandirse según fuera necesario y contraerse cuando ya no fuera necesario, pero este resultado se logró mediante el comercio activo de la deuda pública existente en lugar de mediante el descuento pasivo de préstamos comerciales recién creados” (Mehrling, 2011, p. 39).

Esta práctica de la banca central ayudó a amortiguar los vaivenes estacionales y cíclicos que la economía estadounidense experimentaba, respectivamente, por efecto de la agricultura y la industria. Sin embargo, la bonanza de los años veinte y la creciente importancia del sector financiero, aunado a la política de bajas tasas de interés, provocó un creciente y sostenido aumento en el precio de los activos financieros lo que significó, en palabras de Mehrling “el combustible que encendió la burbuja del mercado de valores que llevó al crash de octubre de 1929” (Mehrling, 2011, p. 41).

En un contexto de bajas tasas de interés, los bancos, en aquel momento bajo el esquema de banca universal²⁷, aprovecharon para canalizar recursos baratos que ofrecía el mercado de bonos del Tesoro para financiar préstamos en el mercado de valores en general, donde los precios aumentaban día con día. Cuando se hizo evidente que había problemas en el boom que se estaba

²⁶ Nombrada en honor a su promotor, Benjamin Strong, gobernador del banco de la Reserva Federal de Nueva York en aquellos años.

²⁷ Más adelante, en el capítulo III ahondaremos más en las características de este esquema, así como en su relación con el marco legal regulatorio y de supervisión, todos estos conceptos claves para entender el pensamiento de Arthur Wilmarth, el otro autor central en este trabajo.

experimentado, las medidas contraccionistas que la Fed tomó al aumentar el tasa de descuento poco pudieran hacer. Al contrario, con la expansión del crédito al margen del sistema bancario que estaba teniendo lugar como consecuencia del aumento constante en las valuaciones de los activos financieros, el aumento de las tasas de interés atrajo aún más recursos hacia el mercado de valores. En este periodo, y a efecto de las acciones llevadas a cabo por los bancos, Mehrling (2011, p. 41) sitúa el origen del sistema de banca sombra, pues el crédito continuó aumentando y se siguieron canalizando recursos hacia el mercado de valores sin necesidad de obtener recursos de los bancos, y los esfuerzos de la Reserva Federal poco efecto tuvieron para detener este proceso, puesto que los bancos no estaban otorgando crédito, simplemente fungían como intermediarios, como brokers, entre privados.

Una vez el colapso económico y financiero comenzó, la efectividad de las OMA se vio sumamente limitada para evitarlo, detenerlo y contrarrestarlo. La Fed en efecto estaba preparada para inyectar liquidez mediante préstamos, pero sólo aceptando como colateral los créditos comerciales y los bonos del Tesoro, no así para aquellos valores privados en posesión de los bancos para los que su valor estaba cayendo estrepitosamente. De nueva cuenta, el concepto de intercambiabilidad de los activos se hace presente, al igual que esta característica permitió el boom de la década de 1920, así también condujo al sistema a un colapso y crisis sin precedentes. De esta forma, el colapso de la banca sombra terminó por provocar el colapso de todo el sistema bancario. Una situación sin duda no ajena al lector, pues el mismo caso —con sus salvedades y particularidades, pero en esencia el mismo y al cual volveremos más adelante— fue aquel vivido y experimentado en 2007 y durante la Gran Recesión.

El punto importante de este recuento de hechos, como lo indica Mehrling es entender que “... bajo las condiciones de Estados Unidos, el mercado monetario y el mercado de valores han estado *siempre* completamente entrelazados y, como consecuencia, *nunca* ha sido posible distinguir el crédito especulativo del productivo.” (2011, p. 42, énfasis del autor, traducción propia).

A pesar del cambio del sistema de bancos nacionales al sistema de la Reserva Federal, y del cambio de énfasis de la Fed en cuanto a los activos elegibles para la ventanilla de descuento, “el entrelazamiento de los mercados de dinero y valores persistió. La intervención para estabilizar las fluctuaciones estacionales y cíclicas produjo tasas de interés monetarias bajas y estables que soportaron ... los alocados veinte pero también produjeron la inestable burbuja del precio de los activos” (2011, p. 42) .

En síntesis, de acuerdo con lo planteado por Perry Mehrling, el problema más grave en que incurrió la Fed durante la Gran Depresión fue que no la intercambiabilidad de todos los activos que poseían los bancos, y por ende, durante la crisis el grado de liquidez de estos activos fue prácticamente nulo. De acuerdo con el autor, esto fue así debido a una limitante teórica, puesto que la teoría que sustentó la creación de la Reserva Federal los consideraba “inapropiadamente especulativos”.

Durante el periodo que va del inicio de la Primera Guerra Mundial y la Segunda Guerra Mundial, la Fed ejerció un estricto control sobre el mercado monetario y de valores. Sin embargo, pasado el tumulto de estos años y solventados los estragos de la Gran Depresión la situación cambió y el sistema monetario y financiero se tuvo que reconfigurar y adecuar a la nueva situación. El primer paso en esta dirección tenía que ir dirigido hacia la reconstrucción de un mermado mercado privado de dealers, es decir, habría de ir encaminado en reconstruir la infraestructura del mercado privado de capitales.

Lo anterior se vio materializado años después, en 1952, cuando el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) emitió un reporte con el que estableció la doctrina *bills only*, con la cual la Reserva Federal se limitaba sólo a hacer OMAs (compra-venta) de títulos a corto plazo del gobierno (Lockett, 1960). Con esta medida, la Fed mandó la señal de que mantendría condiciones ordenadas en el mercado de títulos de corto plazo, dejando al arbitraje y a los dealers privados el largo plazo. Estas primeras acciones sentaron las bases de la nueva organización de la Fed y el sistema monetario y financiero estadounidense, al cual Mehrling cataloga como la nueva Lombard Street. La siguiente sección profundiza al respecto.

II.2.2 Vieja y nueva Lombard Street

Para Mehrling, las instituciones claves del capitalismo moderno son las instituciones financieras, siendo la quintaesencia de estas instituciones los bancos, para las cuales su negocio se encuentra enmarcado en la administración de los movimientos diarios de ingresos y salidas de dinero en sus hojas de balance. La anterior afirmación podría sonarnos demasiado tajante, considerando que la sociedad capitalista involucra mucho más instituciones, igual o más importantes que las financieras. Empero, para Perry Mehrling, cada agente económico es, toda proporción guardada y sin obviar las particularidades de cada agente, en sí mismo una institución financiera, que se interconecta con el sistema en su conjunto mediante la administración propia de sus flujos diarios de dinero. Viéndolo de esta manera halla mayor lógica la afirmación inicial.

Considerando lo anterior, crédito y deuda, dos caras de una misma moneda, juegan un papel crucial en el funcionamiento del sistema al proveer de los medios monetarios necesarios a los agentes económicos para concretar en el presente lo que Mehrling denomina como los “sueños a futuro” (Mehrling, 2011, p. 11). Esto trae consigo el supeditar pagos futuros, que cuando los sueños (inversiones o gasto) no llegan a buen cause, pueden imponer, de manera más o menos severa, una carga o restricción a la independencia de los agentes.

Esta dualidad crédito y deuda, ocurre a todos los niveles, no sólo a nivel individual, sino también a nivel del sistema en su conjunto, en tanto que en términos contables lo que representa una entrada para un agente, significa una salida para otro. Esta interacción diaria que sucede entre las hojas de balance de todos los agentes, Mehrling la identifica con lo que Hawtrey (1923) denominó como la inherente inestabilidad del crédito (IIC). Sin embargo, como veremos más adelante, la IIC de Hawtrey es un planteamiento más amplio del que Mehrling propone. Por lo tanto, el uso del concepto de IIC que sigue a continuación deberá entenderse como la interpretación de Mehrling del planteamiento de Hawtrey, y no como una exposición de la teoría de Hawtrey. En el siguiente capítulo se ofrecerá una exposición sucinta de ésta contrastándola con aquélla.

Para Mehrling, la existencia de la IIC puede verse desde dos puntos de vista, ambos resultantes de un incremento acelerado del crédito que da lugar a una creciente inestabilidad y consecuentemente a una situación de crisis. Por un lado, lo ve como resultado de la generación de una burbuja en algún mercado inflada por el crédito: un aumento en el gasto financiado con crédito directamente crea ingreso e indirectamente hace aumentar el precio del bien que se compra, reevaluando los inventarios existentes de dicho bien y generando así una ganancia de capital para los propietarios de dichos inventarios. Esto último estimula un mayor gasto por parte de los propietarios, facilitando su financiación gracias al mejoramiento de la solvencia crediticia por la reevaluación de inventarios, y aumentando el crédito, con lo cual el proceso vuelve a empezar. En este sentido argumenta que el banco central debe enfocarse en prevenir (principalmente mediante OMAs y con la tasa de interés controlando el precio y la disponibilidad de fondos) la aparición de una burbuja de este tipo, con el fin último de evitar el inevitable —como él lo califica— colapso que le seguiría. Esta es la visión que él identifica con la postura de Mr. Hawtrey.

El otro punto de vista de la IIC en el sentido que le da Mehrling es aquella que identifica como schumpeteriana: un crecimiento acelerado del crédito que permite incentivar el desarrollo

de nuevos procesos, tecnologías, empresas, etc., al atraer recursos de sus contrapartes antiguas, al tiempo que promueve el crecimiento económico.

En este sentido, para el autor la inestabilidad del crédito es un aspecto ligado con el crecimiento. Ante lo cual señala la importancia que los bancos centrales tienen al intervenir para controlar la inestabilidad del sistema, puesto que su actuar puede estabilizar este proceso de crecimiento impulsado por el crédito. De cualquier forma, sea cual sea el escenario en el que se encuentre la economía, la pregunta relevante que arroja Mehrling es: ¿cómo saber en qué caso se encuentra la economía, si en presencia de una burbuja alimentada por el crédito —especulativo— o un crecimiento del crédito —productivo— impulsado por la dinámica de crecimiento e innovación?

Mehrling alude al hecho que típicamente un auge impulsado por el crédito incluye un poco de ambas. Es por eso que respecto al crédito se hace la distinción entre productivo y especulativo, pues lo que se buscaría, en esencia, es que los recursos disponibles se dirigieran preferentemente hacia el primero. No obstante, el autor menciona que en la práctica en Estados Unidos esta línea divisora entre ambos tipos nunca ha sido distinguible (Mehrling, 2011, p. 42) —una aseveración para la que no ofrece demostración analítica. De este hecho es que el autor menciona que la estructura institucional de las finanzas, incluyendo la regulatoria²⁸, juega un papel crucial, pues es mediante esta estructura que se puede en principio asegurar el dirigir los recursos disponibles hacia el crédito productivo. Al respecto, por sus atributos particulares, los bancos centrales fungen como la principal fuente en la cual podemos depender para asegurar esto en el conjunto del sistema económico.

Los bancos centrales mediante la administración del sistema de pagos es que imponen una disciplina a los bancos a través de la obligación de saldar, día con día, las hojas de balance correspondientes a las cuentas de cada banco en el banco central. Esta última condición es conocida como la “restricción de supervivencia” (“*survival constraint*”²⁹): los flujos de entrada de efectivo han de ser suficientes para satisfacer los flujos de salida de efectivo. En el caso bancario, esta restricción se vuelve una restricción de reservas, en tanto los bancos saldan los pagos netos usando las reservas que mantienen en el banco central. Cuando las reservas no son suficientes, los bancos pueden allegarse de recursos usando la línea de crédito que tienen con el banco

²⁸ Si bien Mehrling (2011) le da el calificativo de crucial al marco regulatorio, más adelante, en la propuesta concreta de política monetaria que hace, veremos que este punto queda de cierta manera olvidado o relegado a un papel menos importante.

²⁹ Mehrling (2011, pp. 13–14)

central³⁰, y este último ha de prestárselos so pena de arriesgar la estabilidad del sistema de pagos. Es precisamente en este control que ejerce el banco central sobre el precio y la disponibilidad de fondos cuando estos son requeridos por los bancos que se halla el sustento del control de los bancos centrales sobre el sistema general.

Sin embargo, los bancos centrales, debido a otros objetivos a los que estén sujetos según su legislación (en términos generales el principal es la estabilidad de precios, y en algunos casos como mandato dual o como objetivos secundarios, están el crecimiento económico, el pleno empleo, la estabilidad financiera, etc.) tiene la capacidad de apretar o aflojar el mercado monetario mediante intervenciones en el mismo haciendo uso de diversos instrumentos de corto y largo plazo. Los canales de transmisión de estas acciones (política monetaria) son diversos y ampliamente estudiados. No obstante, el efecto último buscado de estas intervenciones, que se llevan a cabo en las hojas de balance de los bancos centrales, se refleja en los movimientos de la tasa de interés de corto plazo, misma que a su vez incide sobre aquella de largo plazo, que cada banco central fija y que tiene como efecto directo, si esta es relativamente alta, apretar el mercado monetario, o relajarlo si es relativamente baja. De esta manera, el banco central ejerce cierto control sobre el sistema de crédito; cierto control por la existencia del crédito privado que funge como sustituto de aquel público. En suma, los bancos centrales, cuando el sector privado ejerce una disciplina excesiva (altas tasas de interés) sobre el mercado, pueden llevar a cabo medidas de política monetaria que hagan disminuir las tasas de interés, dotando de mayor elasticidad (aflojando) al mercado monetario; y viceversa, cuando predominan tipos de interés muy bajos, pueden apretar el mercado haciendo subir las tasas de interés.

A pesar de esta capacidad de los bancos centrales, su poder es limitado puesto que el tamaño relativo de un banco central —aun el de la Fed— al tamaño del sistema financiero en su conjunto es pequeño; sobre todo en el contexto actual en el que todos los mercados financieros están conectados, concentrados y con escasa regulación. Lo anterior, aunado al proceso que describimos párrafos arriba de una burbuja financiada por el crédito hace muy difícil el control de este tipo de fenómenos, pues no en pocas ocasiones la tasa de interés de la política monetaria tiene una influencia pequeña en estos casos. La condición para que este proceso tenga una desaceleración o pare es que la tasa de apreciación del activo en cuestión sea menor que la tasa de interés de política monetaria. Empero, esta medida trae consigo un grave problema, puesto que

³⁰ Esta es la opción más básica que tienen los bancos. Sin embargo, más adelante mencionaremos las otras opciones, la más común y usada por los bancos que son los préstamos en el mercado interbancario y la venta de títulos de crédito (predominantemente bonos gubernamentales).

en el caso de que la tasa de apreciación que infla la burbuja sea demasiado alta, el banco central no puede elevar de manera más que proporcional la tasa de interés sin afectar con ello a los demás sectores en los que no hay tal burbuja. En otras palabras, como es bien sabido, un aumento drástico de la tasa de interés tiene un efecto contractivo en la economía en general.

En presencia de una burbuja de este tipo, incluso cuando el aumento de la tasa de interés sea paulatino, como sucede generalmente, el efecto sobre los demás sectores, aunque menor, sigue presente. Estos efectos, como los explica Mehrling, se pueden apreciar en las hojas de balance de las instituciones financieras, —vale recordar para Mehrling todos los agentes son una institución en sí— es decir se refleja en la no correspondencia entre sus salidas e ingresos de efectivo. En síntesis, en el periodo entre el que se dan los aumentos de la tasa de interés y la eventual ponchadura de la burbuja, las empresas pueden pasar por una o todas de las siguientes tres etapas para saldar sus deudas: i) en la primera, recurren a cualquier balance positivo que tengan, pero estos son finitos y rápidamente se acaban; posteriormente ii) ante la ausencia de recursos propios se recurre al crédito, mas este también es finito e incluso, en presencia de complicaciones, puede que esta opción se esté reduciendo; finalmente iii) sin recursos propios ni línea de crédito, se recurre a la venta de activos a cualquier precio que prevalezca en el mercado. Este no es sino el esquema visto en el capítulo I de las diferentes estructuras de deuda de Minsky³¹.

Eventualmente, el proceso de crecimiento en el precio de los activos cae sobre su propio peso, cuya consecuencia es que los problemas de liquidez que enfrentan las instituciones financieras, i.e. la restricción de supervivencia, se pueden volver problemas de solvencia, particularmente para aquellas instituciones financieras con un alto grado de apalancamiento, puesto que, aun cuando no se vean obligadas a vender sus activos, una reevaluación a la baja de éstos puede llevarlos a una insolvencia técnica y a una mucho menor capacidad crediticia, como es el caso durante una crisis. De esta manera, los problemas de liquidez y solvencia están estrechamente ligados y se refuerzan uno al otro, así como la expansión del crédito y el aumento en el precio de los activos, en el proceso descrito de la inestabilidad inherente del crédito.

En el movimiento, de cierta forma, cíclico presentado de la IIC de Mehrling, los prestamistas y deudores, durante la fase expansiva, tienden a alejarse de la disciplina que el banco central trata de imponer; mientras que en el proceso de caída, o de crisis, estos se alejan de la disciplina de mercado, para allegarse a aquella del banco central, pues este último, en tanto

³¹ Véase Minsky (1992) y el capítulo I del presente trabajo.

prestamista de última instancia, es el único que puede ayudarlos. De aquí que Mehrling mencione que el “arte de la banca central se trata totalmente de caminar la delgada línea entre proveer demasiada disciplina versus demasiada elasticidad”(2011, p. 17).

Antes de continuar cabe recalcar que, hasta este momento, lo que se ha descrito se inscribe en un contexto en el que la regulación y supervisión del sistema financiero son aspectos sumamente mermados y limitados, por no decir cooptados por otros intereses, y la única fuente de disciplina es la que “impone” el banco central. Este caso lo podemos situar en el periodo antes de la Glass-Steagall Act, o antes de la Era de Bretton Woods como la describe White (2009), y en el periodo de finales de los 80 a la fecha, la Era Contemporánea de las Finanzas como la cataloga el mismo autor. En presencia de una estructura fuerte y amplia de regulación y supervisión la probabilidad de aparición y expansión de procesos de inestabilidad como el antes descrito tienen muy poca probabilidad de ocurrencia. Precisamente esto es lo que caracterizó la Era Bretton Woods, en la cual prácticamente no situaciones de inestabilidad del crédito o burbujas especulativas.

Una vez dicho lo anterior, y continuando con el planteamiento de Perry Mehrling, para este autor, el impacto y la efectividad del actuar del banco central ambos dependen crucialmente en la organización institucional del sistema bancario y en su articulación de éste con el sistema financiero. Esto se incrusta en la distinción que el autor hace entre lo que denomina como vieja y nueva *Lombard Street*, distinción sin la cual no puede entenderse tanto la interpretación del autor sobre la crisis de 2007, como los planteamientos resultantes de ésta.

La vieja *Lombard Street*³² Mehrling (2011, pp. 18–23) la describe basándose en el libro homónimo publicado en 1873 por el empresario, ensayista y periodista británico William Bagehot, escrito en el contexto del sistema monetario de la época. Sin afán de hacer un análisis *in extenso* del sistema monetario decimonónico, hemos de recordar que este se caracterizaba por tener como centro financiero mundial la City de Londres; estar basado en un patrón oro —abandonado, vuelto a retomar y vuelto a abandonar en el siglo XX— con la libra esterlina como la moneda de reserva y uso mundial; en el cual las letras de cambio (instrumento comercial crediticio de corto plazo) eran el instrumento predilecto para la obtención de recursos por medio de las empresas; y donde el principio de Bagehot era el estándar para el Banco de Inglaterra.

³² Lombard Street hace referencia a una calle en Londres en la cual históricamente se han concentrado sedes de diversos bancos. De igual forma, su inicio geográfico se encuentra contra esquina de la sede del Banco de Inglaterra. Lombard Street es al sistema financiero y bancario del siglo XIX y principios del siglo XX, lo que Wall Street es al sistema financiero y bancario de principios del siglo XX a la fecha.

Este principio, resumido en palabras de Mehrling: “*lend freely but at a high rate* [prestar libremente pero a una tasa alta]” (2011, p. 18, traducción propia). Posterior a la IIGM fue retomado por la banca central en prácticamente todas las economías, adaptado de acuerdo con sus funciones e implementado hasta nuestros días bajo el concepto de prestamista de última instancia.

Por su parte, lo que Mehrling denomina como la nueva Lombard Street (2011, pp. 23–29) se distingue de la anterior por un sistema monetario que tiene al dólar estadounidense como la moneda de reserva y de uso corriente internacionalmente, en donde la Fed tiene un papel predominante en la estructura financiera y monetaria globales y en el cual las letras de cambio fueron sustituidas por los repos o reportos como el principal instrumento que tienen las instituciones financieras para obtener recursos.³³ En la nueva Lombard Street, el mercado para los reportos del tesoro se volvió la principal interfaz entre el mercado monetario y la Fed.

Así, la Fed, bajo el esquema de la nueva Lombard Street, interviene en el mercado monetario a través del mercado de los reportos del Tesoro. Típicamente, la Reserva Federal entra a este mercado como prestamista, ofreciendo préstamos a corto plazo de depósitos en la misma Fed, para los que se ofrecen como colateral los bonos del Tesoro. Así, relaja el mercado monetario cuando ofrece nuevos y mayores préstamos, o aprieta el mercado monetario cuando permite que lleguen a su vencimiento los reportos sin reemplazarlos. De nueva cuenta, los movimientos en la hoja de balance son el mecanismo central para las intervenciones de la banca central en el mercado.

La contraparte inmediata para estos contratos de recompra son los dealers primarios, llamados así porque son los primeros en pujar por los bonos del Tesoro cuando este requiere préstamos. Los fondos que los dealers toman prestados de la Fed son una fuente de recursos barata con la cual financian su negocio principal³⁴: el crear un mercado bidireccional para los bonos del Tesoro al publicar ofertas para comprarlos y venderlos.

En sus inicios, la Fed fijaba directamente el precio de la deuda gubernamental, sustentando directamente la convertibilidad de dicha deuda en efectivo a un precio fijo. Posterior

³³ Cabe aclarar que a diferencia de las letras de cambio, las operaciones de reporto no se hacen con el fin de financiar la producción de bienes, sino con el objetivo de financiar la tenencia de algún activo financiero.

³⁴ Esta es una herencia que deviene directamente de la IIGM y por efecto del aumento sin precedentes en la emisión de bonos del Tesoro para financiar el esfuerzo de guerra. Mehrling identifica en este sentido a la Fed como el dealer del gobierno, al crear mercado para sus bonos.

a 1951 con el acuerdo entre la Fed y el Tesoro estadounidense³⁵, la Fed dejó de fijar este precio pero continuó con el apoyo de liquidez para el mercado de los bonos del Tesoro. Eventualmente, esta responsabilidad pasó a los dealers primarios bajo el apoyo de la Fed mediante la provisión de liquidez a través de las operaciones diarias con los reportos del Tesoro.

La principal diferencia entre la vieja y la nueva Lombard Street se encuentra en la forma en la que la Fed dirige sus esfuerzos para manejar el sistema en su conjunto. En el viejo esquema, la tasa de descuento era el instrumento predilecto de los bancos centrales; bajo las nuevas condiciones, los bancos centrales se enfocan en las tasas de interés interbancario de un día. En el caso de la Fed, este es la tasa de referencia a un día para el mercado de fondos federales, el mercado interbancario para los depósitos en la Reserva Federal.

La forma en que la nueva Lombard Street funciona es mediante la intervención de la Fed en el mercado de los fondos federales. No obstante, esta intervención es indirecta puesto que la institución no presta o toma prestado directamente en el mercado, si no que mediante el mercado de los reportos del Tesoro, la institución controla la oferta de los depósitos en la Fed que son comerciados en el mercado de fondos federales.

Empero, en el mercado interbancario mundial, la Fed es sólo un jugador pequeño dado la existencia de otros medios, como el mercado de depósitos de los eurodólares, en el cual los dealers hacen negocios al margen del control de la Fed. De cualquier forma, las operaciones en la hoja de balance de la Fed afectan la liquidez de financiación y, por ende, la liquidez de mercado. De hecho, son estas intervenciones de la Fed lo que Mehrling caracteriza como la “pieza final del mecanismo del mercado monetario que hace nuestro sistema bancario descentralizado opere como si fuera un solo gran banco” (2011, p. 98). Cuando los dealers primarios toman prestado en el mercado de los repos del Tesoro para financiar la creación de mercados en el mercado de capitales lo que sucede es que traducen la liquidez de financiación dada por la Fed en liquidez de mercado, lo que rápidamente se expande hacia otros mercados como el de las hipotecas, las acciones, bonos y los demás mercados que los dealers crean.

Por su parte, cuando los bancos necesitan recursos para saldar sus balances netos, a diferencia de en la vieja Lombard Street donde obtenían estos recursos a través de la ventanilla de descuento del banco central, en la nueva Lombard Street principalmente son obtenidos mediante el mercado interbancario, cuyo componente central es el mercado de fondos federales (Mehrling,

³⁵ El acuerdo separó la administración de la deuda pública de la política monetaria, permitiendo así que el precio de los bonos del Tesoro se determinara en el mercado de dichos bonos.

2011, pp. 26, 95). O bien, cuando el sistema bancario en general necesita mayor financiamiento, los recursos los obtiene con la venta de títulos en el mercado. En última instancia, la Fed respalda ambos canales de financiamiento a través de su compromiso con la estabilización de la tasa de referencia para los fondos federales alrededor de un objetivo fijado. De esta manera, la Fed se compromete a prestar libremente pero bajo tres condiciones principales: i) sólo a los dealers primarios; ii) únicamente aceptando como colateral los títulos del Tesoro; y iii) específicamente otorga préstamos a la tasa que prevalece en el mercado de repos del Tesoro que corresponde con el objetivo de la tasa de los fondos federales. Al asegurar lo anterior se suponía que se previniera una crisis, pues la Fed prestaría libremente a los dealers primarios y mediante el arbitraje los dealers continuarían su labor. (Mehrling, 2011, p. 27).

Para Mehrling, todo lo antes descrito pertenece a la forma en que se organizaba y funcionaba el sistema monetario y financiero mundial, aka la nueva Lombard Street; así como las cuestiones que caracterizaban el actuar de los bancos centrales, específicamente de la Fed. No obstante, después del 2007 todo esto cambió y la Fed adquirió un nuevo papel, como veremos a continuación.

II.2.3 Cambio de época: la respuesta de la Fed a la Gran Recesión

El mecanismo en la nueva *Lombard Street*, como lo explica Mehrling, para prevenir una crisis era que la Fed prestaría libremente a los dealers, y mediante el arbitraje (de los diferenciales de plazo entre las letras del Tesoro y letras a largo plazo, y el margen entre bonos del tesoro y otros títulos no gubernamentales) se aseguraría la estabilidad y la continuidad del proceso de creación de mercados. La Fed cuando hiciera aumentar la tasa de los fondos federales, aumentando el costo de financiamiento, induciría al desapalancamiento de las instituciones financieras y movería los spreads; y cuando disminuyera la tasa de fondos federales, disminuyendo el costo de financiamiento, relajaría las presiones para liquidar ciertos títulos e igualmente moviendo los spreads.

Sin embargo, la situación en 2007 que caracterizó a la economía y finanzas fue una que impidió que este mecanismo funcionara como se suponía tenía que funcionar. En los años previos al estallido de la crisis, las valuaciones de los activos financieros aumentaron de manera exponencial, especialmente el caso de las hipotecas. Una vez estalló la crisis y las problemáticas que encerraban esta burbuja financiera se hicieron evidentes, la valuación de los activos se vio cuestionada fuertemente, lo cual supuso que estos activos cuando usados como colateral

llevaran consigo altos *haircuts*³⁶ (directamente relacionados con la caída en el precio de los activos), aun para los bonos del Tesoro. Es por eso que para Mehrling el problema principal durante la crisis de 2007 no fue de solvencia, sino de liquidez (2011, p. 100)

Lo anterior implicó que los bancos sólo estuvieran dispuestos a prestar únicamente contra títulos que fueran rápidamente liquidables, una condición que durante la crisis pocos títulos tenían, con lo cual la liquidez en el sector privado se contrajo brutalmente. Lo anterior se vio exacerbado por la extensión y tamaño de la banca sombra o shadow banking, la cual por sus características estaba tanto alejada del marco regulatorio bancario y financiero, así como de las redes de protección o soporte de liquidez por parte de la Fed y soporte de solvencia por la FDIC.

La respuesta de la Fed ante esta contracción de liquidez en el mercado financiero estuvo caracterizada por dos cuestiones. La primera, la ampliación de la categoría de instituciones susceptibles a recibir préstamos por parte de la Fed; y la segunda, la expansión de la categoría de colateral aceptable por la Fed (Reserva Federal, 2021). Ampliando ambas categorías, lo que sucedió fue que la Fed se volvió el intermediario entre prestamistas y prestatarios que en tiempos normales se encontraban en el mercado interbancario.

Lo anterior tuvo dos consecuencias centrales en la hoja de balance de la Fed. En primera instancia, se dio un vaciado de la hoja de balance; la Fed vendió los títulos del Tesoro en posesión de la Fed que fueron a manos de los anteriores prestamistas, que ya no estaban dispuestos a otorgar préstamos, para luego así financiar nuevos préstamos a los anteriores prestatarios. Posteriormente, la segunda consecuencia fue una expansión sin precedentes en la hoja de balance de la Fed en tanto se aumentaron los pasivos de los depósitos de los anteriores prestamistas (aquellos que compraron los títulos del Tesoro) y los recursos procedentes de estos se usaron para otorgar préstamos adicionales a los anteriores prestatarios (en general aquellas instituciones que habían hecho uso del crédito para la compra de activos financieros —como los CDO— y para quienes el canal del crédito había sido detenido) mediante el uso de distintas facilidades.

Mehrling equipara la respuesta de la Fed durante la crisis con una adaptación moderna del principio de Bagehot, con la importante salvedad frente al principio original en que en este particular caso la Fed actuó en el mercado monetario ocupando el lugar otrora perteneciente a los dealers primarios y volviéndose el dealer de última instancia. En tanto la Fed proveyó a ambas

³⁶ El *haircut* hace referencia al porcentaje de la diferencia entre lo que un activo tiene como valor en relación con lo que para un prestamista vale dicho activo cuando es usado como colateral.

partes, prestadores y prestamistas, lo que requerían. Además, esto lo hizo a precios que eran menos favorables a aquellos que hubieran obtenido de haberse encontrado sin el intermediario de la Fed, es decir un costo más alto por los préstamos, y una tasa más baja para los depósitos. Esto último es la condición con lo cual se busca incentivar a los prestamistas y prestatarios a volver a encontrarse en el mercado. No obstante, este spread no fue del todo tan amplio como lo sugiere el principio de Bagehot; el spread por sobre la tasa de los fondos federales que la Fed cargó por utilizar los distintos programas de apoyo que creó fue muy bajo, además de pagar intereses sobre sus pasivos por depósitos (Mehrling, 2011, pp. 28–29).

Sin embargo, al mismo tiempo, las acciones de la Fed se alejaban del principio de Bagehot dado el nivel que la tasa de interés llegó a tener muy cercano a cero. Esto fue posible gracias a que la Fed en tanto emisora del dólar (moneda de reserva mundial) no presenta una restricción de reservas, como sí lo tienen los demás bancos en el mundo. Por lo tanto, no tiene que mantener una tasa de interés alta, puesto que en cualquier momento que se requieran más dólares, ya sea doméstica o internacionalmente, puede crearlos sin el riesgo de perder reservas (Mehrling, 2011, p. 29).

De acuerdo con Mehrling, el que pueda hacer lo anterior no necesariamente significa que la Fed deba hacerlo. Al contrario, para Mehrling, la crisis es una consecuencia de la pérdida por parte del banco central del control de la expansión del crédito, cuya raíz se encuentra en un problema de excesiva elasticidad y liquidez e insuficiente disciplina, lo que dio rienda suelta a que el mecanismo descrito de la IIC desembocara en la crisis de 2007. En la siguiente sección, en términos concretos, se explicita este mecanismo de crisis desde lo que Mehrling denomina como la *money view*³⁷.

II.3 La Money View y la Fed como dealer de última instancia

La money view —nos indica el autor— surge como una línea apartada de los principales debates teóricos y empíricos que sobre la economía monetaria teórica y la práctica del banco central surgieron en los años sesenta. La perspectiva que propone se centra en la integración del análisis financiero moderno y sus dinámicas al análisis económico, con el fin de argumentar la visión de que la economía contemporánea es una en que la integración global de los mercados financieros

³⁷ No debe confundirse con la escuela de pensamiento del monetarismo. El nombre original que el autor propone para su visión es *money view*, que hace referencia a tomar como punto central en el análisis económico la importancia del factor dinero.

ha reconfigurado al sistema en el sentido de que la fuente principal del crédito ya no son los préstamos bancarios, sino el mercado de capitales.

Esta perspectiva toma inspiración de autores como Hawtrey y Hyman Minsky para explicar el origen de las crisis. De Hawtrey retoma su IIC. Por su parte, de Minsky retoma y hace parte central de esta visión la hipótesis de inestabilidad financiera (FIH, por sus siglas en inglés)³⁸ inestabilidad que, como hemos visto en el capítulo pasado, surge del cambio entre diferentes estructuras de financiamiento de los negocios derivadas de los cambios en los balances entre los compromisos de pagos y los flujos de efectivo de las empresas; esto es la restricción de supervivencia referida en la sección anterior. En este sentido, en una economía capitalista con mercados financieros altamente desarrollados el problema central no es tanto de solvencia, sino de falta de liquidez. Además, cabe mencionar que, interpretando la FIH de Minsky, Mehrling percibe a las crisis como algo inevitable.

En relación con lo anterior, la tendencia hacia la fragilidad se explica por

“ la preferencia por la liquidez de los poseedores de riqueza. Sin voluntad de atar su dinero durante todo el tiempo de vida del activo de capital que están financiando, los inversionistas están dispuestos a aceptar una ganancia prometida menor con el fin de adquirir un activo financiero de menor plazo. ... Para el prestamista, habiendo hecho el préstamo, la única manera de obtener su dinero de vuelta más rápidamente es vender ese préstamo a alguien más; esto es *liquidez de mercado*. Para el prestatario, habiéndose comprometido a una serie de pagos específicos por el préstamo, la única manera de posponer esos pagos cuando venzan es pagando a alguien más para que los haga, esto es, refinanciando la deuda conforme va venciendo; esto es *liquidez de financiación*.” (Mehrling, 2011, p. 68, énfasis del autor)

La anterior tendencia viene de la interacción entre la valuación de los activos y la solvencia crediticia. De esta manera, entre mayor espacio se dé en los mercados para que los precios de los activos fluctúen sin límite claro, mayor será la inestabilidad y menor la capacidad de la autoridad monetaria de controlarla con meros movimientos de la tasa de interés. Dada esta cuestión, la

³⁸ En realidad ambas posturas son lo mismo, la diferencia radica en el instrumento para explicar el mecanismo de la expansión del crédito. En el caso de Hawtrey eran los dealers mercantiles que contrataban crédito para aumentar sus inventarios los que iniciaban el proceso; en el caso de Minsky eran los empresarios con la contratación de créditos para la inversión en capital físico.

solución planteada por Minsky es el uso de política de colateral en la ventanilla de descuento del banco central para desincentivar estructuras de financiamiento especulativas y, en cambio, favorecer aquellas de cobertura (*hedge financing*). Si el banco central da la seguridad de que durante una crisis únicamente serán elegibles para la ventanilla de descuento las últimas estructuras mencionadas, aminoraría la explosión especulativa durante la fase expansiva, y por ende, reduciría el impacto durante la fase descendente. Al hacer esto, el banco central estaría creando un mercado líquido para la deuda de estructuras de este tipo mediante la absorción de la deuda en su hoja de balance en tiempos de crisis, retornándola al mercado conforme se vuelve a la normalidad.

De lo anterior es que toma principal inspiración la nueva visión propuesta por Mehrling. Ésta se sustenta en el principio de mantener la liquidez de mercado durante una crisis, es decir, mantener el proceso de creación de mercados al relajar la restricción de supervivencia. Esta liquidez de mercado tiene su origen en la disposición de los *swap dealers* para crear un mercado de dichos instrumentos al publicar precios de oferta y demanda, disposición que depende directamente de la capacidad de tener cobertura frente al riesgo que enfrentan y obtener ganancias. En palabras de Mehrling: “En el salvaje nuevo mundo de las finanzas modernas, la administración del riesgo depende en última instancia de mercados de swap líquidos, y liquidez significa convertibilidad” (2011, p. 82).

Desde esta nueva visión, la Gran Recesión en 2007 fue precipitada por la interrupción del proceso llevado a cabo por los dealers en la creación de mercados para los instrumentos financieros objeto de la expansión crediticia vivida en los años anteriores al estallido de la crisis — los títulos hipotecarios subprime— y que rápidamente se contagió a otros mercados. Particular fue el caso del contagio propiciado por la banca sombra, sector en el que se concentraba el grueso de las tenencias no sólo de las hipotecas subprime, sino de los CDS y otros activos financieros. De acuerdo con cifras del Financial Stability Board (FSB), a finales de 2007 la banca sombra tan sólo en Estados Unidos poseía en activos financieros un valor que en términos del PIB de aquel país ascendía a 338%, y en relación con el total de activos financieros, éstos representaban el 67%.

El principal problema con la banca sombra desde esta visión —y en realidad desde cualquier visión— es que, al tiempo que está fuera del marco regulatorio aplicable a las instituciones bancarias, también lo está de la red de protección que estas instituciones tienen. Por ello es que una de las medidas menos convencionales de la Fed fue el aceptar como colateral distintos activos financieros en posesión de distintos actores ajenos a la banca ‘tradicional’ para

otorgar liquidez no sólo a los bancos sino a aquellas instituciones dentro de la banca sombra. Desde la perspectiva de la money view de Mehrling, estas acciones de la Fed incentivaron de nueva cuenta a los dealers primarios a reanudar operaciones, y con ello a reconectar el canal por el cual la Fed traduce su apoyo a la liquidez de financiación hacia la liquidez de mercado, no sólo para los títulos de la deuda gubernamental sino de la deuda privada, que en última instancia es lo que mantiene funcionando al sistema. En este punto, vale la pena mencionar que en la visión que se propone, el problema con la banca sombra es que no es aceptada por la autoridad como parte del sistema bancario real — por ende no está considerada bajo las redes de protección que otorga la Reserva Federal— y de acuerdo con el análisis de Mehrling esto último resulta fundamental en un contexto en el que el mercado monetario y el mercado de capitales se entrelazan indisolublemente.

Dicho lo anterior, durante una crisis severa como lo fue la que precedió a la Gran Recesión, en la cual los mercados financieros se paralizan, el precio de los activos cae estrepitosamente y con él la capacidad crediticia de sus tenedores, misma que se ve agravada por una fuerte y súbita contracción del crédito que hace que el proceso de creación de mercados llevado a cabo por los dealers se paralice y en el cual una gran parte de los activos, sino es que la mayoría, pierden liquidez de mercado, es decir, no son intercambiables fácilmente, la Fed —o en términos generales, los bancos centrales— ha de entrar a ocupar el papel de dealer de última instancia, al menos hasta que los dealers privados de nueva cuenta hallen incentivos para retornar a su quehacer.

Empero, este nuevo papel de dealer de última instancia, que al final en la práctica fue lo que hicieron la Fed y otros bancos centrales como respuesta a la Gran Recesión, necesariamente debe contemplar la adopción de una política de colateral que involucre, dado sea el caso, cualquier activo financiero. Puesto que, como menciona Mehrling:

“... aún cuando la Fed asegure una liquidez de financiación elástica, eso no necesariamente se traduce en una perfecta liquidez de mercado para todos los activos. La liquidez de mercado será mayor para aquellos activos que son inmediatamente intercambiables con la Fed porque son aceptables como colateral para préstamos. Otros activos serán líquidos sólo en la medida en que algún dealer encuentre rentable el hacer un mercado bidireccional para ellos...” (2011, p. 106).

En este sentido, la money view propone que cualquier activo financiero sea susceptible de ser utilizado como colateral para préstamos en el banco central. De esta manera la banca central aseguraría la estabilidad del sistema financiero y evitaría las crisis originadas por efecto de la inherente inestabilidad del crédito. Ante cualquier cambio drástico en el precio de los activos financieros de tal magnitud que pudiera paralizar el mercado monetario como el de capitales los bancos centrales fijarían un piso para la caída en el precio de los activos financieros al absorberlos en sus hojas de balance, evitando así el colapso de dicho mercado y el posterior contagio a otros mercados.

De esta manera, en una economía capitalista moderna, definida por la money view como aquella en la que el crédito y el financiamiento están sustentados en mayor medida en los mercados de capitales (la banca sombra en su mayoría) y no en el sistema de banca tradicional, el sistema financiero y, por ende, la economía en su conjunto estarían respaldados por una banca central que funge tanto como prestamista de última instancia, asegurando la liquidez de financiación, como dealer de última instancia asegurando la liquidez de mercado. En dicho quehacer estarían evitando la profundización de una crisis.

II.4 Conclusiones preliminares

La interpretación de la crisis financiera de 2007 expuesta en este capítulo resalta la importancia de observar y analizar la evolución del sistema financiero, sus dinámicas y procesos, para explicar tanto el origen de las crisis como los mecanismos que la acentúan o detienen.

En particular, la interpretación que ofrece Mehrling rastrea el origen fundamental de la crisis, y el motivo principal de su profundidad, a la interrupción del proceso de integración del mercado de dinero y el mercado de capitales. Dicha integración era llevada a cabo mediante la creación de mercados por parte de los dealers privados. Éstos al crear un mercado para los distintos activos financieros en circulación aseguraban la liquidez de todo el sistema. Cuando los dealers interrumpieron su quehacer en el mercado de los títulos respaldados por las hipotecas, sobrevino la crisis, propiciando la interrupción de otros mercados para distintos activos, profundizando aún más la crisis. No fue sino hasta que la Fed intervino en (algunos) mercados con la compra directa de estos activos que se logró estabilizar el sistema.

El análisis del anterior mecanismo y el reconocimiento del éxito en frenar la crisis que tuvo la Fed con la implementación de estas medidas, lleva a Mehrling a proponer que la Fed, como resultado de un proceso coherente con la evolución que presenta de los mercados financieros, adquiera el papel de dealer de última instancia.

Capítulo III. Arthur Wilmarth: hacia una nueva Glass-Steagall Act

You win the modern financial-regulation game by filing the most motions, attending the most hearings, giving the most money to the most politicians and, above all, by keeping at it, day after day, year after fiscal year, until stealing is legal again.

Matt Taibbi

III.1 Introducción

No es ajena a la percepción popular que las dos más grandes crisis que ha vivido el capitalismo guardan estrechas similitudes entre sí. El análisis histórico de los procesos que llevaron a una y otra crisis, guardando proporciones y particularidades, revela características indistinguibles más allá de la mera comparación del desempeño de las variables económicas y financieras. En particular, un aspecto representativo entre ambos periodos es la estructura institucional del sistema y su forma de organización y actuación. Es precisamente este aspecto el punto de partida de la interpretación a presentar en este capítulo, y por ende, la parte medular que busca resolver con su propuesta.

Para Arthur Wilmarth (2020), los orígenes de la crisis de 2007, como la de 1929, se encuentran fundamentalmente en un error institucional que propició la modificación del marco legal, regulatorio y de supervisión y permitió la reorganización del sistema bancario-financiero de uno especializado en uno universal. El proceso gradual hacia este nuevo sistema contribuyó al crecimiento y concentración de la industria financiera, aumentando el riesgo sistémico.

La legislación de la segunda mitad del siglo XIX le dio al sistema bancario estadounidense un carácter especializado. Por un lado, estaba la banca comercial enfocada en el financiamiento de corto plazo (recepción de depósitos y crédito empresarial y al consumo) y, por otro lado, la banca de inversión, supeditada a los negocios y operaciones en el mercado de valores. Sin embargo, los grandes bancos comerciales a finales del siglo XIX, impulsados en gran medida por las emisiones de bonos gubernamentales durante la primera guerra mundial y aprovechando ciertas inexactitudes de la ley vigente, tomaron ventaja y comenzaron a operar en el mercado de valores con la conformación de filiales de valores.

La incorporación de los bancos comerciales en el mercado de títulos de valores dio origen a la primera generación de banca universal en Estados Unidos, que tuvo una expansión importante durante la primera década del siglo XX. El poder económico adquirido por la banca universal durante las primeras décadas del siglo XX le permitió impulsar, mediante actividades de lobbying, la dismantelación de las barreras regulatorias impuestas por la legislación decimonónica a la banca comercial, situación que se vio reflejada en los permisos tácitos de las autoridades, trasladados luego al marco legislativo, para actuar libremente en el mercado de valores.

Lo anterior provocó una rivalidad entre banca comercial y banca de inversión que propició una feroz competencia caracterizada por la implementación de prácticas de suscripción y venta de valores en muchos casos fraudulentas y muy riesgosas. Esta situación dio paso a un auge crediticio y a una burbuja en el mercado de valores que terminó por ser insostenible en octubre de 1929.

Como respuesta a la crisis de 1929 y la profunda depresión que le acompañó, el Congreso de los Estados Unidos y la administración de Roosevelt, reconociendo la influencia crucial del sistema bancario-financiero en el ciclo de auge y crisis de inicios de siglo decidió separar a la industria financiera para hacer del sistema uno más estable y menos vulnerable al contagio y a las crisis. La formación de este sistema financiero descentralizado se materializó con la promulgación de la Glass-Steagall Act en 1933 y diversos estatutos.

El sistema de banca especializada: banca comercial, banca de inversión y aseguradoras, probó ser muy exitoso en las siguientes cuatro décadas; los episodios de estrés financieros o problemas en la industria bancaria-financiera que pudo haber durante esos años no tuvieron efectos de contagio al sistema en su conjunto. Así, prácticamente, las crisis de escala global desaparecieron.

Desde finales de la década de 1970, lejos la Gran Depresión en el horizonte de la memoria y con el advenimiento de una reformada visión del laissez-faire en el centro del debate político y económico, se comenzó un proceso de dismantelamiento de la estructura descentralizada de la industria financiera establecida desde la Glass-Steagall Act.

La férrea campaña iniciada por los grandes bancos comerciales en Estados Unidos que buscaban entrar al negocio de los títulos de valores fue apoyada por importantes autoridades gubernamentales, predominantemente aquellas encargadas de la regulación y supervisión de la industria financiera como fue la Oficina del Contralor de la Moneda (OCC, por sus siglas en inglés). Éstas permitieron, en primera instancia, una modificación tácita del marco regulatorio, al actuar

en complicidad con los grandes bancos comerciales autorizándoles su involucramiento en el mercado de valores y de seguros. Viceversa, a la banca de inversión le concedieron el ofrecer instrumentos de corto plazo que en la práctica servían como sustitutos de los depósitos bancarios, dando paso a la formación de la banca sombra. La apertura de vacíos legales en las barreras impuestas por la Glass-Steagall Act dio lugar a la reconfiguración de facto de la banca universal.

El desmantelamiento *de iure* a finales de la década de 1990 del sistema descentralizado, así como el apoyo oportuno que los bancos centrales ofrecían, ya sea indirectamente (por ejemplo con una política de bajas tasas de interés) o directamente (por ejemplo con las grandes inyecciones de liquidez o rescates bancarios y la relajación en la supervisión) propició la conformación de inmensos bancos universales, de los cuales un puñado de ellos dominaba los mercados financieros del mundo.

Como consecuencia durante la década de los 2000 se vivió un auge descomunal en los mercados de capitales y la formación de burbuja especulativa que se vio retroalimentada por el fenómeno de globalización financiera. Cuando esta burbuja estalló en 2007, arrastró al sistema financiero global a un colapso.

Sin embargo, contrario a lo sucedido en la década de 1930, la crisis no generó cambios importantes en la organización institucional de los mercados financieros. Los bancos universales habían adquirido demasiado poder económico y político, el cual fue usado para presionar a las autoridades para que no cambiaran en lo sustancial el sistema. La influencia de la industria financiera se impuso sobre los intereses de la mayoría y el sistema se mantuvo inalterado en lo fundamental.

Esta es la visión, grosso modo, que tiene Wilmarth (2020) respecto a los procesos que dieron paso a las dos más grandes crisis vividas. Como se puede apreciar, el papel de las instituciones financieras en ambos procesos es central, pues los riesgos asociados al sistema de banca universal y la inactividad y refuerzo de las autoridades frente a este tipo de sistema resultaron eventualmente en una crisis.

Tomando en consideración que el sistema financiero y su organización institucional centrada en grandes conglomerados financieros es el origen de las crisis, el autor propone un cambio del sistema. Su política, así sustentada, plantea el restablecimiento de una nueva Glass-Steagall Act que, traída al contexto del siglo XXI, reorganice institucionalmente el sistema financiero-bancario y equilibre las relaciones de poder entre este y la sociedad en su conjunto,

disminuya los conflictos y riesgos asociados a este sistema y prevenga las grandes crisis financieras globales y las depresiones/recesiones que eventualmente le siguen.

El capítulo está ordenado como sigue. En la sección 2, se hace el recorrido histórico de la banca universal a la banca especializada y de vuelta a la banca universal que nos sitúa en el contexto general para entender los procesos de cambio institucional que llevaron a la crisis de 1929 y a la crisis de 2007. A su vez, para el lector que desee profundizar en estos procesos se ofrecen tres subsecciones independientes, además de la sección general. La primera, “Cambio en la regulación financiera, papel de las autoridades y lobbying financiero” está compuesta por cinco apartados organizados por cortes temporales, en conjunto se resaltan las principales características del cambio en la organización institucional del sistema bancario-financiero en Estados Unidos desde finales del siglo XIX hasta la crisis de 2007 centrando la atención en la interrelación de los tres aspectos que dan título a esta subsección. La segunda, ofrece una perspectiva general de las burbujas especulativas que dieron lugar al crash del 29 y la crisis de las hipotecas subprime haciendo énfasis en sus similitudes. Por último, la tercera subsección describe la organización institucional posterior a la crisis de 2007. Por su parte, la sección 3 presenta la propuesta de política que se deriva de la interpretación presentada en la sección 2. Finalmente se dan las conclusiones preliminares.

III.2 Fundamentos históricos: de la banca universal a la banca especializada y de vuelta a la banca universal

A la par que se afianzaba el proceso de industrialización en los Estados Unidos a finales del siglo XIX, la industria financiera y bancaria vivía su propio proceso de conformación. En las primeras etapas de este proceso una característica que presentaba esta industria era que los bancos comerciales hacían negocio en un limitado número de actividades. Lo anterior comenzó a cambiar iniciada la década de los años ochenta decimonónicos. Durante las décadas de 1880 y 1890 los grandes bancos comerciales de las principales ciudades estadounidenses (Nueva York, Boston y Chicago), contrario a lo establecido por la Ley de Bancos Nacionales de 1864³⁹, comenzaron a asociarse con distintos bancos de inversión con el fin de vender nuevas emisiones de acciones. Los sindicatos de suscripción —nombre que recibió dicha asociación—, se conformaron en un inicio por iniciativa de los bancos de inversión, cuyos principales representantes al momento eran

³⁹ La National Bank Act de 1864, entre otras cuestiones, prohibía a la banca comercial vender o comprar títulos al menos que estos fueran bonos del gobierno federal, estatal o local.

J. P. Morgan y Kuhn, Loeb; y se hicieron con el fin de incrementar la capacidad de venta de títulos de valores al público en general.

Con el paso del tiempo, los bancos comerciales comenzaron a formar sus propios sindicatos de suscripción a través de la asociación con pequeños bancos de inversión, mediante el establecimiento de filiales estatales constituidas como compañías no bancarias, o bien fundando o comprando trusts. De esta manera, la banca comercial y los bancos nacionales podían continuar en el negocio de la suscripción y comercio de títulos de valores al margen de lo establecido en la National Bank Act y aún sobre lo que en 1902 estableció el Contralor de la Moneda, quien indicó que los bancos nacionales no tenían la autoridad de invertir directamente en acciones corporativas o en la venta de títulos de deuda o acciones.

Después de la crisis de 1907 y con la bancarrota de varios trusts, la confianza del público en este tipo de instituciones disminuyó. Así como también las ventajas que para los bancos comerciales representaba la adquisición o conformación de éstos. Sin embargo, lo anterior no implicó que la banca comercial detuviera sus negocios en el sector de las finanzas. Pocos años después de la crisis, el Congreso de los Estados Unidos otorgó a la banca comercial las atribuciones de los trusts (en 1913) y para fines de la década (1918) aumentó dichas atribuciones.

Sin mayor restricción legal y con la venia del Congreso, en la segunda mitad de la década 1920, la expansión y concentración del poder económico y financiero se afianzó y continuó creciendo. Este proceso se vio reforzado con el estallido de la Primera Guerra Mundial y la monumental emisión de valores gubernamentales llevada a cabo por los países aliados (2.5 mil millones de dólares en bonos emitidos entre 1915 y 1917). Esta deuda se logró colocar en el mercado estadounidense gracias a la formación de sindicatos nacionales de suscripción entre los bancos comerciales y los bancos de inversión.

Para 1917 —año en que entran al conflicto bélico los Estados Unidos— y hasta 1919, el Tesoro estadounidense emitió una serie de bonos conocidos como los Liberty Loans y los Victory Loans. Para financiar esta deuda (de alrededor de 20 mil millones de dólares) el Tesoro trabajó en conjunto con los bancos comerciales y los bancos de inversión haciendo uso de la infraestructura con la que ya contaban para poder colocar exitosamente los bonos; mediante diversos mecanismos, gobierno y banca lograron colocar toda esta deuda en manos del público estadounidense.

Terminada la guerra, durante la década de los veinte, la OCC siguió una política de desregulación pro-Wall Street, pro-banqueros y pro-empresarial en detrimento de la supervisión,

regulación y examinación periódica de los bancos nacionales. Lo anterior dio carta abierta a la conformación de los bancos nacionales en la primera generación de bancos universales, que si bien no tenían todas las atribuciones y capacidades de la banca universal de hoy en día, ya conformaban una industria bancaria y financiera muy compleja y diversificada, además de concentrada y dotada de gran poder. Esta política llevada a cabo durante los años veinte condujo a una rápida expansión de la banca universal en el sector inmobiliario y en la bolsa de valores lo cual contribuyó en gran manera a la expansión económica vivida durante los “alocados veinte”.

El gran crecimiento económico experimentado durante la década de 1920 se debió en gran parte al furor vivido en las bolsas de valores e impulsado por el actuar de los bancos universales. Durante estos años, los bancos comerciales y los bancos de inversión se enfrascaron en una dura competencia por la provisión de servicios y productos financieros al público en general, el cual afianzaba cada vez más su confianza y admiración en la banca de aquellos años. Esta percepción y aceptación pública sobre las virtudes de la banca se vio reforzada por el éxito que tuvo la Fed en mantener la estabilidad durante las breves recesiones de 1923-1924 y 1926-1927. Como menciona Allen (1935)⁴⁰ “por siete años la desconfianza del público en Wall Street disminuyó, hasta 1928 y 1929, los grandes financieros, como los grandes industrialistas, se habían vuelto objeto de una veneración en general”.

El crecimiento económico y la prosperidad vivida durante los años veinte fue tal que impulsó la creencia de que iba a ser perpetua y que cualquier situación o problemática con el crédito se resolvería de manera automática antes de que llegara a representar un verdadero peligro⁴¹. Además, se pensaba que la Fed ya había resuelto los problemas de las crisis y tenía la capacidad de evitarlas, dado su éxito en el manejo de las dos breves recesiones experimentadas en dichos años. No obstante, las problemáticas y peligros del boom crediticio y del auge en el mercado de valores no pasaron inadvertidos para algunos. La propia Fed desde comienzos de 1928 había mostrado preocupación sobre la estabilidad financiera del sistema e incluso el presidente Hoover declaró dos años antes de asumir el cargo, en 1927, que la “especulación ... sólo podría llevarnos a las costas de la depresión”⁴². Y en efecto así sucedió cuando en octubre de 1929 estalló la burbuja bursátil de la bolsa de valores de Nueva York.

⁴⁰ Citado en Wilmarth (2020, p. 31).

⁴¹ En efecto, esta era la postura de la Asociación de Banqueros Americanos (ABA) en 1928, quienes declararon que cualquier situación crediticia se resolvería por sí misma antes de que representara un peligro real. (Wilmarth, 2020, p. 71)

⁴² Wilmarth (2020, p. 55) citando los memorándums de Hoover.

Ante el inmenso volumen de pérdidas sufrido por los bancos universales derivado no sólo de sus inversiones bursátiles y préstamos sino también de sus inversiones de capital a largo plazo en diversas empresas, no resulta asombroso que el colapso de dos bancos universales —Caldwell Company y Bank of United States— a finales de 1930 precipitara la transformación de una crisis financiera en una crisis bancaria (1930-1933) que rápidamente se extendió a la economía en su totalidad hasta convertirse en la Gran Depresión.

Es importante resaltar que los bancos universales no solamente estuvieron en el epicentro de la depresión en Estados Unidos, sino que también en aquellos países europeos en los que su sistema bancario y financiero estaba controlado por una banca universal. Este es el caso, como lo documenta Wilmarth, de Alemania y Austria (2020, pp. 98–99) y de Italia y Bélgica (2020, pp. 99–101), por mencionar algunos. Cabe recalcar que el actuar de la banca universal en estos países siguió las mismas directrices en su forma de actuar e invertir como aquel de la banca universal estadounidense.

En cambio, no hubo crisis bancarias en aquellos países cuyo sistema bancario se encontraba conformado en una banca especializada. Este fue el caso de Gran Bretaña y Canadá (Wilmarth, 2020, pp. 102–108), donde los grandes bancos comerciales al no participar en el mercado de valores no se encontraban expuestos frente a una crisis financiera. Aun cuando la banca en estos países presentaba una alta concentración⁴³, si bien también sufrieron los estragos de la Gran Depresión, los efectos de la debacle financiera no fueron de la magnitud experimentada en Estados Unidos y en el resto de Europa. De hecho, en Gran Bretaña prácticamente ninguno de sus principales bancos comerciales tuvo que declararse en bancarrota.

A finales de 1932 las acciones llevadas a cabo tanto por la Fed como por el gobierno federal habían tenido modestas consecuencias favorables para la economía estadounidense. La Fed había implementado un programa de operaciones de mercado abierto con el fin de inyectar liquidez, programa al que dio fin en septiembre de 1932. Por su parte, la administración Hoover en enero de 1932 había creado la Corporación para la Reconstrucción Financiera (RFC, por sus siglas en inglés) con el fin de otorgar facilidades de crédito para los bancos que enfrentaran problemas. No obstante, como se expone en la siguiente subsección, esta institución se enfocó en asegurar la supervivencia de un puñado de éstos, a los que catalogó como bancos de importancia sistémica o según el término más extendido los bancos *Too Big to Fail*.

⁴³ Los cinco bancos más grandes de Gran Bretaña concentraban más del 80% del total de depósitos de la nación. Por su parte, sólo tres bancos en Canadá concentraban el 75% del total de activos bancarios (Wilmarth, 2020, p. 102).

El favoritismo hacia los grandes bancos, y particularmente el rescate de \$90 millones de dólares de Central Republic de Chicago, dejó en el público una marcada antipatía hacia la RFC a tan sólo un año de haber iniciado labores. Con la presión de la opinión pública encima, cuando en febrero de 1933 dos de los bancos más grandes de Detroit —el Guardian Detroit Union Group y Detroit Bankers Company, propietarios cada uno de más de veinte bancos, además de diversas filiales de valores y mobiliarias— solicitaron préstamos a la RFC para hacer frente a sus problemas de insolvencia, ésta se negó a rescatarlos. El dejar quebrar a estos bancos —acción que evoca la quiebra de Lehman Brothers en 2008— propició el colapso de todo el sistema financiero estadounidense.

La primera reacción del Congreso de los Estados Unidos frente a la crisis desatada a inicios de 1933 fue la organización de un subcomité especial con el fin de investigar el actuar de Wall Street en el mercado de valores. Esta serie de investigaciones realizadas en los primeros meses de 1933 fueron conducidas por Ferdinand Pecora, a la sazón funcionario del Senado de los Estados Unidos. Entre las instituciones investigadas se encontraban los principales bancos universales de Estados Unidos, así como diversas empresas y bancos de inversión, de los cuales destacan las empresas de Samuel Insull, el National City Bank y su filial (la National City Company [NCC]) y J. P. Morgan.

Las investigaciones de Pecora dejaron en claro todos los vicios y los excesos en los que la banca universal había incurrido durante la década de 1920. Por vez primera se hizo pública la información interna sobre los manejos de la banca universal dando a conocer sus varios y muy diversos conflictos de intereses, las prácticas de venta y mercadeo sin ética que habían implementado para la venta de un sinnúmero de títulos de alto riesgo, y el volumen y destino del dinero otorgado para el rescate de los grandes bancos, el cual en no pocas ocasiones fue a parar a los bolsillos de los directores y principales ejecutivos de dichos bancos.⁴⁴

La aceptación que en otrora momento había logrado la banca universal ahora estaba severamente cuestionada. Así, para hacer frente a la crisis bancaria, y no sin antes enfrentar cierta oposición —sobre todo de la élite financiera—, se promulgaron en 1933 la Securities Act y la Glass-Steagall Act, las dos leyes que pusieron fin a la primera generación de banca universal y dieron paso a la conformación de la banca especializada en los Estados Unidos.

A pesar de enfrentar oposición por ciertos sectores, tanto públicos como privados, y los diversos intentos de la industria financiera de darle vuelta a la ley encontrando vacíos legales, la

⁴⁴ Para un análisis extenso véase Pecora (1939) y Wilmarth (2020, Cap. 6)

Glass-Steagall Act se mantuvo vigente. Incluso, ésta fue reforzada con la promulgación de otras leyes y disposiciones, como la Bank Holding Company Act en 1956, durante las siguientes tres décadas.

En conjunto, “Glass-Steagall Act y Bank Holding Company Act establecieron un sistema financiero consistente en tres sectores separados, independientes y culturalmente distintos” (Wilmarth, 2020, p. 149). Grosso modo, las atribuciones particulares eran las siguientes. Por un lado estaban los bancos comerciales, los cuales aceptaban depósitos y hacían préstamos a corto plazo a negocios y consumidores. Por otro lado estaban las empresas de valores (o bancos de inversión) y las aseguradoras, también independientes entre sí pero enfocadas en inversiones a largo plazo. Las empresas de valores, accedían a fondos “de riesgo” a largo plazo de los inversionistas de acuerdo con las necesidades de capital de firmas comerciales e industriales. Por su parte, las aseguradoras recolectaban primas por suscribir el riesgo de empresas e individuos, para después colocar dichos fondos en los mercados de capital.

El sistema financiero y bancario especializado perduró todo el periodo conocido como los *Trente Glorieuses* o la era dorada del capitalismo. Un periodo de crecimiento económico, mejoras en el bienestar social y ajeno de crisis económicas y financieras importantes. Sin embargo, en la década de los setenta comenzaron las primeras rupturas. Recién iniciada la década, Estados Unidos puso fin al sistema monetario establecido en Bretton Woods. A esta situación le siguieron durante el resto de la década —y la siguiente— diversos eventos que minaron de manera importante la estabilidad de la economía mundial y con ella los bancos universales comenzaron a abrirse paso nuevamente.

La reconformación del sistema bancario especializado a uno de corte universal fue un proceso que duró varias décadas. Si bien su inicio se puede situar en la década de los 70, los 80 y, principalmente, los 90 fueron las décadas en las que se impulsó un proceso de desregulación que termina por consolidar de nueva cuenta un sistema bancario y financiero caracterizado por una gran interconexión, una creciente concentración y el aumento del riesgo.

Como lo documenta Wilmarth (2002; 2017; 2020, Caps. 7–8) durante los últimas tres décadas del siglo veinte se llevó a cabo una verdadera campaña en pro de la desmantelación de la regulación y supervisión del sistema bancario y financiero. La campaña, caracterizada por la apertura de lagunas legales en la Glass-Steagall Act y la Bank Holding Company Act fue apoyada no sólo por los principales beneficiados (los bancos y las instituciones financieras no bancarias),

sino también por las autoridades reguladoras (principalmente la Fed de Greenspan⁴⁵ y la OCC) y diversos actores políticos y académicos⁴⁶. Con cada nueva laguna abierta, los bancos e instituciones financieras no bancarias iban obteniendo mayores ganancias y con ellas una mayor influencia política.

Durante este periodo, la mayor influencia política se vio reflejada en la aprobación por parte del Congreso de tres estatutos claves que terminaron por sepultar el sistema bancario especializado. La primera de estas fue la ley Riegle-Neal de 1994, que eliminaba las barreras para la expansión de los bancos a nivel estatal y nacional; cinco años después, la ley Gramm-Leach-Bliley dio por terminadas las prohibiciones para la afiliación entre las distintas instituciones bancarias, y financieras no bancarias. Por último, la ley de Modernización de Futuros de Commodities del 2000 exentó los derivados OTC de cualquier forma de regulación.

Con la promulgación de estas tres leyes se puso fin al periodo de la banca especializada, y con él, la explosión no sólo en el volumen de los valores emitidos y comerciados, sino también la concentración del sistema financiero mundial en grandes conglomerados financieros fue brutal. Estos gigantescos bancos universales, que Wilmarth (2020, p. 195) denomina como “Los Grandes Diecisiete”⁴⁷, además de haber ganado un inmenso poder económico también adquirieron una influencia sin precedentes en el poder político permitiéndoles ampliar la penetración de la banca universal. Esto no fue sólo una situación propia de Estados Unidos, sino que fue una práctica extendida y usada prácticamente por toda la banca en el mundo.

La desmantelación del aparato regulatorio y de supervisión de la industria financiera que permitió de nueva cuenta la conformación de bancos universales, aunado a la explosión del sector de telecomunicaciones y de nuevas tecnologías, dio lugar a un frenesí sin parangón en los mercados de crédito y de valores. Durante la década de 1990, bajo estas condiciones, se formó una burbuja especulativa que terminó por estallar prontamente recién iniciado el nuevo milenio.

Pese al episodio de grave inestabilidad financiera de inicios de los 2000 y a las cuantiosas pérdidas de riqueza que conllevó, las autoridades monetarias dieron continuidad al esquema de

⁴⁵ Cabe mencionar que antes de trabajar en la administración Ford y como presidente de la Fed durante la administración Reagan, Alan Greenspan fue un director de J. P. Morgan & Chase.

⁴⁶ En Douglas (2019) se da una clara explicación de cómo se llevó a cabo en Estados Unidos este lobbying bancario y su interrelación y apoyo por parte de amplios sectores políticos y académicos (predominantemente la escuela de Chicago). Para una perspectiva más global sobre este proceso véase Escalante (2015).

⁴⁷ Estos bancos incluían los cuatro más grandes bancos de Estados Unidos: Bank of America, Citigroup, JPMC y Wachovia; los cinco más grandes bancos de inversión de Estados Unidos: Bear Stearns, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch y Morgan Stanley; y ocho bancos universales del resto del mundo, principalmente europeos: Barclays, BNP Paribas, Credit Suisse, Deutsche Bank, HSBC, RBS, Société Générale y UBS.

mínima regulación y supervisión de la industria bancaria. Con la disminución de las tasas de interés y la abundante liquidez, medidas que la Fed implementó como respuesta a la crisis financiera, se terminó por instaurar en el ideario colectivo de los grandes bancos que las autoridades monetarias, en especial la Fed, mantendrían una política de *laissez-faire* en los mercados financieros, así como una pronta actuación favorable para con los mismos, implicando incluso su rescate, cuando estos se hallasen en problemas.

Al amparo de las condiciones propicias para el desenvolvimiento de sus actividades, la banca universal continuó expandiéndose y articulándose con todos los sectores de la economía, a la vez que impulsaba la creación de nuevos instrumentos que le permitieran mantener, o aumentar, las ya de por sí altas tasas de ganancia de la industria financiera, sin tomar en cuenta que esta innovación financiera involucraba un cada vez mayor riesgo sistémico. Entre los principales sectores involucrados, el más representativo fue el sector de bienes raíces. Este sector experimentó un crecimiento inicial en virtud de la expansión de los créditos hipotecarios, favorecidos por el contexto de bajas tasas de interés. Sin embargo, este aumento pronto se transformó en una burbuja especulativa cuando los bancos universales comenzaron a titulizar las hipotecas en diversos nuevos instrumentos que fueron objeto de especulación en los mercados financieros.

El ritmo desacompasado entre el crecimiento de la economía y los mercados financieros, y la sobrevaluación en el precio de los distintos valores bursátiles relacionados con los bienes raíces se hizo insostenible y terminó por colapsar en 2007, propiciando en los años subsiguientes la mayor crisis mundial desde la Gran Depresión.

La Gran Recesión de 2008-2009, aun cuando sus causales y consecuencias evoquen profundamente a sus respectivos durante la Gran Depresión, no tuvo el mismo impacto reformador del sistema. En términos generales, no obstante el intenso debate que generó la quiebra del sistema en los últimos años de los 2000, se mantuvo el esquema de una industria financiera conformada por grandes conglomerados de banca universal que operan a discreción en un entorno de abundante liquidez y bajas tasas de interés, bajo un marco regulatorio débil y una escasa supervisión de las autoridades competentes. Así, la banca universal afianzó su triunfo sobre la batalla librada desde décadas atrás por su reinstauración y pudo mantener el *statu quo* ante el serio desafío que enfrentó con el estallido de la crisis.

III.2.1 Cambio en la regulación financiera, papel de las autoridades y lobbying financiero

De finales del siglo XIX hasta 1919

El desmantelamiento del sistema de banca especializada instaurado en 1864 con la National Banking Act comenzó a finales del siglo XIX con el aprovechamiento de vacíos y lagunas legales en esta por parte de los bancos nacionales⁴⁸. Éstos comenzaron a involucrarse en el mercado financiero, contraviniendo la ley, creando filiales de valores y participando en la venta de bonos y el asesoramiento de inversión para sus clientes, entre otras actividades.

Posterior a la crisis de 1907, con la promulgación de la Federal Reserve Act de 1913 y una posterior enmienda en 1918, el Congreso de Estados Unidos le concedió a los bancos nacionales la participación en la suscripción y comercio de títulos de valores, así como diversas atribuciones anteriormente exclusivas de los trusts y los bancos estatales.⁴⁹ Esta medida fue respaldada por la administración del presidente Taft (1909-1913) bajo el argumento que favorecía la competencia dentro de la industria financiera y bancaria, especialmente la competencia entre los bancos nacionales y los bancos estatales, pues los últimos gozaban de una legislación más laxa que los primeros.

Empero, no todos en el gobierno veían con buenos ojos el dotar de más atribuciones a los bancos nacionales y permitirles la creación de filiales bancarias de valores. Este fue el caso del Fiscal General Charles Wickersham quien buscaba romper la concentración del poder económico y financiero que para 1910 comenzaba a afianzarse en dos bancos nacionales: el First National Bank y National City Bank; y en dos bancos de inversión: J. P. Morgan y Kuhn, Loeb.

Para 1911, frente al anuncio por parte del National City Bank de la creación de una filial de valores, la National City Company, Wickersham encargó al Procurador General una opinión legal sobre esta medida. El Procurador General Frederick Lehmann concluyó que esta acción además de implicar una violación a la ley federal, también suponía un grave riesgo para la estabilidad financiera, pues podría crear una tentación irresistible de usar los fondos de los bancos para la especulación, a la par que generaría una aglomeración de varias empresas y varios bancos tal que

⁴⁸ En White (1984) se ofrece un recuento histórico de cómo los bancos nacionales fueron involucrándose en las operaciones fiduciarias (trusts) y la banca de inversión en las décadas de 1910 y 1920.

⁴⁹ Como lo indica Tippets (1925), el otorgamiento de estas medidas supuso una fuerte oposición de los trusts, así como de los bancos estatales en los que la jurisdicción de sus estados les permitía tener atribuciones de trusts. Dicha oposición suscitó un intenso debate legal respecto a la jurisdicción de los estados y aquella del gobierno federal, y la Fed, en lo que atañía al otorgamiento de licencias a los bancos nacionales para ejercer poderes fiduciarios, como aquellos de los trusts o de los bancos estatales. La última palabra la tuvo la Suprema Corte de los Estados Unidos quien determinó, en dos decisiones claves de 1917 y 1924, que a los bancos nacionales no podía prohibírsele el ejercer atribuciones fiduciarias.

ante la falla de uno se verían involucrados en un desastre común. No obstante, con el apoyo del Congreso, del Tesoro estadounidense y de la Secretaría de Estado se le permitió al National City Bank la creación de la National City Company.

Esta decisión no pasó sin críticas por diversos miembros del Congreso de los EE. UU., de tal suerte que en 1912 se encargó una investigación especial a lo que denominaron el “Money Trust” de Wall Street. Esta investigación estuvo a cargo del Comité de la Cámara de Representantes sobre Banca y Moneda y estuvo presidido por el representante Arsène Pujo. Para 1913, el reporte final del Comité Pujo determinó que once instituciones financieras controlaban la mayor parte de la industria financiera de los Estados Unidos, así como también la mayor parte del financiamiento empresarial. Concluyendo que esta concentración representaba un peligro demasiado grande como para ser tolerado, el Comité recomendó la prohibición a los bancos nacionales de suscribir y comerciar valores (salvo los bonos gubernamentales), de ser propietarios de acciones de los bancos y de asociarse con compañías involucradas en actividades de valores; añadiendo que a los bancos de inversión privados habría de prohibírseles el aceptar depósitos. A pesar de las advertencias, el Congreso hizo caso omiso de ellas y paulatinamente eliminó durante la década de 1910 las barreras existentes entre la banca comercial, los trusts y la banca de inversión.

No obstante, este proceso de conformación de la banca universal no fue ajeno de confrontación y oposición de algunas autoridades, misma que estuvo liderada por el Contralor de la Moneda John Skeleton Williams entre 1914 y 1921.

John Skeleton Williams fue hecho Contralor de la Moneda en 1914. Desde el principio, el objetivo primario de su gestión fue el reducir los privilegios y favores especiales que gozaban los bancos nacionales en la Oficina del Contralor de la Moneda. Un año antes, cuando Williams trabajaba en el Departamento del Tesoro, había descubierto que el National City Bank y el Banco Riggs tenían un trabajador a sueldo dentro de la Oficina del Contralor de la Moneda, el cual les reportaba a estos bancos sobre la situación financiera de los demás bancos nacionales una vez estos últimos entregaban los reportes periódicos al contralor. Por tal motivo, durante su gestión, Williams llevó a cabo una rigurosa supervisión y examinación de los bancos nacionales. Haciendo uso de sus poderes discrecionales, Williams instituyó que seis veces al año los bancos nacionales, así como los bancos estatales que estuvieran adscritos al Sistema de la Reserva Federal, habrían de entregar extensos reportes sobre la situación de sus finanzas. Como resultado muchos de los bancos estatales rechazaron la membresía en la recién creada Reserva Federal.

Ante tal situación y por presiones de los banqueros, el Congreso realizó en 1917 una enmienda a la Ley de la Reserva Federal con la cual transfería de la Oficina del Contralor de la Moneda la labor de supervisión y examinación de los bancos estatales miembros de la Fed directamente a las sedes regionales de la Fed, además reducía a tres los reportes obligatorios de dichos bancos a la Fed. Con esta reforma, entre 1917 y 1922, más de 1,600 bancos estatales se unieron a la Fed.

A pesar del revés, Williams continuó hasta el final de su gestión ejerciendo rigurosamente su labor criticando y exhibiendo los excesos en los que los mayores bancos de Estados Unidos estaban incurriendo. Entre estos bancos, el National City Bank era el principal objeto de sus críticas, así como de su filial, la National City Company, institución que en diversas ocasiones buscó auditar pero fue bloqueado en todas ellas por el Congreso bajo el argumento que la supervisión de las filiales de valores no era parte de sus atribuciones como contralor. Entre los excesos que denunció había tales como el otorgamiento desmedido de créditos, créditos que en no pocas ocasiones resultaban en créditos fallidos (como el caso de National City Bank en EE. UU., Rusia y Cuba durante la década de 1910); las inadecuadas reservas de liquidez que mantenían los bancos; y los préstamos adquiridos por los bancos que sobrepasaban el capital de los mismos. Aunado a estos excesos —más relacionados con la parte técnica— la OCC también denunció aspectos inmorales. Tal fue el caso del National Chase Bank, a cuyo presidente denunció por haber otorgado \$40 millones de dólares en préstamos a propios del banco y sus familiares, de los cuales un cuarto fue otorgado al presidente de Chase y su familia. En suma, estos préstamos eran superiores al valor del capital del Chase Bank.

Asimismo, la Fed también fue objeto de las críticas de Williams. En particular la Fed de Nueva York, la cual en 1921 había extendido préstamos por \$144 millones de dólares a los 5 principales bancos de Nueva York mediante su ventanilla de descuento. Este total excedía por más de cinco veces el total de préstamos otorgados por cinco bancos regionales de la Reserva Federal a todos los bancos de sus regiones. Además —denunciaba Williams— estos préstamos habían sido usados para otorgar préstamos call money⁵⁰ que financiaban acciones especulativas.⁵¹

Por último, Williams también hizo ver durante toda su labor a cargo de la OCC su descontento con la unión de los bancos comerciales y sus filiales de valores, argumentaba que

⁵⁰ Los “call money” loans eran préstamos a corto plazo hechos a brokers, los cuales estaban asegurados por pignoraciones de valores o con algún otro colateral.

⁵¹ New York Times (1921).

ambos negocios eran incompatibles pues “resultaría difícil, sino imposible, para el mismo conjunto de oficiales el conducir de manera segura, sana y exitosa el conservador negocio de la banca nacional y al mismo tiempo dirigir y gestionar los negocios especulativos y las promociones de las instituciones auxiliares”⁵². Al mismo tiempo, hizo énfasis en que los bancos comerciales patrocinadores ofrecían demasiado apoyo financiero a sus filiales exponiendo a las instituciones, y por ende a sus clientes, a severas pérdidas. Además, en no pocas ocasiones los bancos comerciales financiaban con fondos de sus depositantes negocios especulativos riesgosos vía sus filiales, y de esta forma indirectamente se involucraban en negocios que “ni de manera segura ni legal podían hacer directamente”⁵³.

En 1918 los republicanos retomaron el control del Senado de los EE. UU., y desde esta posición lograron bloquear al Presidente Wilson (1913-1921) en su decisión de mantener a Williams como Contralor de la Moneda para un segundo mandato; allanando el camino para la continuación del proceso de conformación de la banca universal.

Este proceso se vio reforzado al estallar la Primera Guerra Mundial. Con el fin de apoyar el esfuerzo bélico, el Departamento del Tesoro y la Junta de la Reserva Federal crearon el Comité de Emisiones de Capital, en funciones desde 1917 hasta 1919, el cual se encargó de revisar las nuevas emisiones de capitales por parte de los privados con el fin de restringir a los bancos comerciales y los bancos de inversión de suscribir dichos valores diferentes a los bonos Liberty y a los Victory Loans emitidos por el Tesoro estadounidense. Estos últimos, adquiridos principalmente por los bancos comerciales, ofrecían una posibilidad de financiamiento barato puesto que podían ser usados como colateral en la ventanilla de descuento de la Fed a tasas preferenciales. Así, haciendo uso de este crédito barato con la Fed, los bancos comerciales, principalmente durante 1919 y 1920, ofrecieron un gran volumen de crédito a las empresas obteniendo altas ganancias y afianzando su preponderancia en la economía estadounidense.

De 1920 a 1929

El repunte de la economía estadounidense en los primeros años de la posguerra se vio terminado con el fin del programa de financiamiento del Tesoro en 1919 y con el aumento de las tasas de interés por parte de la Fed en la segunda mitad de 1920 frente a un incremento en la inflación. A

⁵² Contralor de la Moneda (1920, p. 57) citado en Wilmarth (2020, p. 28).

⁵³ Contralor de la Moneda (1920, p. 57) citado en Wilmarth (2020, p. 28).

estos dos acontecimientos les siguió una severa recesión en la segunda mitad de 1920 y gran parte de 1921.

Una de las instituciones financieras más afectadas fue el National City Bank, quien no sólo sufrió los efectos de la recesión, sino también fueron fuertemente afectados por la Revolución Rusa, país donde habían hecho fuertes inversiones años antes, y por la disminución en el precio del azúcar cubano, ya que una quinta parte de todos los créditos cubanos fueron otorgados por el National City Bank. Enfrentando una severa crisis y después de diversas reestructuraciones, llegó a la presidencia del banco Charles Mitchell. Al llegar a la presidencia, Charles Mitchell implementó un programa para convertir al National City Bank en un banco universal, su visión era volver de la institución una “tienda departamental financiera”⁵⁴. Y en efecto así lo hizo, pues a finales de la década 1920, el National City Bank se convirtió en el más grande banco de los Estados Unidos y en el mayor distribuidor de valores del mundo. Este programa fue seguido por los demás bancos nacionales en Estados Unidos, formando así la primera generación de bancos universales.

La conformación de la banca universal durante la década de 1920 se vio beneficiada por el retorno del partido republicano a la Casa Blanca. Durante las administraciones de Warren Harding (1921 - 1923) y Calvin Coolidge (1923 – 1929), los sucesores de Williams en la OCC llevaron a cabo una campaña de desmantelamiento de las regulaciones impuestas por su predecesor, cuyas políticas implementadas mermaron la autoridad de la OCC sobre los bancos nacionales y permitieron su expansión y consolidación.

La política a favor de los bancos nacionales propició una feroz competencia entre la banca comercial y los bancos de inversión, lo cual explica en buena parte el aumento desmedido en el volumen del mercado de valores durante la década de los veinte del siglo pasado. Además de por la creación de innumerables trust por parte de los bancos de inversión y los bancos universales por igual, esta lucha por el mercado financiero estuvo caracterizada por el uso de muy diversos y verdaderamente agresivos métodos de venta para colocar los títulos domésticos y extranjeros que ofertaban (principalmente de Europa, pero también de manera muy importante de Asia y Latinoamérica). Esta competencia resultó en lo que describe Carosso (1970, p. 254)⁵⁵ como un “mercado declive en el juicio y éticas bancarias y en una explotación inescrupulosa de la ingenuidad y avaricia del público”.

⁵⁴ Cleveland y Huertas (1985) citado en Wilmarth (2020, p. 24)

⁵⁵ Citado en Wilmarth (2020, p. 36, traducción propia)

De acuerdo con Wilmarth (2020, pp. 32–47) la mejor ejemplificación de la estrategia seguida por la banca universal durante la década de 1920 es aquella implementada por el National City Bank y su filial la National City Company. Esta estrategia se puede englobar en siete grandes aspectos: i) la expansión de las operaciones mediante la apertura de sucursales y oficinas tanto a nivel nacional como internacional; ii) el incremento en los servicios y productos financieros ofertados; iii) la adquisición de bancos y otras instituciones financieras de menor tamaño; iv) la transferencia desmedida de fondos de los bancos a sus filiales para financiar créditos para la especulación en títulos de valores que en no pocas ocasiones fueron usados en activos de alto riesgo; v) el establecimiento de una agresiva campaña de venta y mercadeo que mediante el asesoramiento financiero de “expertos” buscaba presionar a los consumidores a transferir sus depósitos al mercado de valores e invertir en la compra de los valores que ofrecían (esta práctica también se hizo extensiva incluso hacia los propios empleados del banco)⁵⁶; vi) la compra masiva de acciones de los mismos bancos con el fin de inflar el valor de mercado de éstos; y vii) el establecimiento de planes de bonificación (incentivos) a los ejecutivos, empleados y funcionarios de estos bancos en exceso lucrativos y que se mantenían ocultos de los accionistas de los propios bancos⁵⁷.

No obstante, al final, los bancos comerciales ganaron la batalla, pues las condiciones técnicas propias de dichos tipos de bancos como la capacidad de atraer mayores fondos y sus mayores reservas de capital, entre otras, sumadas a las condiciones ampliadas y mucho más favorables otorgados a la banca comercial y los diversos permisos otorgados por la OCC terminaron por inclinar la balanza favoreciendo el crecimiento y la concentración de los bancos comerciales. Salvo por dos bancos de inversión, J. P. Morgan y Kuhn, Loeb⁵⁸, gran parte del mercado lo acaparó la recién formada banca universal, y entre estos la principal institución fue el National City Bank⁵⁹.

⁵⁶ Julian Sherrod, un extrabajador de la National City Company llegó a declarar que el consumidor típico “no sabía lo que estaba comprando. Yo no sabía lo que estaba vendiendo. Yo sólo estaba mercadeando”. Perino (2010) citado en Wilmarth (2020, p. 40, traducción propia).

⁵⁷ En palabras de Ferdinand Pecora, el senador que dirigió las investigaciones del senado estadounidense hacia la National City Bank y la National City Company después del crash de 1929, el actuar de los managers de dichas instituciones fue “un gigantesco, dispositivo a prueba de tontos para apostar libremente con el dinero de los accionistas, tomando grandes ganancias cuando ganaban la apuesta, y arriesgando ni un solo centavo de su propio dinero si ellos perdían” (2020, p. 37, traducción propia).

⁵⁸ Cabe mencionar que estos bancos de inversión siguieron una estrategia mucho más conservadora, incluso cuando comenzó el frenesí por los títulos de compañías extranjeras estas dos instituciones disminuyeron considerablemente sus inversiones en bonos y acciones foráneas.

⁵⁹ Durante los 1920, el National City Bank más que duplicó sus activos, sus depósitos y sus préstamos, y más que cuadruplicó su negocio en la suscripción y comercio de valores (Wilmarth, 2020, p. 36).

En esta competencia, la actuación de los contralores, Daniel Crissinger⁶⁰, Henry Dawes y Joseph McIntosh fue decisiva. Durante sus gestiones, éstos cabildearon y presionaron al Congreso recomendándole expandir las capacidades de los bancos nacionales para abrir sucursales, para otorgar préstamos hipotecarios y entrar sin trabas al negocio de la suscripción y comercio de valores.

El lobbying llevado a cabo desde la Oficina del Contralor de la Moneda, así como de los bancos nacionales y las demás medidas favorables del Congreso y la Fed para con estos últimos durante los años veinte del siglo pasado dieron como resultado la McFadden Act de 1927. Esta ley permitió a los bancos nacionales otorgar préstamos hipotecarios, abrir sucursales en sus ciudades cedas (si es que la ley estatal vigente lo permitía para los bancos estatales) y autorizaba a los bancos nacionales a comprar y vender “títulos de inversión”⁶¹ (Contralor de la Moneda, 1927; Federal Reserve Bank of St. Louis, 2013; Wilmarth, 2020).

La promulgación de la McFadden Act terminó con el proceso de conformación de la primera generación de banca universal iniciado en la década anterior. Por ello no resulta sorprendente que el año en que entró en vigor esta ley coincidiera precisamente con aquel en el que el frenesí en el mercado de valores comenzó un crecimiento desmesurado. Lo que hizo más explícita la presencia de una burbuja especulativa, levantando suspicacias respecto a la sostenibilidad del boom experimentado.

Frente a la preocupante situación, a principios de 1928 distintas sedes regionales de la Fed decidieron aumentar la tasa de descuento de 3.5% a 5%. Sin embargo, los créditos continuaron aumentando durante el año, en particular los préstamos “call money” y los préstamos de margen, para los cuales se ofrecía un colateral en forma de acciones. A pesar de este continuo crecimiento, la Fed no volvió a aumentar las tasas de interés el resto del año, sino hasta 1929 cuando la aumentó al 6%.

A pesar de los aumentos de la tasa de interés, durante 1928 el crecimiento del crédito bancario siguió acelerándose considerablemente. Tan sólo el crédito que la Fed otorgó a sus bancos miembros más que se duplicó en relación con el año anterior llegando a alcanzar la cifra de \$900 millones de dólares. Por tal motivo, a comienzos de 1929 las preocupaciones de la Fed

⁶⁰ Crissinger era un banquero e íntimo amigo del Presidente Harding, en 1923 renunció a la OCC para asumir el cargo de presidente de la Reserva Federal.

⁶¹ Estos títulos de inversión eran definidos discrecionalmente por el Contralor de la Moneda bajo los criterios que estos fueron considerados negociables. En un principio los valores permitidos se reducían a bonos, notas y obligaciones. Sin embargo, bajo el criterio de los Contralores Dawes y McIntosh se les permitió a las filiales de valores de los bancos nacionales la suscripción y comercio de acciones y otros valores.

continuaron aumentando, sin embargo, a diferencia del año anterior, esta vez la Fed no tenía clara qué medida de política implementar para relajar la situación. El debate que surgió al interior de la Fed tenía dos posturas claras. Por un lado, la Fed de Nueva York y otros bancos regionales optaban por aumentar las tasas de descuento. Por otro lado, la posición de la mayoría de los bancos regionales de la Fed y de la Junta de la Reserva Federal —y que por ende ganó el debate— era la de ejercer una política de presión directa mediante la negación del canal de crédito a los bancos que planeaban usar dichos préstamos para financiar el comercio de valores.

Las medidas de la Fed si bien lograron disminuir los call loans con el banco central, poco consiguieron en la detención del frenesí especulativo, en tanto el financiamiento que demandaban brokers e inversionistas en general rápidamente halló su oferta en los prestamistas no bancarios —aseguradoras, inversionistas extranjeros, empresas e individuos ricos, *inter alia*. Los cuales estaban fuera de la acción supervisora y de regulación tanto de la Fed como de la OCC. Para cuando la burbuja estalló, los prestamistas no bancarios concentraban alrededor del 70% de todos los call loans.⁶²

Cuando el boom especulativo terminó en octubre de 1929, el primero en actuar fue el banco regional de Nueva York, el cual proveyó de liquidez al mercado al comprar más de \$160 millones de dólares en títulos del gobierno además de ofrecer préstamos a través de su ventanilla de descuento a todos los bancos miembros. En los meses de noviembre y diciembre de 1929, la Junta de la Reserva Federal acordó la compra de títulos de gobierno por alrededor de \$200 millones de dólares, bajar la tasa de descuento de 6% a 4.5% e impidió a la Fed de Nueva York el realizar OMAs sin el permiso de la Junta.

De 1930 a 1970

El conjunto de medidas de política fiscal, implementadas por el recién electo presidente Herbert Hoover, y de relajación de la política monetaria (la tasa de descuento fue disminuida hasta 2.5%), por parte de la Fed, en la primera mitad de 1930 permitieron obtener para mediados de aquel año una somera recuperación. Sin embargo, a las primeras luces de recuperación, los bancos de inversión y la banca universal no dejaron pasar la oportunidad y prontamente se aprovecharon de la recobrada confianza —mas aún frágil— del público.

⁶² Esta situación es equiparable al papel que jugó la banca sombra en la burbuja especulativa durante los 2000 y a la relativa ineffectividad de la respuesta de la Fed en las primeras etapas de la crisis 2007-2009.

Ya desde inicios de 1930, pero con mayor fuerza en la segunda mitad, las instituciones financieras impulsaron de nueva cuenta las prácticas de venta y compra llevadas a cabo en los años anteriores comenzando una campaña masiva de colocación de nuevas emisiones de valores. No obstante, en esta ocasión, para apurar la recuperación de las pérdidas del año anterior, la inmensa mayoría de estas nuevas emisiones fueron de alto riesgo y más pronto que tarde comenzaron a caer en default.

A finales de 1930, la quiebra de dos bancos universales (Caldwell and Company y Bank of United States), que llevaron a cabo campañas como las anteriormente descritas, precipitó la conversión de la crisis financiera en una crisis bancaria que se extendería hasta 1933 y terminaría por transformarse en una crisis económica, la Gran Depresión.

Para hacer frente a la crisis bancaria, la administración Hoover llevó al seno del congreso estadounidense en diciembre de 1931 una iniciativa para crear una institución que coadyuvara con las demás autoridades monetarias en el otorgamiento de créditos para los bancos en problemas. Un mes después fue aprobada la propuesta y con ella dio inicio labores la RFC. Sin embargo, desde sus inicios, fue muy claro la distinción favorable hacia los grandes bancos universales, que por su importancia sistémica, consideraba imperativo rescatar. Por tal motivo, de los \$950 millones de dólares otorgados en préstamos en 1932, un tercio fue otorgado a sólo 26 de los bancos más grandes del país; \$90 millones de los cuales fueron destinados en junio de 1932 al rescate de Central Republic Bank (uno de los más grandes bancos universales) y que entraría en liquidación pocos meses después del rescate. Dos bancos universales más, el National City Bank y el Chase Bank, fueron rescatados bajo el auspicio de la RFC. (Wilmarth, 2020, pp. 111–114)

Este claro favorecimiento hacia los grandes bancos minó la confianza del público no sólo en los bancos mismos, sino en la capacidad del gobierno y de la Fed para hacer frente a las apremiantes problemáticas que el sistema financiero estadounidense enfrentaba. Además, había levantado en el público general una fuerte animosidad contra la conducción de las autoridades en favor de los grandes conglomerados. Con la antipatía pública a cuestas, la RFC se negó en febrero de 1933 a otorgar préstamos a dos de los más grandes bancos de Detroit (Guardian Detroit Union Group y Detroit Bankers Company), cuyas eventuales quiebras propiciaron el colapso de todo el sistema financiero en febrero de 1933. La profundización de la crisis a inicios de 1933 le costó al gobierno de Herbert Hoover, y al partido republicano, su reelección.

La llegada en 1933 a la Casa Blanca del demócrata Franklin Delano Roosevelt representó un distanciamiento de la predilección gubernamental por el sistema bancario y financiero que se

concretó en la reconfiguración de todo el sistema bancario en Estados Unidos. Recién a su llegada, el presidente Roosevelt impulsó como parte de su New Deal la promulgación de la Securities Act y la Glass-Steagall Act, las dos leyes que dieron paso a la conformación de la banca especializada en los Estados Unidos.

La Securities Act de 1933 por vez primera establecía un marco regulatorio y de supervisión para el mercado de valores. Esta ley establecía una serie de requerimientos que todos los emisores y suscriptores de valores habrían de seguir toda vez que estos quisieran hacer público un nuevo ofrecimiento. Entre los requisitos para las nuevas emisiones, el principal componente se centraba en la información específica y clara dada a los posibles inversores sobre quién emitía los nuevos valores, cuáles eran éstos y en qué términos eran ofertados. De no hacerlo así tanto los emisores como sus altos ejecutivos, directivos, suscriptores, contadores, y cualquier experto involucrado en el comercio de estos valores estaba sujeto a pagar los daños ocasionados por el otorgamiento de información falsa, malintencionada o engañosa. Además, la nueva comisión creada para administrar esta ley, la Comisión Federal de Comercio (FTC, por sus siglas en inglés), podría bloquear cualquier tipo de emisión si detectaba alguna irregularidad en la información proporcionada.

Por su parte, la Glass-Steagall Act como se le conoce a la Banking Act de 1933 fue mucho más allá, pues supuso un parteaguas en el sistema bancario y financiero en Estados Unidos al separar a los bancos comerciales de sus filiales de valores. De acuerdo con lo estipulado en la misma acta, su propósito era “proporcionar un uso más seguro y eficaz de los activos de los bancos, regular el control interbancario, prevenir el desvío indebido de fondos hacia operaciones especulativas y para otros fines” (Federal Reserve Bank of New York, 1933, traducción propia).

Siguiendo a Wilmarth (2020, pp. 133–148) las cinco principales disposiciones⁶³ de esta ley fueron en primerísima instancia prohibir a los bancos comerciales el involucrarse en actividades de valores y confinar a los bancos a sus actividades tradicionales de aceptar depósitos, proporcionar servicios de pago (incluyendo compensación de cheques y divisas), hacer préstamos a consumidores y empresas, y proporcionar servicios de confianza (Wilmarth, 2020, p. 134). A la par, prohibía cualquier asociación entre banca comercial y cualquier institución involucrada principalmente en la suscripción y comercio de valores. En segundo lugar, prohibía a las entidades no bancarias el recibir depósitos del público. En tercer lugar creó la Corporación Federal de Seguros de Depósitos (FDIC, por sus siglas en inglés) con el fin de asegurar (hasta cierta suma) a

⁶³ Al respecto véase Fed (1933) y Wilmarth (2017) .

los depositantes de los bancos frente a una corrida bancaria. Cabe mencionar que uno de los principales objetivos de la Glass-Steagall Act era prevenir que el gobierno federal y la Fed estuvieran obligados a proteger tanto a especuladores como a depositantes. La cuarta principal disposición se centró en regular la competencia entre bancos vía tasas de interés, por lo cual se prohibió el pago de intereses por depósitos a la vista y se estableció un interés máximo para los depósitos a plazo (la Fed implementó esta medida bajo la llamada regulación Q). Por último, limitó la capacidad de crecimiento de los bancos al restringir su expansión interestatal y relegar a cada estado la legislación para la apertura de nuevas sucursales dentro de sus fronteras.

Como corolario a la separación de la industria bancaria, la oposición de los otrora bancos universales para volver a adquirir dicho estatus no cejó. Estos intentos por reconformar a una banca universal no sólo fueron esgrimidos desde el sector financiero y bancario, sino que también por parte de los reguladores bancarios federales, específicamente de la OCC y de la Fed⁶⁴. No obstante, durante este periodo las cortes federales mantuvieron la defensa del sistema especializado. Incluso el Congreso de los Estados Unidos reafirmó y reforzó esta separación con la Bank Holding Company Act de 1956; estableciendo una amplia regulación y supervisión sobre las empresas propietarias de bancos y prohibiéndoles la asociación con compañías de valores, aseguradores y empresas comerciales (Wilmarth, 2020, pp. 148–149).

A pesar de enfrentar oposición por ciertos sectores, tanto públicos como privados, y los diversos intentos de la industria financiera de darle vuelta a la ley encontrando vacíos legales, el esquema implementado con la Glass-Steagall Act y la Securities Act se mantuvo vigente durante las siguientes cuatro décadas. Es importante hacer notar que este esquema fue seguido por la mayoría de los países durante estos años. Su consolidación como el marco organizacional primordial de la industria bancaria y financiera globales coadyuvó a explicar el crecimiento, desarrollo y estabilidad vividas durante ese periodo, en tanto constituye una de las características centrales de los años dorados del capitalismo.

De 1970 al 2000

La banca especializada y el marco regulatorio y de supervisión que se construyó a partir de 1933 comenzó a resquebrajarse en la década de 1970. En dichos años una serie de crisis de multifacéticas índoles: petrolera, económica, social, del sistema monetario global, etc., repercutieron en la estabilidad del sistema financiero mundial y de esta inestabilidad cobró

⁶⁴ Al respecto véase Wilmarth (1990, 2002).

renovado impulso el debate sobre la conveniencia de continuar con el esquema de banca especializada. Si bien esta década marca el inicio del proceso de reestructuración de la banca universal, no fue sino en las siguientes dos décadas que este proceso se aceleró, y la banca universal que *de facto* empezó a reconstruirse por diversas disposiciones de las autoridades monetarias en los 70 y los 80 del siglo XX terminó por consolidarse *de iure* de cara al nuevo milenio.

De 1980 a finales de 1990 se pueden encontrar cuatro grandes áreas en las que los reguladores permitieron la apertura de vacíos legales que debilitaron poco a poco las barreras estructurales impuestas por la Glass-Steagall Act y la Bank Holding Company Act. La primera barrera en desaparecer fue el control sobre los límites establecidos por la regulación Q a las tasas de interés sobre los depósitos. La inestabilidad económica y política de los años 60 y 70 provocaron una alza en la tasa de interés de corto plazo en el mercado financiero, misma que sobrepasó al límite establecido de tasa de interés sobre los depósitos. Esta alta volatilidad y la oportunidad de mayores ganancias impulsó un proceso de innovación financiera por los grandes bancos. El primero de ellos fue Citibank con la creación de los CDs (certificados de depósitos) los cuales ofrecían un interés mayor a los depósitos comunes. Pronto este producto fue ofrecido por los demás bancos. Aunado esta innovación, los reguladores permitieron a instituciones financieras no bancarias conformar fondos mutuos del mercado monetario (MMMF, money market mutual funds) cuya peculiaridad era el ofrecer sustitutos de depósitos de corto plazo a tasas de interés de mercado.

La eliminación definitiva de la regulación Q se dio entre 1980 y 1986 con la crisis de las savings and loans. Con el fin de permitir a los bancos y a las instituciones de ahorro y crédito (savings and loans) hacer frente a sus problemas de cartera, el Congreso retiró las barreras impuestas sobre el interés máximo que estas instituciones podían cobrar sobre los créditos hipotecarios (introduciendo hipotecas con tasas ajustables) y al consumo. Además, también se les permitió a las instituciones de ahorro involucrarse en actividades no tradicionales a su negocio, sin una activa regulación ni federal ni estatal sobre estas. Esta acción terminó en una severa crisis pues estas instituciones se involucraron en negocios de alto riesgo que no resultaron bien y cuyo rescate terminó costando alrededor de 160 mil millones de dólares.

La segunda gran barrera en desaparecer fue la prohibición a las entidades no bancarias para ofrecer instrumentos financieros de corto plazo que funcionaron como sustitutos de los depósitos bancarios, al mismo tiempo dando paso a que las firmas financieras no bancarias

operaran como “banca sombra”. En los años setenta surgieron los MMMF, los cuales comenzaron a ofrecer esta clase de productos con las características de un depósito pero sin los límites en el interés a pagar que establecía la regulación Q. Al igual que los depósitos en los bancos comerciales, los fondos invertidos en estas instituciones podían ser retirados en cualquier momento. Sin embargo, no estaban sujetos a ninguna regulación además de no estar respaldados por la FDIC.

El uso de este tipo de instrumentos se amplió cuando en 1977 Merrill Lynch introdujo la cuenta de administración de efectivo. Este nuevo producto permitía a sus clientes tanto hacer retiros como escribir cheques contra los fondos que tenían invertidos en el MMMF de Merrill Lynch. Al estar fuera de la esfera de regulación de las autoridades, los bancos de inversión podían ofrecer mayores tasas de interés por tener su dinero en sus MMMF, así prontamente las demás instituciones financieras introdujeron este tipo de producto. Todo esto produjo una explosión en el volumen de dinero invertido en los MMMF que ya en 1977 representaba una cifra considerable de \$3 mil millones de dólares; tan sólo cinco años después esta cifra llegó a \$235 mil millones de dólares. Este apabullante crecimiento de los MMMF continuó su inclinada tendencia al alza hasta el estallido de la crisis de 2007, alcanzando una cifra de \$3.8 billones de dólares⁶⁵ (Wilmarth, 2020, p. 153).

La introducción de este tipo de productos, aunque en la práctica resultaban una flagrante violación de la Glass-Steagall Act, fue ignorada por los reguladores federales. Incluso a finales de la década de los setenta el Departamento de Justicia de los Estados Unidos resolvió, en respuesta a una denuncia de un banquero, que estos nuevos productos financieros no violaban la ley (Wilmarth, 2020, p. 154). Así, la banca sombra pudo expandirse sin problema, y obteniendo cuantiosas ganancias atrayendo fondos de corto plazo, principalmente con la compra de papel comercial y los repos para después utilizar dichos fondos en inversiones y otorgar créditos de largo plazo. De esta manera se dio fin a una de las características divisoras entre la banca especializada: la relación entre plazos de activos y pasivos correspondientes a cada tipo de institución.

La expansión sin precedentes de la banca sombra fue en gran medida impulsada y apoyada por la Fed. En 1970 la Fed rescató el mercado de papel comercial después del pánico creado por el default de Penn Central sobre sus papeles comerciales. Para este propósito además de inyectar liquidez mediante OMAs, proveyó alrededor de \$600 millones de dólares en préstamos

⁶⁵ Para 2007, el total de los pasivos de la banca sombra ascendía a alrededor de \$12 billones de dólares (FCIC, 2011).

a través de su ventanilla de descuento para los grandes bancos pidiéndoles que fueran usados para otorgar créditos a aquellas compañías que necesitasen renovar sus papeles comerciales. La Fed aún fue más lejos anunciando que otorgaría crédito a aquellas empresas comerciales que no lo hallasen en el sistema bancario. Este apoyo total de la Fed frente a la inestabilidad que se vivió en el mercado del papel comercial en 1970 sentó un precedente para pensar que esta actuaría de igual modo en las crisis subsiguientes.

La Reserva Federal no sólo sustentó el mercado de papel comercial, también hizo lo propio con el mercado de los repos. En 1982, la Fed estabilizó este mercado después de que la empresa de valores Lombard-Wall cayera en moratoria en sus repos. Para evitar un pánico similar al del mercado de papel comercial la Fed incrementó sus préstamos de valores gubernamentales a los dealers primarios; generando la misma confianza en que la Fed estaba lista y actuaría sin dilación en un momento de estrés financiero.

Por último, en 1987 la Fed permitió a los bancos el establecimiento de subsidiarias de valores las cuales podían hasta cierto punto suscribir y comerciar con cuatro categorías de títulos otrora prohibidas por la Glass-Steagall Act, siempre y cuando los bancos no estuvieran involucrados “principalmente” en este negocio⁶⁶. Cabe mencionar que estas disposiciones aprobadas por la Fed no fueron por voto unánime, el entonces presidente de la Fed, Paul Volcker votó en contra. Dos años después, Alan Greenspan, recién nombrado presidente de la Fed por el presidente Ronald Reagan, amplió los poderes de las subsidiarias para suscribir y comerciar con todo tipo de valores.

La tercera gran área de cambio en el sistema de banca especializada fue aquel respecto a la titulización. Esta medida fue vista tanto por el industria financiera como por los mismos reguladores financieros como una gran innovación de las finanzas estadounidenses. Los primeros en comenzar este proceso en los 60 y los 70 fueron las empresas auspiciadas por el gobierno, principalmente aquellas involucradas en el negocio de las hipotecas (Fannie Mae y Freddy Mac) titulizando las hipotecas —aunque habría de decir que con poco éxito. Ya en los 80 con la creación de los obligaciones hipotecarias garantizadas (CMO, por sus siglas en inglés), estos productos se hicieron más lucrativos, aunque también implicaban más riesgo para los inversionistas. Para no quedarse atrás, las casas de bolsa comenzaron a ofrecer valores respaldados por hipotecas residenciales (RMBS, residential mortgage-backed securities). Aunque al principio esta medida no

⁶⁶ En un principio se estableció que las operaciones en el mercado de valores no podían sobrepasar el 5% del total de las ganancias brutas de los bancos. Más pronto que tarde, bajo el mandato de Alan Greenspan este porcentaje aumentó a 10% para luego pasar a 25% en 1996 (Wilmarth, 2020, p. 161).

fue aprobada, después de la presión ejercida sobre el gobierno por reguladores y banqueros, esta acción fue autorizada por la administración de Raegan en 1984 con la promulgación de la Segunda Ley para el Mejoramiento del Mercado Hipotecario. Esta ley no sólo autorizó a los bancos de inversión, sino también a las aseguradoras y a los fondos de pensión; y no sólo permitió realizar operaciones con RMBS privadas, sino con toda clase de valores respaldados por una plétora de activos.

Los bancos comerciales no se quedaron atrás en su intento por tomar una parte del mercado de valores titulizados. Sin embargo, en dos ocasiones (1971 y 1984), la Suprema Corte de los EE. UU. vetó los permisos que tanto Fed como la OCC habían otorgado a distintos bancos (Citibank y Bankers Trust, respectivamente) para suscribir y comerciar con este tipo de valores. Sin embargo, frente a la decisión de la Corte en 1984, la Fed reconfiguró el permiso otorgado al Bankers Trust. En esta ocasión, estipuló que las operaciones que realizara el banco con los valores en cuestión (papel comercial) no estarían fuera de la ley siempre y cuando estas fueran hechas en colocaciones privadas a compradores institucionales sofisticados (Wilmarth, 2020, pp. 159–160). Esta vez la Suprema Corte no puso objeción, sentando así un precedente que serviría a los bancos, instituciones financieras, aseguradores, Fed y demás reguladores federales en futuras ocasiones para sortear las demás barreras que la ley Glass-Steagall imponía y que aún seguían en pie.

Por último, la cuarta gran área en la que se abrieron vacíos legales fue la creación de los derivados extrabursátiles; los más usados y que mayor auge tuvieron fueron los futuros, los swaps y las opciones. Frente al aumento en el riesgo, la inflación y las tasas de interés durante los setenta, los derivados extrabursátiles o derivados OTC (over-the-counter) se volvieron los principales vehículos financieros para las coberturas y la especulación.

Al igual que en las tres áreas anteriores, los reguladores federales, en este caso en particular la OCC, jugaron un papel clave en permitir la creación, uso y expansión descontrolada de este tipo de productos financieros durante las últimas décadas del siglo XX y la primera década del XXI. Durante los ochenta y los noventa, la OCC siguió una verdadera campaña a favor de los bancos comerciales para otorgarles la autoridad para participar en una gama cada vez mayor de actividades de valores, principalmente en el mercado de derivados⁶⁷. Sin embargo, en esta ocasión, la industria financiera y los reguladores tenían una ventaja a su favor: la Glass-Steagall

⁶⁷ Para un análisis detallado sobre el proceso seguido por la OCC para extender esta autoridad a los bancos nacionales véase Omarova (2009).

Act no tenía mención explícita en contra del comercio de derivados —estos no habían sido creados para cuando se formuló la ley.

La introducción de los derivados y su diseminación entre la banca comercial y la banca de inversión —citando a Funk y Hirschman (2014, p. 31)— “nublaron las fronteras entre la banca comercial y la banca de inversión”; y, con la introducción de los swaps de incumplimiento de crédito⁶⁸ (CDS, por sus siglas en inglés) también aquella que había entre banca y aseguradoras. No obstante, si bien en la práctica la banca especializada como fue diseñada en la Glass-Steagall Act y la Bank Holding Company Act ya no existía, para volver a la banca universal aún faltaban eliminar totalmente las barreras y limitaciones que la ley aún estipulaba.

El lobbying financiero sobre la política estadounidense durante las décadas de 1970, 1980 y 1990 condujo a la aprobación de tres estatutos claves que terminaron por sepultar la regencia del sistema de banca especializada. El primero de estos estatutos fue la Ley Riegle-Neal sobre bancos y sucursales interestatales de 1994. Ésta removió por completo las barreras existentes para la expansión interestatal de la banca comercial. La disposición puso fin a una de las barreras que eran incluso anteriores a la Glass-Steagall Act y permitió un crecimiento inusitado de los más grandes bancos y, por ende, una alta concentración en el sector bancario comercial.

El segundo estatuto —y que le dio el tiro de gracia al sistema de banca especializada— fue aquel que autorizó la creación de holdings financieros que podían ser propietarios de bancos comerciales, bancos de inversión y aseguradoras. Al igual que medio siglo antes, el principal impulsor en este intento por volver a la banca universal fue Citibank, como en los años de 1920 lo fue el National City Bank⁶⁹. En esta ocasión, Citicorp (la filial de valores de Citibank) y Travelers, una importante aseguradora, anunciaron su fusión en 1998; una acción claramente ilegal y prohibida. No obstante su ilegalidad, la administración de Clinton, la Fed de Greenspan y la Secretaría del Tesoro no sólo no hicieron nada en contra de esta fusión, sino que expresamente la

⁶⁸ Los CDS fueron una creación de J. P. Morgan en los años noventa, y aunque estaba estrictamente prohibido por la Glass-Steagall Act que los bancos ofrecieran cualquier tipo de garantía, o seguro de suscripción, o la mera afiliación con alguna aseguradora, J.P Morgan logró que su nuevo producto fuera aceptado permitiendo a los bancos participar en el mercado de derivados tanto como dealers y usuarios finales. De igual forma logró que los reguladores disminuyeran los requerimientos de capital a los bancos que compraran CDS contra el riesgo de default sobre los sus préstamos. (Wilmarth, 2020, p. 167)

⁶⁹ Es por demás interesante recuperar lo que dijo sobre esta fusión el entonces presidente de Citicorp mencionando que Citigroup se volvería una “tienda de una sola parada” donde podrías encontrar cualquier tipo de servicios financieros: banca, inversiones y seguros (Wilmarth, 2020, p. 181); una frase que resuena con lo expresado por Charles Mitchel sobre su visión para el National City Bank de hacerlo una “tienda departamental financiera” (Wilmarth, 2020, p. 35). Un claro ejemplo de que el interés por reconfigurar el sistema al de banca universal no había perdido vigencia.

apoyaron⁷⁰. Tan sólo un año después, demostrando la inmensa influencia que los grandes bancos ya ejercían sobre la política y su capacidad de impulsar legislación favorable a sus intereses, el Congreso aprobó la Ley Gramm-Leach-Bliley. Esta ley dio por terminadas todas aquellas restricciones y barreras que aún existían para la afiliación de la banca tradicional, la banca de inversión y las aseguradoras; dando así por terminado el sistema de banca especializada y dando paso, de nueva cuenta, a la conformación y expansión de la banca universal.

El tercer estatuto fue la exención de los derivados OTC de cualquier forma de regulación. Esto se estipuló en la Ley de Modernización de Futuros de Commodities del año 2000. Esta ley estuvo marcada por un amplio apoyo por parte del gobierno y los reguladores, en particular por Lawrence Summers, entonces Secretario del Tesoro, y por Alan Greenspan, presidente de la Fed. Ambos personajes eran férreos defensores de la desregulación y de la idea de un libre mercado que, de estar sin trabas para su libre actuar, evitaría cualquier problema al ser capaz de autorregularse. Cabe mencionar que años antes de la promulgación de esta ley ya se había vivido un episodio de crisis en 1998 asociado directamente con los derivados OTC. Empero, se hizo caso omiso de esta advertencia empírica sobre el problema de inestabilidad financiera que imponía mantener un mercado desregulado de derivados.

Del 2001 al 2007

Es menester mencionar que no todos en el Congreso ni en la esfera pública eran partidarios de deshacer el marco regulatorio de la Glass-Steagall Act y la Bank Holding Company Act. Durante los debates legislativos llevados a cabo en el marco de la discusión de la Ley Gramm-Leach-Bliley, en no pocas ocasiones se hizo énfasis sobre el potencial riesgo sistémico y las diversas problemáticas que conllevaría permitir la fusión de las distintas instituciones financieras bancarias y no bancarias. Entre estas problemáticas se hizo hincapié en el riesgo que había de que los bancos trataran de transferir la red de seguridad federal que tenían hacia sus filiales, ahora de inversión y seguros. Sin embargo, esto se solventó por medio de vagas promesas hechas por los bancos de que no tratarían de extender esta red de seguridad para sus filiales; y en el papel, la ley

⁷⁰ No fueron pocas las muestras de apoyo explícito hacia el desmantelamiento de la banca especializada, para un recuento de éstas véase Wilmarth (2020, caps. 7 y 8).

puso una serie de barreras⁷¹, muy débiles y discrecionales, para evitar que esto sucediera en alguna crisis.

El potencial riesgo sistémico y las presiones sobre la red federal de seguridad se incrementaron en el 2000 cuando la OCC permitió que los bancos nacionales hicieran uso de su posición más favorable⁷² frente a los bancos de inversión y otras instituciones financieras no bancarias al autorizar el uso de los depósitos bancarios para la compra y comercio de derivados OTC. De esta forma, la banca tradicional pudo obtener mayor poder y mayores ganancias⁷³.

El desmantelamiento de las barreras regulatorias y de supervisión de los mercados financieros permitieron a los bancos universales aprovechar el auge del entonces novedoso sector de las TIC para ofrecer créditos y negociar con valores asociados a este sector. Lo anterior contribuyó al frenesí bursátil vivido a lo largo de la década de 1990 que terminó por conformar una burbuja especulativa que al estallar en marzo de 2000 inauguraba el nuevo milenio con una crisis.

Como mostraron las diversas investigaciones realizadas después del estallido de la burbuja, los bancos universales hicieron uso de prácticas malintencionadas y fraudulentas para impulsar la venta de las acciones y hacer subir el precio de estas. Una de las más representativas fue la elaboración de reportes de investigación ofrecidos a los potenciales compradores los cuales presentaban información falsa sobre las empresas próximas a entrar a la bolsa. Además del percance de la desinformación, la elaboración de dichos reportes albergaba un apremiante problema de conflicto de intereses puesto que las compensaciones de los analistas de los bancos responsables de su elaboración estaban condicionadas al desempeño de las ventas de las acciones de las mismas empresas que estaban evaluando (Wilmarth, 2020, pp. 199–204)⁷⁴. Otra práctica común fue el conflicto de interés en el que incurrieron los bancos universales al otorgar asignaciones preferenciales de acciones próximas a salir a la bolsa a altos ejecutivos de las empresas clientes o prospectos y a inversores institucionales.

⁷¹ Estas barreras eran: i) la separación de la identidad corporativa de los bancos y sus filiales no bancarias, y ii) las secciones 23A y 23B de la Acta de la Reserva Federal (Wilmarth, 2020, p. 183).

⁷² Esta posición más favorable se la otorgaba la red de seguridad que la Glass-Steagall Act había creado para salvaguardar los depósitos del público en la banca comercial. Esta ventajas incluían el aseguramiento de los depósitos, la facilidad de obtener liquidez (préstamos) a un menor costo en la ventanilla de descuento de la Fed, y la garantía que daba la Fed al hacer uso de su sistema para pagos interbancarios. Todas ellas ventajas que los demás sectores financieros no gozaban.

⁷³ Una consecuencia de esta medida fue el crecimiento exponencial en el valor agregado de todos los derivados OTC; en 1997 este ascendía a un valor de alrededor de \$180 millones de dólares; cuatro años después ya representaba más de \$1 billón; para 2007 cuando la crisis estalló había alcanzado la cifra de \$58 billones de dólares (Wilmarth, 2020, p. 167).

⁷⁴ Tan solo dos meses antes del estallido de la burbuja, únicamente 29 de alrededor de 8,000 acciones, estaban catalogadas como acciones que había que vender, el resto se recomendaba comprar.

De acuerdo con Stiglitz (2003) la eliminación de la Glass-Steagall Act contribuyó en gran medida al incremento en la oportunidad de los grandes bancos de incurrir en conflictos de intereses. El caso más emblemático de lo anterior, entre los cientos que hubo durante este periodo, sin duda es el de la empresa Enron⁷⁵, la cual se vio enormemente beneficiada por este tipo de prácticas. Así como con Enron, los grandes bancos universales se involucraron con cientos de empresas en un sinnúmero de operaciones financieras. De hecho, 11 de “los Grandes Diecisiete” fueron penalizados por las agencias federales de Estados Unidos motivo de la implementación de este tipo de prácticas.

A pesar de las enormes pérdidas que generó el estallido de la burbuja dotcom (alrededor de \$8 billones de dólares en pérdidas⁷⁶) y del destape de muchos casos de abuso y fraudes alrededor de esta burbuja, los reguladores federales: la Fed, la OCC y la SEC optaron por no hacer uso de su autoridad para regular y supervisar la industria financiera. La misma actitud tomaron las autoridades competentes en Europa y otras partes del mundo. Ante esta omisión, el tiempo que restó hasta el estallido de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos, los bancos universales continuaron empleando prácticas que incurrían en problemas de riesgo moral y conflicto de intereses.

A pesar del episodio de inestabilidad generado por la burbuja dotcom, el enfoque sobre regulación y supervisión tomado por los reguladores y demás autoridades, tanto en Estados Unidos como en Europa y la mayoría de los países del mundo, continuó siendo prácticamente el mismo. Este enfoque, enmarcado en los acuerdos de Basilea I (1988) y, posteriormente, con Basilea II (2004) se basó en la supervisión y administración del riesgo mediante el establecimiento de diversas reglas cuantitativas como coeficientes de capital o de liquidez, así como de diversas disposiciones que evaluarán la exposición al riesgo de las instituciones bancarias.

Aun teniendo la autoridad discrecional para actuar cuando estos límites no eran cumplidos, los reguladores hicieron caso omiso de estas faltas cuando comenzó la expansión desmedida del crédito y la explosión en las hipotecas titulizadas empaquetadas y negociadas por diversos bancos universales a mediados de los 2000.⁷⁷ Todo lo cual contribuyó a la formación de la burbuja inmobiliaria, depositaria de todos los vicios característicos a estos fenómenos. De modo

⁷⁵ Véase Wilmarth (2020, pp. 191–194).

⁷⁶ Blinder y Reis (2005).

⁷⁷ Para un análisis extenso sobre las razones económicas, políticas e ideológicas de este enfoque y el actuar de los reguladores financieros en Estados Unidos y en Europa véase Wilmarth (2020, cap. 9).

tal que, cual sucedió con sus antecesoras, particularmente la de los años veinte, condujo a una lamentable y monumental crisis.

Aún más, después de los ataques del 11 de septiembre de 2001, para evitar el colapso del sistema financiero, la Fed inyectó liquidez al mercado mediante la compra de más de \$150 mil millones de dólares en valores gubernamentales, extendió préstamos vía la ventanilla de descuento de alrededor de \$45 mil millones de dólares (Wilmarth, 2020, p. 184); y permitió a los bancos la transferencia de fondos hacia sus filiales. Este actuar marcó un claro precedente de que la Fed seguiría una política de *Too Big To Fail* hacia los bancos universales.

Con el camino abierto y el soporte de las autoridades, los grandes conglomerados financieros de Estados Unidos y Europa produjeron un boom inmenso de crédito⁷⁸. Este proceso se vio retroalimentado por una disminución creciente en los criterios para el otorgamiento de hipotecas y el consecuente aumento en su demanda lo que generó una sobrevaluación en su precio (Shiller, 2015) y contribuyó a un constante crecimiento en las hipotecas de alto riesgo. Para poder solventar esta expansión en el crédito, los bancos universales usaron como principal fuente de financiamiento la titulización de estos créditos, en particular las hipotecas, erigiendo en su paso un esquema fraudulento que se explica como sigue. Dado el creciente número de hipotecas subprime, los RMBS se hacían cada vez más tóxicos. Como es común, los bonos calificados como más riesgosos no tan fácilmente hallan en el mercado comprador. Por lo tanto, para mantener el mecanismo funcionando, los bancos universales crearon en primer lugar las obligaciones de deuda colateralizadas (CDOs, por sus siglas en inglés) con las hipotecas más riesgosas, para luego ofrecerlos al mercado como si se tratase de CDOs compuestos en su mayoría por hipotecas calificadas como AAA y AA; una acción que se asemeja, toda proporción guardada, a la venta de valores corporativos de alto riesgo y bonos internacionales por los bancos universales durante los años de 1920. Cuando la venta de CDO calificados con menor calificación no fue suficiente, los bancos universales introdujeron una nueva innovación repitiendo el mismo proceso descrito antes pero re-empaquetando los CDOs de las hipotecas de menor calificación de los anteriores CDOs, creando así los llamados CDOs respaldados por activos, o CDOs al cuadrado. No bastando el esquema piramidal creado, en el que cada nivel era más riesgoso que el anterior, con el fin de mantener los precios y seguir obteniendo sustanciales ganancias, los bancos universales, cuando ya no había compradores en el mercado para sus CDOs, crearon demanda falsa al ser ellos

⁷⁸ Para 2007 la deuda del sector privado en Estados Unidos representaba ya el 250% del PIB; en Reino Unido este ratio alcanzó el 400%, y más del 200% en países como Irlanda, España y Portugal, por mencionar algunos.

mismos los principales compradores de estos CDO al cuadrado (Bernstein & Eisinger, 2010). Más pronto que tarde este castillo de naipes construido por la banca universal terminó por derrumbarse.

En la conformación de la burbuja inmobiliaria que desató la tristemente célebre Gran Recesión, resta mencionar en esta sección dos tipos de instituciones que fueron claves en el fraudulento esquema que la caracterizó: las agencias calificadoras de riesgo y la aseguradoras. Ambas, así como las autoridades, fueron objeto de las presiones de la banca universal para actuar a su favor. Esto de ninguna manera las exime de su responsabilidad, sino que resalta la complicidad que surge en el seno de un mercado, y de una economía, en la que se permite que una industria —la financiera en este caso— ostente una creciente concentración del ingreso, y con este, del poder político. En este proceso, las calificadoras de riesgo jugaron un papel crucial para mantener funcionando el esquema esgrimido por los bancos universales al calificar —bajo la premisa del que paga manda— con el mayor grado de seguridad las emisiones de RMBS, CDOs y demás valores que efectuaban. Por su parte, el papel que jugaron las aseguradoras fue el de otorgar contratos de CDS (credit default swaps) como cobertura para las millones de RMBS y CDOs vendidas por los bancos, considerando que el riesgo de impago de las hipotecas era mínimo dada su calificación de riesgo y, por tanto, nunca tendrían que incurrir en pérdidas.

III.2.2 Boom crediticio y burbujas especulativas

Una de las características que más resaltan en la interpretación de Wilmarth respecto a las crisis es aquella que involucra las actividades de los bancos universales como principales impulsores de los booms especulativos que devienen en burbujas bursátiles y concluyen en crisis, mismo que está interrelacionado con el frenesí por parte del público demandante de los mismos valores comerciados por los bancos universales. Si bien esto es una constante en las crisis, la burbuja especulativa que precedió a la Gran Depresión presenta una característica propia al contexto del momento. En ese caso, el impulso primigenio en el mercado de valores vino de una iniciativa pública concomitante con el sector privado. Su origen se sitúa, como se ha indicado en anteriores secciones, en la monumental emisión de bonos gubernamentales durante la primera guerra mundial cuya colocación resultaba un imperativo en el esfuerzo de guerra.

Esta coyuntura propició a finales de los 1910 en el imaginario colectivo de los estadounidenses la creencia en la posibilidad de obtener ganancias con la mera adquisición de

valores en papel y esperar a que estos subieran su valor. Como lo observó Edwin Gray (1932)⁷⁹ “sentó las bases ... para el vasto y crédulo mercado del crédito de la posguerra el cual culminó en la portentosa especulación de 1928 y 1929”. La masiva venta de bonos no sólo propició el crecimiento desmedido y la tácita aceptación del involucramiento de los bancos comerciales en la suscripción de valores, sino que también fungió como una experiencia que dotó del conocimiento técnico en la venta masiva y agresiva de valores, así como de la confianza del público en los bancos comerciales y la industria financiera en general, características claves del boom de los años veinte y los ulteriores.

En menos de una década, lo anterior se reflejó en el aumento colosal del crédito otorgado por los bancos comerciales (nacionales y estatales), que en no pocos sectores más que se duplicaron. Ejemplos de esto son los préstamos hipotecarios, los préstamos al consumo y la deuda a plazos (Wilmarth, 2020, p. 32). Por otro lado, los préstamos comerciales y empresariales no tuvieron un repunte. Al contrario, su demanda por parte de las empresas se vio mermada de manera importante y dio paso a nuevas formas de financiamiento propio, principalmente mediante la emisión de acciones y la venta de títulos de deuda a inversores privados.⁸⁰

A razón de lo anterior, los bancos comerciales redirigieron su enfoque al otorgamiento de financiamiento al mercado accionario y de valores. De tal suerte que los préstamos colateralizados con valores aumentaron de \$5.7 mil millones en 1921 a \$13 mil millones de dólares en 1930. En los mismos años, la inversión directa de los bancos en la compra de acciones y otros títulos incrementó de \$8.4 mil millones a \$13.7 mil millones, de los cuales alrededor del 80% era en títulos de alto riesgo. Para 1930, el 61% del total de valores ofertados pertenecía a los bancos comerciales, sus filiales y a los sindicatos de suscripción (Wilmarth, 2020, pp. 32–33).

El pico más alto del boom y frenesí en el mercado de valores se vivió en los últimos tres años de la década de 1920, que como se ha mencionado en la sección anterior, corresponde con la promulgación de la McFadden Act. De 1927 a 1929 el índice Dow-Jones subió de 200 puntos hasta su pico en septiembre de 1929 de 381 puntos⁸¹. Durante esos mismos años, el precio de las acciones aceleró su crecimiento y sobrepasó a aquel de las ganancias corporativas y dividendos, después de haber estado creciendo prácticamente a la misma tasa entre 1924 y 1927. Además, en

⁷⁹ Gray (1932) citado en Wilmarth (2020, p. 20).

⁸⁰ Entre 1919 y 1930 más de \$80 mil millones de dólares fueron emitidos en la forma de acciones, valores y otros títulos de deuda en Estados Unidos (Wilmarth, 2020, p. 34).

⁸¹ En comparación, entre 1924 y 1927 el crecimiento en el índice industrial Dow-Jones fue de 100 puntos (Wilmarth, 2020, p. 70).

esos mismos años el volumen de comercio de valores se duplicó en la bolsa de Nueva York y cuadruplicó en el mercado curb. Esto era un inequívoco indicio de que se trataba de una burbuja especulativa, aunque esto fue reconocido demasiado tarde⁸².

Otra rasgo característico de las booms en el mercado de valores en presencia de un esquema de banca universal ha sido la relativa ineffectividad de la política monetaria para solucionar los desbalances en los mercados financieros. Tal fue el caso en los años treinta del siglo pasado, como con la crisis de 2008, cuando las primeras medidas llevadas a cabo no lograron revertir el colapso de los mercados. Diversos factores explican esta relativa ineffectividad de las disposiciones para contrarrestar el crecimiento de las burbujas o bien, evitar el caos que precede a su estallido. Sin embargo, en última instancia, y según la perspectiva que plantea Arthur Wilmarth, esta situación se explica por la pérdida —o cesión— de la autoridad y control sobre la evolución, regulación y supervisión de los mercados financieros.

En el caso del crash del 29, el frenesí especulativo no se vio afectado por los aumentos de tasas de interés de la Fed en 1928 ni por la negativa de esta a ofrecer sus facilidades de crédito a los bancos que fueran a utilizar dichos préstamos para negocios en el mercado accionario. Por lo que la burbuja bursátil continuó inflándose, debido en gran medida a que en ausencia de los fondos por parte de la banca, los brokers y otros inversionistas hallaron financiamiento en prestamistas no bancarios —entre los que se incluyen aseguradoras, inversionistas extranjeros, empresas e individuos ricos—, todos ellos cabe mencionar estaban fuera de la esfera de acción supervisora y de regulación tanto de la Fed como de la OCC.⁸³

Un aspecto que sobresale en el actuar de la banca universal, que lamentablemente es común en todos los casos, es que cuando los mercados financieros están al alza, la intromisión gubernamental es considerada anatema. Mas cuando el crecimiento se vuelve insostenible e infundado en la realidad económica, colapsa la burbuja y sobreviene la crisis, la intervención del gobierno en el rescate de los mercados con dinero público se convierte entonces en exigencia y se vuelve a ojos de los grandes conglomerados una suerte de obligación; evadiendo así toda introspección que conduciría irremediabilmente a la admisión de responsabilidades en la crisis.

⁸² Incluso el economista Irving Fisher declaró a escasos nueve días antes del crash del 29 que “los precios de las acciones han alcanzado lo que parece un nivel permanentemente alta. ... Espero ver el mercado de valores mucho más alto de lo que es hoy en unos pocos meses” (citado en Galbraith, 2007, pp. 88, 114).

⁸³ La presencia de este tipo de prestamistas se puede equiparar, como lo hace Wilmarth (2020), al papel que jugó la banca sombra en la burbuja especulativa durante los 2000 y a la ineffectividad de la respuesta de la Fed en las primeras etapas de la crisis de 2007-2009.

Un ejemplo claro de lo anterior sucedió en los primeros días posteriores al crash del 1929. Habiendo estallado la burbuja, si bien una de las primeras medidas llevadas a cabo para estabilizar el mercado fue realizada por los propios banqueros, quienes tratando de rescatar el Mercado de Valores de Nueva York compraron alrededor de \$130 millones de dólares en acciones (Wilmarth, 2020, p. 78); frente a otra caída en el precio de los valores, cuatro días después el 28 de octubre de 1929 y aún mayor que la anterior los bancos no realizaron ninguna compra. En cambio, el grupo de banqueros declaró en un comunicado emitido en la tarde de ese día que si bien ofrecían apoyar hasta donde les fuera posible para estabilizar la situación, de ninguna manera era su intención mantener el precio de los valores, sino únicamente asegurar un mercado libre y abierto (Wilmarth, 2020, p. 79). Al siguiente día, la caída en la Bolsa de Valores de Nueva York registró pérdidas por más de \$8 mil millones de dólares.

Otro arquetipo de lo anterior sucedió en el preludio de la Gran Recesión, cuando ante la negativa del rescate de Lehman Brothers por parte de la Fed, los principales bancos universales con capacidad para efectuar la compra de este banco se negaron. Argumentando su negativa a razón de la falta de garantías y apoyo gubernamental para absorber las posibles pérdidas asociadas con la cartera de activos de Lehman Brothers.

En el desahogo de responsabilidades de la crisis del 29, y en buena medida en la de 2007, se puede decir, que “el colapso fue resultado de títulos de alto riesgo y actividades inmobiliarias, perversos conflictos de intereses y una extensa autocontratación de los empleados” (Wilmarth, 2020, p. 93) Entre las principales características compartidas por los bancos que cayeron en bancarrota durante las crisis podemos encontrar: i) una amplia proporción de su portafolio compuesta por activos riesgosos, créditos inmobiliarios y títulos o bonos impagos que fueron emitidos por las mismas compañías (comerciales e industriales) que los bancos controlaban; ii) una gran parte de sus pasivos estaban prontos a vencer, además iii) dichos pasivos superaban en la mayoría de los casos varias veces el volumen de activos líquidos.

Como hemos visto en las anteriores secciones, la Gran Depresión condujo a la reconfiguración de la banca universal en una banca especializada, con lo cual se buscaba eliminar aquellos aspectos que condujeron a la crisis y que de ser eliminados coadyuvarían a la estabilidad del sistema en su conjunto evitando la aparición de una crisis como aquella. Y en efecto, las disposiciones establecidas con la Glass-Steagall y las demás leyes promulgadas en el marco del esquema de separación de la industria financiera fueron factor clave para la estabilidad vivida de la segunda posguerra y hasta mediados de los setenta. De tal suerte que las crisis mayúsculas de

alcance global prácticamente “fallaron en aparecer en el radar” (White, 2009, p. 39, traducción propia)⁸⁴.

La correlación entre el ámbito más rígido de regulación y supervisión sobre una industria financiera separada y la periodicidad de la aparición de las crisis no pasó desapercibido. Por eso cuando la fiebre por la desregulación comenzó en los 80, se aceleró en los 90 y se implementó como política en los 2000, hubo algunos que no cejaron en advertir sobre los riesgos sistémicos que una banca universal y una industria financiera altamente concentrada imponían sobre la estabilidad de la economía. Estas advertencias prontamente probaron estar bien fundadas.

En 1995, Paul Volcker declaró: “es obvio que si uno tiene un gran banco de inversión aliado con un gran banco (comercial), la posibilidad de incremento del riesgo sistémico es evidente”, y aún agregó “uno no puede mantener fuera (de la red federal de seguridad) si ellos (banca de inversión) están combinados con una institución bancaria (comercial)”⁸⁵. Esta advertencia de Volcker se confirmó con los rescates y demás medidas que la Fed realizó durante los periodos de inestabilidad financiera y crisis durante las décadas de los 80, 90 y 2000.

Incluso hubo algunos que fueron más lejos al vaticinar la aparición de una gran crisis, como el Congresista John Dingell que en el marco de la promulgación de la Ley Gramm-Leach-Bliley mencionó: “Lo que estamos creando ahora es un grupo de instituciones que son demasiado grandes para fallar [*Too Big To Fail*]. ... Los contribuyentes serán llamados para aliviar las fallas que estamos creando esta noche, y eso va a costar mucho dinero, y ya está llegando. Sólo estén preparados para dichos eventos.”⁸⁶ A escasos años de estas declaraciones sobrevendría la crisis dotcom, y menos de una década después estallaría la crisis más grande desde la Gran Depresión. Sin duda, las condiciones y el contexto previos al estallido de la Gran Recesión, sorprendentemente similares a aquellos de la Gran Depresión, daban indicios claros de ser una crónica de una crisis anunciada.

Ciertamente a la Fed y a las demás autoridades monetarias de las décadas de 1920 y 1930 puede otorgárseles un importante peso en la responsabilidad de la formación de la burbuja especulativa y la posterior crisis. Empero, este peso habría de ser aquilatado en función del contexto del momento. Hay que tomar en cuenta que en el siglo XIX y en los albores del XX la especulación con activos financieros jugaba un papel limitado en el funcionamiento del sistema

⁸⁴ Véase también Reinhart y Rogoff (2011) y Laeven y Valencia (2008, 2013).

⁸⁵ Citado en Wilmarth (2020, p. 184).

⁸⁶ Citado en Wilmarth (2020, p. 185).

crediticio, su análisis y, por ende, la comprensión de los problemas que podría englobar no estaba ampliamente desarrollado. No fue sino hasta los años treinta que la especulación, y en general la evolución de los mercados financieros, cobró relevancia central para la ciencia económica.⁸⁷

Otra situación completamente diferente es aquella de los años 2000. En este caso, eran bien conocidos y estudiados los problemas de riesgo sistémico y aumento en la probabilidad de las crisis que genera una industria financiera con escasa regulación y supervisión y que concentra un gran poder económico y político. Aun así, y por las razones expuestas en las anteriores secciones, las autoridades monetarias optaron por continuar con una laxa regulación de la finanza y un amplio apoyo a los grandes conglomerados financieros, sobre todo asegurando la liquidez necesaria para la continuidad de sus negocios y manteniendo condiciones crediticias relativamente baratas mediante bajas tasas de interés (Eichengreen, 2015; Fleckenstein & Sheehan, 2008; Taylor, 2009b). En conjunto contribuyendo directamente a la incesante aparición y amplificación de burbujas financieras. Al respecto, la calificación que dan Fleckenstein y Sheehan a las medidas tomadas por la Fed frente a la irrupción de la crisis bursátil en el sector de las TIC resulta ejemplificadora, para los autores la Fed “rescató al mundo de la mayor burbuja bursátil con la mayor burbuja inmobiliaria” (2008, p. 181).

A esta forma de actuar de la Fed frente a las burbujas financieras dejándolas que se formen y estallen para luego entrar a rescatar al mercado usando la política monetaria cuanto fuera necesario para proteger el sistema bancario y financiero de un colapso se conoce en la literatura como el Greenspan Put. De cierta forma la Fed dio continuidad a esta aproximación, pero de manera exponencial, con el impulso de las diferentes rondas de Quantitative Easing bajo el mandato de Ben Bernanke.

III.2.3 Continuidad post Gran Recesión

Las similitudes entre la Gran Depresión y Gran Recesión son muchas, sin embargo, hay un claro ejemplo distintivo entre ambas. Mientras que en el crash del 29 y la Gran Depresión se impulsó un importante cambio en el marco regulatorio y de supervisión hacia el sistema financiero y bancario; ejemplificado con la promulgación de la Glass-Steagall Act y la Bank Holding Company Act y con la separación de este sistema en uno especializado, con la Gran Recesión esto no

⁸⁷ La falta de conocimiento teórico y técnico es uno de los principales argumentos que se han dado, entre otros, como explicación a la Gran Depresión. Por ejemplo, Galbraith (2007).

sucedio⁸⁸. Si bien en un principio el discurso de las autoridades gubernamentales era enfático en resaltar que una de las causas fundamentales de la crisis fueron los fallos en la regulación y supervisión bancaria, así como la ingente concentración del ingreso, y de los mercados en general, por los grandes conglomerados, al momento de llevar este discurso al papel, la legislación dejó en el tintero mucho de las disposiciones encaminadas a resolver estos conflictos.

En 2009, el G-20 estableció el Financial Stability Board, que en conjunto con el FMI y el Comité sobre Supervisión Bancaria de Basilea estableció una agenda de reformas a seguir. Esta agenda planteaba cinco puntos prioritarios (Wilmarth, 2020, p. 299): i) establecer requisitos de capital y liquidez más fuertes para los bancos internacionales, especialmente aquellos G-SIB (bancos de importancia sistémica global); ii) el desarrollo de nuevas estrategias para resolver las quiebras de estos G-SIBs y las instituciones financieras no bancarias sistémicamente importantes (SIFIs, por sus siglas en inglés); iii) mejorar la regulación de los derivados OTC; iv) reformar las políticas de compensación para desincentivar a los ejecutivos, traders y otros trabajadores claves de las G-SIB y las SIFIs no bancarias de la toma excesiva de riesgos; y v) fortalecer los controles sobre la potenciales fuentes de riesgo sistémico originados en la banca sombra.

A pesar de que la agenda establecía medidas para mejorar el “fortalecimiento de la regulación y supervisión financiera” (G20, 2009), el plan de acción del G20 estipulado dejaba prácticamente inalterado en lo fundamental el sistema bancario y financiero dominado por grandes conglomerados globales, y se limitaba a fortalecer la supervisión macro prudencial del riesgo de los G-SIBs y las SIFIs, bajo la creencia de que “el único fundamento seguro para una globalización sostenible y una prosperidad creciente para todos es una economía mundial abierta basado en principios de mercado” (G20, 2009). Tal fue el caso del conjunto de reformas circunscritas bajo el título de Basilea III, que si bien fijaban disposiciones sustancialmente más fuertes que Basilea II, obviaban el problema de la concentración de la industria bancaria y financiera. Entre estas medidas resaltan los requisitos más estrictos de capital para los bancos, una mayor supervisión sobre su calidad y capacidad para absorber pérdidas, así como estándares más rigurosos de liquidez y gestión de riesgos basados en coeficientes o ratios, entre otros, de apalancamiento y de liquidez.

⁸⁸ En Wilmarth (2020, cap. 11) se hace un extenso y sumamente detallado análisis sobre las leyes y demás resoluciones en lo referente al sistema bancario y financiero establecidas después de 2009 en el marco de estos debates. Así como también su evolución hasta el 2019, la cual cabe resaltar ha estado muy inclinada de nueva cuenta al desmantelamiento de las pocas disposiciones enfocadas en un regulación y supervisión más estricta.

Por otro lado y consecuente con estas ideas, las reformas legislativas en los correspondientes países dejaron inalterado el *statu quo* del periodo pre-crisis. En gran medida manipuladas por el lobbying financiero —de quien vale decir los políticos obtienen una amplia fuente de financiamiento— estas legislaciones no contemplaron reducir o limitar el tamaño de las G-SIB y SIFIs no bancarias; permitiendo la continuidad de los problemas y las condiciones que precipitaron a la crisis de 2007-2009. Tal fue el caso de la Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act de 2010 en Estados Unidos.

La Dodd-Frank Act, aunque más radical en sus primeras etapas de diseño, ya en el debate legislativo, muchas de las medidas de corte más restrictivo de regulación y supervisión fueron dismanteladas o cambiadas gracias al lobbying llevado a cabo por los grandes bancos y el partido republicano⁸⁹. No obstante, la ley implicó cambios importantes. Entre sus disposiciones clave se encuentran la creación del Consejo de Supervisión de Estabilidad Financiera (FSOC, por sus siglas en inglés), la mayor transparencia en la información de las instituciones financieras bancarias y no bancarias particularmente en los mercados de derivados financieros, la creación de la Oficina de Protección del Consumidor Financiero (CFPB, por sus siglas en inglés) y el establecimiento de la Volcker Rule⁹⁰, que de cierta forma limitaba a los bancos en sus operaciones en los mercados financieros.

III.3 La nueva Glass-Steagall Act propuesta

El punto central de la propuesta de Wilmarth (2020, cap. 12) gira en torno a volver de nueva cuenta a un sistema de banca especializada en el cual cada sector: banca comercial, banca de inversión y aseguradoras, estén separados y delimitadas sus atribuciones. Par tal efecto haciendo eco de la ley que en 1933 estableció este modelo en Estados Unidos, el autor propone una nueva Glass-Steagall Act. Si bien Wilmarth no esquematiza esta propuesta y detalla todos los pormenores y disposiciones legales, pues no es el punto de su propuesta, el autor establece elementos clave que la nueva legislación debería tener para efectivamente resolver el problema de las crisis financieras generadas por el riesgo sistémico y demás problemáticas asociadas con la imposición de un esquema de banca universal.

⁸⁹ Un ejemplo claro era la enmienda Brown-Kaufman que imponía un límite al tamaño y actividad de los gigantes financieros (Wilmarth, 2020, p. 302).

⁹⁰ Que alude al ex-Presidente de la Fed, Paul Volcker. La Volcker Rule proponía, grosso modo, la prohibición de los bancos de entrar en el mercado financiero como propietarios de hedge funds y fondos de capital privado, así como de comerciar con acciones, commodities y derivados como propietarios.

El punto de partida de esta reforma contempla la separación de los bancos (la banca tradicional/comercial) y sus filiales, de los bancos de inversión y del mercado de capitales en general. La propuesta contempla la prohibición a la banca tradicional de suscribir, comerciar y crear mercados con valores, salvo aquellos títulos autorizados para tales fines, como los bonos del Estado. Aunado a esto, también se ha de prohibir tanto la colocación privada como ofertas públicas de valores por los bancos. En cambio, la legislación debiera prever la autorización a los bancos y sus filiales de participar en préstamos sindicados y comerciar con estos préstamos y bonos respaldados con dichos préstamos. Empero, en ninguna circunstancia se debe permitir a la banca tradicional empaquetar estos préstamos y titulizarlos. Por lo tanto, los bancos y sus filiales deben estar separadas por completo de la suscripción y venta de valores respaldados por activos (Wilmarth, 2020, pp. 337–338).

Con el fin de evitar una toma excesiva de riesgo por parte de aquellos bancos que vendan estos préstamos a los bancos de inversión u otros brokers y dealers con el fin de ser titulizados, la nueva ley deberá promover que estos sean de alta calidad mediante la imposición de un requisito de retención de riesgo y con el fortalecimiento de los convenios de crédito entre los brokers/dealers y las instituciones financieras no bancarias. En conjunto estas disposiciones generarían mayores incentivos para evitar la creación y venta de préstamos fraudulentos y altamente riesgosos (Wilmarth, 2020, p. 338).

Así como con el mercado de valores, la nueva ley propuesta deberá separar a los bancos y sus filiales del mercado de seguros, de esta forma evitando que los bancos actúen como los proveedores de los seguros y se limiten a la posibilidad de ser agentes de venta de los mismos. En línea con esta disposición, a los bancos comerciales y sus filiales se les deberá permitir cobrar honorarios por servir como agentes para i) proveer asesoría de inversión y servicios de corretaje de valores, y ii) como agentes de venta de seguros (Wilmarth, 2020, p. 338). A la par, estos servicios de asesoría y corretaje deberán estar sujetos a una estricta regulación con el fin de evitar que los bancos adquieran alguna responsabilidad legal o pasivo por estas transacciones que represente un aumento en el riesgo del banco.

En línea con lo anterior, una nueva Glass-Steagall Act debe ser muy clara a la hora de prohibir a los bancos cualquier relación con el mercado de derivados. Para esto se deberá dotar de mayor autoridad a los reguladores para evitar que los bancos creen algún tipo de derivado sintético que se asemeje a algún valor o seguro. Por tal motivo, la legislación debe ser clara en este

aspecto, buscando evitar los conceptos vagos y muy amplios para no dar lugar a la apertura de vacíos legales (Wilmarth, 2020, p. 339).

Uno de los puntos centrales del planteamiento de Wilmarth, como se ha hecho notar a lo largo de las anteriores secciones, tiene que ver con el papel que las instituciones financieras no bancarias jugaron en el desarrollo de la crisis. Luego entonces, es imperativo que una nueva Glass-Steagall Act aborde la cuestión de la banca sombra. En primer lugar, la separación de la industria bancaria y financiera, en otras palabras la separación del riesgo, impediría el uso de, por un lado, las ventajas institucionales y técnicas que tiene la banca para allegarse de recursos a un costo bajo con el financiamiento vía depósitos o demás facilidades de liquidez que tiene con los bancos centrales; recursos que ya no podrían estar a disposición para efectuar inversiones especulativas. Por otro lado, impondría una mayor disciplina en el mercado de capitales; incentivada tanto por inversionistas y deudores en el monitoreo de las actividades de estas instituciones; como por las mismas instituciones financieras, puesto que al no tener acceso a la red de seguridad del sistema bancario tradicional administrarían de mejor manera el riesgo. Además, las actividades de supervisión serían más fáciles de llevar adecuadamente dado el relativo reducido tamaño y complejidad que tendrían la banca comercial, la banca de inversión y las aseguradoras.

Una tema fundamental que la nueva Glass-Steagall Act tendría que abordar es la cuestión de la banca sombra y lo que esto implica sobre la estabilidad del sistema. El punto clave en una nueva Glass-Steagall Act para abordar esta cuestión tendría que ser el eliminar la capacidad de la banca sombra de obtener financiamiento mediante instrumentos financieros de corto plazo que en la práctica funcionan como sustitutos de los depósitos bancarios, es decir los depósitos sombra. Para atender este problema, la legislación debe definir ampliamente el término depósitos. La definición propuesta por Wilmarth (2020, p. 342) es incluir como depósitos todas aquellos instrumentos financieros a corto plazo pagaderos en la práctica a la par, ya sea a la vista o dentro de los noventa días siguientes a la emisión. Bajo esta definición la banca comercial volvería a ser la única que legalmente puede emitir este tipo de instrumentos. Además, obligaría a las instituciones financieras no bancarias a trasladar todas sus posesiones y contratos de estos instrumentos hacia la banca, incluyendo, por supuesto, las participaciones en los MMEF, el papel comercial y los repos. Cabe mencionar que fueron precisamente estos mercados en los que ocurrieron las más desastrosas corridas en 2007 y 2008 y cuyos rescates representaron ingentes cantidades de recursos federales durante la crisis de 2007-2009.

El establecimiento de este nuevo esquema regulatorio que esté respaldado por una reforma legislativa sobre la industria financiera que de nueva cuenta establezca un sistema especializado y bien definido contribuiría a reducir el riesgo sistémico que la banca universal representa para la economía mundial. A la par, sentaría bases claras y concretas sobre las atribuciones de cada uno de los sectores de esta industria y promovería así una mayor disciplina de mercado; reduciendo considerablemente la oportunidad de la apertura de vacíos legales que conllevaran a problemas de riesgo moral y conflicto de intereses.

De igual manera, una nueva Glass-Steagall Act reduciría de manera importante el tamaño de las instituciones financieras, lo que aumentaría la competencia dentro de la industria y permitiría una disminución en la concentración, reduciendo así el poder económico y político que ahora concentran los grandes conglomerados financieros. Si bien todo lo anterior no evitaría la aparición de crisis, sin duda sí contribuiría considerablemente a la capacidad tanto de la industria como del Estado para, en primer lugar, poder prever de mejor manera la formación de episodios de burbujas especulativas y otras cuestiones que pudieran devenir en episodios de pánico y crisis. Y en segundo lugar, de presentarse periodos de inestabilidad económica y financiera o crisis, poder hacer frente a estos de manera más sostenible reduciendo los costos sociales y económicos que las políticas de *Too Big To Fail* han infringido sobre las sociedades.

III.4 Conclusiones preliminares

La interpretación de Wilmarth sobre la crisis financiera de 2007 no intenta explicar sus orígenes como resultado de un proceso o procesos meramente económicos. En cambio, el análisis histórico comparativo entre la crisis de 1929 y 2007 expuesto en este capítulo pone el énfasis como elementos causales de ambas crisis a los cambios en la organización institucional de los mercados financieros: el marco legal, regulatorio y de supervisión, como resultado de conflictos distributivos y de presiones sobre la política que permitieron la configuración de un sistema de banca universal.

El sistema de banca universal desregulado que surgió gradualmente en los años previos a ambas crisis propició el crecimiento desmedido y la concentración de la industria financiera. Esto le permitió a la banca universal el actuar sin restricciones en los mercados de capitales e implementar prácticas en muchos casos fraudulentas para llevar a cabo sus negocios. Lo anterior conllevó a un incremento paulatino en el riesgo sistémico y a la formación de burbujas especulativas, que cuando estallaron conllevaron inevitablemente a una crisis.

La gran diferencia entre ambos casos fue que en 1929 la crisis financiera produjo un cambio radical en la organización institucional; la Glass-Steagall Act de 1933 estableció la separación de la banca universal en una banca especializada. Mientras tanto, la legislación resultante después de 2007, dejó inalterado en lo fundamental el sistema de banca universal. Por tal motivo, reconociendo las similitudes entre ambas crisis y el rol fundamental que jugaron los bancos universales en éstas, la propuesta de Wilmarth aboga por una nueva Glass-Steagall Act que, ajustada a las condiciones actuales de los mercados financieros, busque reconfigurar el sistema financiero en uno especializado.

Capítulo IV. Una evaluación crítica de las interpretaciones de Mehrling y Wilmarth

IV.1 Introducción

El presente capítulo analiza las dos interpretaciones y propuestas de Perry Mehrling y de Arthur Wilmarth expuestas en, respectivamente, los capítulos II y III del presente trabajo. En estos análisis se buscará para cada cual: i) profundizar la posición teórica de los planteamientos ii) examinar los principales postulados de ambas visiones y iii) evaluar las implicaciones que conllevan o podrían conllevar con su implementación.

De tal suerte, el capítulo se organiza de la siguiente manera. La sección 2 realiza el análisis mencionado para la propuesta de dealer de última instancia de Perry Mehrling; la sección 3 hace el respectivo para la nueva Glass-Steagall Act de Arthur Wilmarth; finalmente, la cuarta sección presenta las conclusiones preliminares.

IV.2 Evaluación de la visión de Mehrling y la función de dealer de última instancia

IV.2.1 Posicionamiento teórico

Sin lugar a duda, la interpretación revisada en el Capítulo II no se enmarca en las convenciones teóricas del pensamiento ortodoxo. Los elementos y distintos mecanismos que resalta Perry Mehrling en su exposición de la crisis se alejan de aquellos que ocupan un lugar central en las interpretaciones sobre la crisis de las escuelas ‘dominantes’. En particular, resalta un aspecto que comparte con las distintas líneas de pensamiento crítico o heterodoxo, este es que la crisis, y la recesión que le siguió, no se debió a causas externas, ni fue detonada por un choque estocástico, sino que fue resultado de aspectos endógenos a la dinámica del sistema capitalista en su fase de globalización financiera. Como ejes rectores de este proceso de inestabilidad sitúa a los desbalances en los mercados monetarios y financieros y a la política monetaria de los bancos centrales, resaltando que la (des)integración de los mecanismos de ambos componentes terminaron por generar una disrupción en todo el sistema económico.

La interpretación de Mehrling nos permite extraer algunos planteamientos teóricos que son compartidos con las demás corrientes de pensamiento crítico. En primer lugar, el rechazo a la neutralidad del dinero. Si bien no es explícito en este punto, queda claro que en esta visión las variables monetarias y financieras están estrechamente relacionadas con las variables reales, pues impiden la continuidad del proceso económico. En ese sentido, también podría concluirse

que no es partidario de la dicotomía clásica entre los departamentos real y monetario. No obstante, no profundiza sobre esta conexión, que está estrictamente relacionada con los fundamentos teóricos de la disciplina económica, ni esquematiza los canales por los cuales estos están entrelazados ni cómo uno puede afectar al otro. El mecanismo de causalidad que describe es del sector financiero-monetario hacia la economía real vía la creación de mercados que permitan mantener una liquidez fluida en el sistema que, se supone, sea canalizada como crédito, sin distinguirlo entre productivo y especulativo. Sobre este punto volveremos más adelante.

En segundo lugar, y en esto sí es explícito, rechaza la existencia de una tasa ‘natural’ de interés (neo-Wickseliana) como *maxim* para alcanzar el equilibrio de pleno empleo en los mercados. En línea con esto, también critica y rechaza los modelos de banca central con una regla monetaria à la Taylor. Es por eso que en su propuesta de política, la tasa de interés no juega un papel preponderante como instrumento en el arsenal de la banca central, y en cambio su lugar lo ocupa la ventanilla de descuento.

Por último, rechaza tajantemente la idea de los mercados eficientes. En este último punto, en los escritos de Mehrling hay elementos no aclarados, puesto que su propuesta de reforma a la banca central y al sistema general da demasiado espacio para el ‘dejar hacer’ dentro de los mercados financieros y monetarios, y centra su objetivo en sustentar su buen funcionamiento. De esta forma, si bien reconoce la importancia de la regulación financiera en un primer momento en *The New Lombard Street* (Mehrling, 2011), a lo largo de su exposición no hace más mención de este aspecto. De hecho, al final, su propuesta deja inalterado el marco operativo y regulatorio de diversos instrumentos financieros e instituciones. En particular es relevante el caso de la banca sombra, a la que en vez de regularla sugiere que la autoridad financiera se adapte al nuevo esquema de organización institucional en el que la banca sombra tiene un peso preponderante, sin considerarla parte causal de la crisis.

Al no aclarar bien sus posturas tanto en los temas mencionados arriba, como en otros temas determinantes en los fundamentos teóricos de la disciplina (teoría del valor y la distribución, teoría de los precios y teoría de la producción) no resulta fácil situar rotundamente sus postulados en el marco de la escuela de pensamiento poskeynesiana, pese a sus referencias a las posturas de Minsky. Aún más, el hecho de que retome elementos particulares de distintas escuelas, sin ahondar más en detalles, contribuye a oscurecer su posicionamiento sobre otras cuestiones ajenas a las que trata. Por ejemplo, el que recupere aspectos del pensamiento de Hyman Minsky, específicamente la hipótesis de inestabilidad financiera, sin tomar posición

respecto a las implicaciones de esta hipótesis sobre la distribución del ingreso o la producción de bienes y servicios (como sí hace Minsky) complica que se le pueda asociar a la tradición poskeynesiana.

Otro ejemplo de lo anterior emana del concepto de inestabilidad inherente del crédito de Ralph Hawtrey. De nueva cuenta, Perry Mehrling sustrae de un análisis más amplio, conceptos aislados sin ahondar más en sus pormenores analíticos. En este caso en particular, cataloga la exposición de la IIC tan sólo como una burbuja especulativa (Mehrling, 2011, p. 12). Sin embargo, esto no es como Hawtrey (1923, 1932) expone su teoría. En sus análisis, pertenecientes a la línea de pensamiento de la Escuela de Cambridge del siglo XX (Marshall, Pigou, etc.), Hawtrey expone esta cuestión como resultado de un proceso cumulativo de la expansión del crédito el cual comienza por un aumento en la demanda de los dealers mercantiles por diversos bienes como efecto de expectativas de mayor crecimiento. Para cumplir sus decisiones de incrementar sus inventarios, dados los limitados recursos propios, los dealers recurren al crédito bancario, que a su vez tiene como contraparte la creación de depósitos, los cuales representan márgenes no gastados impulsando un mayor gasto. Como consecuencia, la demanda por los bienes aumenta, y para hacerle frente, los productores también recurren al crédito para financiar la producción de dichos bienes. Empero, ante una mayor demanda de bienes, los inventarios pronto se agotan, frustrando así el deseo de los dealers de incrementar sus inventarios con lo que el ciclo se vuelve a repetir.

El anterior esquema, en ausencia de dinero podría continuar perpetuándose⁹¹, pero dada la existencia de dinero, expresada por Hawtrey (1923) como reserva de los bancos y medio de cambio de los depósitos, imponía un límite a la expansión del crédito: con el aumento de los ingresos monetarios se incrementa el gasto, cuya contraparte se observa en una disminución de moneda (depósitos) de los bancos que para no quedarse sin reservas desincentivan la expansión del crédito con un aumento en las tasas de interés, frenando así el ciclo expansivo del crédito, que afecta en primer lugar y sobre todo a los productores, no a los dealers. Lo cual en última instancia afectaba en mayor medida al empleo y los salarios monetarios.

De acuerdo con lo anterior, el problema central que arrojaba la inestabilidad inherente del crédito no era por la expansión *per se*, sino por las implicaciones que su término tenía sobre los movimientos cíclicos en el empleo y los salarios. De hecho, la posición de Hawtrey respecto a la

⁹¹ Laidler (1991, Capítulo 5) menciona que esta propuesta guarda estrechos paralelismos con la ‘economía de crédito puro’ de Wicksell (1898).

especulación como determinante en las crisis era mínima y se puede apreciar en su interpretación de la Gran Depresión: “La disminución del poder de compra y la crisis en Wall Street fueron ambos efecto de una causa común...la contracción del crédito” (1932, p. 80). Incluso Keynes (1930, pp. 171–176) hace una crítica al mecanismo descrito por Hawtrey señalando la omisión en este de los efectos que una tasa bancaria más elevada tiene sobre los dealers y por ende, en la especulación.

En cambio, Mehrling califica la dinámica expuesta por Hawtrey como una burbuja especulativa, y deja de lado cualquier análisis sobre las variables reales. Aún más, cuando expone la IIC, Mehrling la contrapuntea con la idea de Schumpeter de “creación destructiva” en la que la expansión del crédito juega un papel importante como fuente del dinamismo del capitalismo, mencionado que, en este caso, la “inestabilidad es inseparable del crecimiento” (Mehrling, 2011, p. 12), como si el planteamiento de Hawtrey se tratase meramente de un proceso especulativo y no uno que implica (como hemos visto que hace) un análisis sobre el crecimiento, entre otros aspectos. Por otro lado, al afirmar que la “inestabilidad es inseparable del crecimiento” Mehrling ignora casi medio siglo XX, obviando la estabilidad en el crecimiento y el desarrollo experimentados durante la Era Bretton Woods.

Dicho todo lo anterior, tampoco podemos enmarcar el posicionamiento teórico de Mehrling en la Escuela de Cambridge a la que pertenecía Hawtrey. No obstante, siendo justos con el Profesor Mehrling, habría que reconocer que efectivamente su interpretación se nutre de dos cuestiones centrales de Hawtrey: la preponderancia del crédito en el análisis económico y el énfasis en el origen del problema no en el proceso de expansión del crédito, sino en la interrupción de éste —por motivo de la pérdida de reservas bancarias en el caso del economista inglés; y por una disminución en la intercambiabilidad de los activos en el caso de Mehrling.

Como es ya evidente, tratar de posicionar a la *money view* en un conjunto específico dentro de las diversas escuelas de pensamiento es, en tanto para hacerlo se carece de elementos adicionales en su análisis económico, una labor compleja por el momento. En todo caso, podríamos colocar esta visión como precursora de los modelos de segunda generación sobre las crisis de mediados de los 80⁹², por cuanto su análisis descansa, *grosso modo*, en postular el fallo institucional en la coordinación entre las instituciones financieras de los mercados monetario y de capitales y la política monetaria del banco central como fuente de la crisis de 2007.

De igual manera es preciso mencionar que el mismo Perry Mehrling, si bien se dice heredero del pensamiento tradicional sobre la banca central que él identifica con i) las finanzas

⁹² Ver el capítulo I de este trabajo.

monetarias americanas (la línea que menciona podría ser la suya) de autores como Allyn Young, Alvin Hansen, Edward Shaw y Hyman Minsky, y ii) el pensamiento británico sobre la banca central con autores como William Bagehot, Ralph Hawtrey, Richard Sayers y Charles Goodhart, no se adscribe a alguna de las distintas teorías o escuelas de pensamiento a las que pertenecieron estos autores, y de hecho con ninguna otra. De acuerdo con Mehrling, la característica que los une es que, dependiendo de las diferencias generacionales entre ellos y, por tanto, del contexto histórico en el que se desarrollaron su pensamiento, estos autores siempre mantuvieron su producción intelectual ligada “al mundo real, en la situación que estaban viviendo” (2013). Es decir, trataron de elaborar su teoría con base en la realidad y el pragmatismo.

Bajo esta perspectiva, no hay objeción para situar a la *money view* como seguidora de esta tradición. Es innegable que su análisis está basado en una detallada observación y claro entendimiento de las particularidades del funcionamiento real del mercado de dinero y del mercado de capitales, los procesos y relaciones que involucran las operaciones diarias en ellos, y la manera en que están integrados. En particular resalta la exposición del sistema de pagos como uno basado en el crédito y sustentando en la intercambiabilidad de los activos financieros como el aceite que lubrica constantemente al sistema. Aunado a esto, el uso metodológico de la hoja de balance de las instituciones financieras (vale recordar que para Mehrling todos los agentes son, *mutatis mutandis*, una institución financiera) resulta particularmente esclarecedor al momento de analizar una gran mayoría de los procesos económicos que tienen lugar en una economía capitalista con mercados financieros globalizados. Incluso esta metodología es útil también para explicar posturas entre distintas escuelas de pensamiento, como lo ejemplifica Mehrling (2020).

Considerando lo anterior, se puede llegar a la conclusión de que su *money view* en sí misma pertenece a una literatura que hace de la dimensión histórica u ontológica y del pragmatismo elementos centrales. Si bien abreva elementos de otras escuelas de pensamiento, sus lazos con ellas no son ni tan claros ni tan estrechos como para vincularlas satisfactoriamente con una o con otra.

No obstante, la propuesta analítica expuesta en *The New Lombard Street* presenta aspectos propios de una interpretación teórica. Pese a ello, me parece que aún está lejos de conformar una teoría en sí, pues sus posturas teóricas sobre los fundamentos de la disciplina no son claras, o bien están ausentes. La continua evolución de esta visión y el refinamiento del análisis económico de tal suerte que se vea nutrido con la incorporación de los fundamentos teóricos de la disciplina y el examen de sus implicaciones prácticas para la economía en su

conjunto, robustecería esta visión y la pondría en camino para conformar una nueva escuela de pensamiento económico que quizá nos permita entender de mejor manera la realidad económica, y no únicamente ciertos aspectos de ella.

El hecho de que se pueda considerar a la *money view* apartada de otras escuelas de pensamiento y sea, hasta cierto punto, factible de usar para presentar diferentes posturas entre ellas, recae en el hecho de que su principal innovación se encuentra en el aspecto metodológico, pues observa empírica y pragmáticamente la integración de variables financieras y monetarias con la economía en general, lo que trae a la memoria los debates de la segunda mitad del siglo XIX y la postura de la Escuela Histórica alemana y de Cunningham, el opositor de Marshall en Cambridge. Estas relaciones de las variables financieras y monetarias con la economía en general son fundamentales en el análisis de una economía dominada por los mercados financieros como en la que vivimos.

Empero, el problema surge cuando de un supuesto interpretativo sin estar completamente desarrollado se parte para proponer una política, sin tener detrás bases teóricas sólidas que den coherencia y consistencia a la propuesta y que permitan evaluar sus implicaciones prácticas. Es precisamente en este punto que considero se encuentra la gran falla de la propuesta de Perry Mehrling: la adopción *de iure*, lo que *de facto*, pragmáticamente, realizó la Fed; i.e. la responsabilidad de ser el dealer de última instancia, sin tomar en cuenta las consecuencias de esta medida.

Considerando sólo la exposición mecánica del sistema de una economía capitalista con mercados financieros globalizados de Mehrling (2011), cuya condición esencial para su correcto funcionamiento es la continuación del vínculo entre el mercado monetario y el mercado de capitales llevado a cabo por los dealers mediante la creación de mercados para los muy diversos instrumentos financieros en circulación y los que se creen; el que la Fed (o los bancos centrales en general) asegure en momentos de crisis la intercambiabilidad de los activos financieros para los que no hay mercado —pues se ha visto interrumpido (hay que recordar que esto es así porque los dealers no encuentran rentable el crear mercado para estos instrumentos)— y los absorba en su hoja de balance, creando mercado para estos y sustentando la liquidez del sistema en su conjunto es, sin duda, una solución práctica al problema. Pese a su practicidad, la propuesta deja inalteradas cuestiones centrales que explican la creciente inestabilidad sistémica. Aún más, valida las mismas fallas que llevaron a la crisis y da continuación a una forma de organización institucional que ha probado ser inefectiva en la consecución de una economía estable, en

crecimiento y con justicia distributiva. En lo que sigue, expondremos los que consideramos como principales puntos respecto a esta falla.

IV.2.2 Algunas implicaciones prácticas de la propuesta de dealer de última instancia

Un olvido importante en su propuesta de política es que deja inalterado los problemas asociados con la concentración de la industria financiera. Esta es una situación ampliamente abordada en la literatura económica, y si bien no hay consenso sobre el efecto total (i.e. descontando los aspectos positivos y negativos que pueda haber) de una alta concentración sobre la economía, predomina la propuesta que, pasado cierto margen (alto) de concentración, los efectos de esta inequitativa distribución, son perniciosos para el conjunto de la economía y sociedad (Brei et al., 2018; Calice & Leonida, 2018).⁹³ En su propuesta, Mehrling no hace mención sobre este punto, aceptando tácitamente una organización institucional de los mercados financieros hegemónica y caracterizada por una banca universal concentrada y un enorme sector de la industria financiera abarcado por la banca sombra, que ajena a la relativamente más estricta regulación bancaria, propone también asegurarla con la adopción de la responsabilidad de dealer de última instancia del banco central.

La alta concentración de la industria financiera y su relación con el aumento del riesgo sistémico y, por ende, con la aparición de las crisis es una característica históricamente asociada en la literatura crítica con, por un lado, la banca universal, banca mixta o banca múltiple, y por otro lado, con la escasa regulación y supervisión de la industria (Eichengreen, 2015; Panico, 2024; White, 2009; Wilmarth, 2020).

Ya a principios del siglo XX, Piero Sraffa (1922) había advertido de las complicaciones que surgían en el modelo de banca mixta, pues este tendía a establecer relaciones muy estrechas entre industria y finanza, lo que era favorable a la formación de grandes conglomerados con poder para controlar secciones de la economía, los medios y la política, e impulsar legislaciones y políticas favorables a sus intereses. Problemas que se veían agravados con una regulación laxa, que en el caso italiano (el que analiza en su artículo) no impidió evitar la crisis (Capraro et al., 2024, pp. 25–26).

Posteriormente, Sraffa (1929) en sus *Lectures* sobre Banca Continental (SP, D2/5; SP, D/2/5/14; ver también De Cecco, 2005; Panico, 2024) dictadas en Cambridge entre 1929 y 1930

⁹³ En Calice y Leonida (2018) se ofrece una exposición de este debate, así como la revisión de la literatura pertinente. Ver también Betancourt (2020) , donde se presenta un modelo teórico sobre los efectos totales (negativos) de una alta concentración de la industria financiera sobre el crecimiento económico y la distribución del ingreso. Para una discusión sobre los impactos de la financiarización en la distribución del ingreso ver Köhler et al. (2018) y su bibliografía citada.

había identificado, con base en su estudio sobre el éxito y colapso del banco francés *Crédit Mobilier* y sobre el sistema de banca mixta alemán de la Primera Guerra Mundial, que el sistema de banca mixta necesitaba para su correcto funcionamiento de otro arreglo institucional con el banco central más allá del papel de prestamista de última instancia. Sraffa concluyó, al analizar la quiebra del *Crédit Mobilier*, que el problema central que surgió de la financiación de inversiones de largo plazo con fondos de corto plazo (depósitos)⁹⁴ fue debido a la “inhabilidad de transformar sus activos en efectivo, tan rápido como sus depositantes estaban sustrayendo sus depósitos” y agrega “por lo tanto, en esta medida, la calidad relevante de los activos, para que sean líquidos, no es que estos deban ser pagaderos en una fecha temprana, sino que deben ser fácilmente negociables” (SP, D/5/14 citado en De Cecco, 2005, pp. 352–353, traducción propia).

En contraste, el éxito de la banca mixta alemana, que seguía el mismo esquema que el *Crédit Mobilier*, Sraffa (1929) lo atribuyó a la provisión sistemática de liquidez por parte del *Reichsbank* (el banco central del imperio alemán) que evitaba que la estructura de vencimientos de los bancos alemanes representara problemas de solvencia para los mismos, asegurando así una liquidez constante. Este es el arreglo institucional diferente al que se hizo referencia en el párrafo anterior. En palabras de De Cecco (2005), el *Reichsbank* actuaba como el “prestamista de primera instancia”. Pese al relativo éxito de la banca mixta alemana, Sraffa también señaló que las fallas en la regulación de este sistema permitieron la formación de un intenso proceso de concentración de las empresas financieras. Al expandir su tamaño, incrementaron su capacidad de influir en la legislación monetaria, lo que terminó por aumentar la inestabilidad y llevó a una crisis.

Comparando la exposición de Sraffa, resulta evidente que la propuesta de Mehrling comparte varias similitudes. Al igual que Mehrling, Sraffa resalta la figura esencial de los creadores de mercado, de los dealers, como lo hace notar De Cecco (2005, p. 353). Ambos académicos resaltan la importancia central de asegurar la estabilidad de su función. Ambos autores, para este respecto, proponen la necesidad de acción del banco central: como prestamista de primera instancia en el caso de Sraffa⁹⁵ y como dealer de última instancia en el de Mehrling. Sin embargo, entre ambas hay una clara diferencia en el porqué de esta organización institucional particular, además de papel determinante que el primero —el profesor Sraffa— le da a la regulación.

⁹⁴ Esta es la característica central de la banca universal.

⁹⁵ Sraffa no utilizó este término, sino De Cecco (2005) al sintetizar el planteamiento de Sraffa.

En el caso del análisis de Sraffa es claro que la estabilidad de la banca alemana significaba una necesidad en tanto las principales operaciones de la banca mixta estaban enfocadas en el financiamiento de la inversión de largo plazo industrial como parte de un proceso planeado de promoción del desarrollo industrial y el crecimiento económico, y que había probado ser exitoso en el caso alemán e italiano.⁹⁶ En tanto la propuesta de dealer de última instancia se hace sin una justificación clara respecto al porqué (o el para quién) se busca la estabilidad y la continuidad del estado de cosas en el mundo financiero. La estabilidad no es para nada un objetivo menospreciable, y sí una necesidad considerable, pero su búsqueda debe responder a objetivos públicos que beneficien a la mayoría de la sociedad; al menos así lo creo yo.

En línea con esta idea aparece otra de las problemáticas que pudieran surgir (o profundizarse) de imponer institucionalmente a la banca central el papel de dealer de última instancia: el riesgo de una asignación sistemática de mayores recursos hacia el crédito especulativo en detrimento de los disponibles para el crédito productivo.

Un aspecto que resalta en los análisis de las teorías de las crisis centradas en el funcionamiento del sistema financiero es la preocupación central de evitar las crisis por sus efectos nocivos sobre el otorgamiento del crédito, en el entendido que este era exclusiva o predominantemente dirigido hacia el sector productivo y su interrupción afectaba directamente a la inversión. Por ejemplo en el caso que estudia Hawtrey la interrupción del canal del crédito afectaba la inversión en capital físico (inventarios), o en el caso de Minsky, afectaba la capacidad de financiamiento y refinanciamiento de las inversiones en bienes de capital de largo plazo hechas por las empresas.

En cambio, en el análisis expuesto de la *money view* y la propuesta de dealer de última instancia la justificación de la estabilidad en la creación de mercados y el continuo financiamiento del crédito se hace sin distinguir si se está asegurando el crédito especulativo o el productivo. De hecho, dado que esta separación la califica de indistinguible, la política estaría sustentando ambas. Considerando la evolución reciente de los mercados financieros y las condiciones de burbujas especulativas que han precedido a las mayores crisis de este siglo (dotcom y crisis de 2007), podría pensarse que se estaría sustentando mayormente la especulación.

La crítica sobre la predominancia de las finanzas sobre la producción no es nueva. Ya desde principios del siglo veinte Thorstein Veblen (1904, 1934)⁹⁷ había criticado el ascenso de los

⁹⁶ Ver también Capraro et al. (2024, p. 212 et seq.).

⁹⁷ Citado en Stilwell (1988).

administradores financieros sobre los ingenieros productivos. A finales de los años 80, Melman (1983, p. xiii)⁹⁸ había advertido sobre la transformación de los Estados Unidos en “un mundo de hacer dinero, uno que puede prosperar aun cuando su producción es olvidada o transferida a otra tierra. En este mundo, la condición óptima es la ganancia sin producción”. Recientemente las tendencias decrecientes sobre inversión y crecimiento económico en la mayoría de los países desarrollados y en desarrollo, en relación con la tendencia creciente de la industria financiera, aún después de la Gran Recesión, han confirmado esta crítica⁹⁹.

La justificación detrás del aseguramiento de los mercados monetarios y de capital con el fin de sustentar el canal del crédito, sin dar mayores elementos, pareciera hacer eco de la idea de *Trickle-down economics* —aunque no creo para nada que Mehrling la haya pensado en estos términos—, idea que no está demás recordar que ha resultado errónea. El problema en este respecto con la propuesta de dealer de última instancia como está planteada es que se deja en manos de los grandes conglomerados financieros las decisiones de asignación de los recursos públicos que ponga a disposición la banca central en momentos de crisis. Éstos, bajo la lógica que impera en la industria financiera de maximización de las ganancias —que no tendría por qué cambiar— y frente a la oportunidad de obtención de mayores ganancias en menor tiempo con operaciones de especulación, se verían tentados a dirigir la mayoría de los recursos líquidos hacia estos negocios, relegando una menor cantidad de recursos disponibles para las inversiones productivas, que implican mayor tiempo y relativamente menores ganancias; obteniendo un resultado diferente al buscado con la política.

Para concluir este apartado, resta discutir el tema de los activos factibles de ser absorbidos en la hoja de balance de la banca central durante una crisis, como durante los periodos de tranquilidad.

En la propuesta de dealer de última instancia se especifica que estos activos para los cuales la Fed o la banca central estarían creando mercado —durante una crisis— o asegurando la continuidad de su mercado —durante un periodo sin crisis—, en principio, deben ser “buenos” (esa es la palabra que usa Mehrling), es decir estos deben estar catalogados como activos de cobertura (hedge) y que estén calificados con el mayor grado, AAA. De esta manera la banca central reduciría el riesgo cuando los absorbiera en su hoja de balance. Suponiendo sin conceder que la calificación del riesgo de los activos sea la correcta, dada ya sea por una calificadora de

⁹⁸ Citado en Stilwell (1988).

⁹⁹ Véase Philippon y Reshef (2013) para una discusión más reciente sobre el crecimiento de las finanzas modernas.

riesgo privada o por alguna agencia pública, y teniendo en mente que durante un periodo de desaceleración económica o de complicaciones no tan graves para la economía la calificación de riesgo de un activo otrora seguro puede cambiar a una posición de mayor riesgo ¿qué asegura que la calificación de riesgo sobre estos activos se mantenga en el grado más alto durante una crisis? Dicho de otra manera ¿qué asegura que efectivamente los activos que esté absorbiendo en su hoja de balance el banco central sean los más seguros o los menos riesgosos?

En principio, durante una crisis, los activos que estaría comprando el banco central serían aquellos que presentan problemas, aquellos para los que simplemente no hay mercado, que los dealers quieren vender, pero nadie quiere comprar, aquellos que aunque ofrezcan un alto rendimiento, su percepción del riesgo es tal que desincentiva su comercio. De esta manera, una vez pasada la crisis ¿qué nos asegura que estos activos puedan volver a hallar cabida en los mercados privados? No es insensato pensar que, pasada la crisis, pase mucho tiempo en que se pueda traspasar la totalidad de los activos de nueva cuenta a los mercados privados.

Otra pregunta relevante en el contexto de una crisis sería ¿qué garantiza que los recursos inyectados al sistema vía la compra de activos sean dirigidos al grueso de la economía, por ejemplo en aumento de créditos a la inversión productiva y no a la industria financiera, por ejemplo en crédito especulativo? Esta medida podría estar favoreciendo a los intereses de unos pocos y no contribuyendo a una redistribución equitativa de los recursos públicos que abonase al crecimiento económico o al bienestar social; y estaría contribuyendo a agravar la desigual distribución del ingreso, así como la concentración y aumento del poder de la industria financiera. Al igual que con los rescates de diferentes instituciones, ampliamente criticados, sería necesario la elaboración de un marco regulatorio y de política económica que asegure que los recursos públicos destinados sean dirigidos al beneficio de la mayoría y no de unos cuantos, como podría suceder.

Otro problema surge respecto al precio de compra de estos activos y la posibilidad latente del riesgo moral. A final de cuentas, lo que está asegurando la banca central con el papel de dealer de última instancia es el precio de dichos activos al demarcar un límite inferior para los mismos. Pero no un límite superior, el cual estaría definido en su totalidad por las condiciones de los mercados de capitales. El problema no es debido a que no haya un límite máximo al aumento de precios per se —que de cierto representa un riesgo latente por la posibilidad de la formación de burbujas—, sino por lo que implica para la banca central como dealer, pues puede representar que la operación resultase en una pérdida. Supongamos que se está en un momento en el cual el

precio de los activos elegibles para la facilidad de dealer de última instancia está cayendo después de un periodo prolongado a la alza que resultó en un desface entre el valor real de los activos y su valor de mercado, siendo este último mayor. Si los dealers esperan que el precio de dicho activo continuará cayendo y para minimizar su pérdida, o bien para no incurrir en ella, deciden hacer uso del banco central como dealer de última instancia. Si el precio del activo, aún después de un amplio *haircut* resultara mayor al valor real del mismo activo, significaría que la compra se efectuó a un precio inflado, además, este precio inflado representaría el límite inferior para el precio de mercado de dicho activo. Supongamos que pasado un tiempo el banco central quiere volver a transferir este activo de su hoja de balance a la hoja de balance de los dealers. Pueden suceder dos casos, o que no acepten comprar de nueva cuenta dicho activo por la razón que sea (a diferencia del banco central no estarían compelidos a hacerlo); o bien que decidan volver a crear un mercado privado para dicho activo pero comprando el activo a su valor real, no al valor asegurado por el banco central. Sea el primero caso o el segundo, en ambos el banco central estaría incurriendo en pérdidas que, tratándose de una institución pública significaría una cosa: la socialización de las pérdidas y la privatización de las ganancias.

En síntesis, desde una perspectiva metodológica la adopción por parte de la banca central de la responsabilidad de dealer de última instancia es una propuesta viable y factible que ayudaría a estabilizar el sistema y su funcionamiento actual. Sin embargo, deja fuera diversos elementos fundamentales que cuando son considerados en un análisis desde una perspectiva más amplia arrojan cuestionamientos sobre si una propuesta así es deseable económica y socialmente hablando, pues no queda claro si ésta contribuiría a favorecer a la mayoría de la sociedad, o tan sólo a la industria financiera.

IV.3 Evaluación de la visión de Arthur Wilmarth y la nueva Glass-Steagall Act

IV.3.1 Posicionamiento teórico

Me parece que es menester comenzar este apartado aclarando que la propuesta evaluada en este capítulo no pertenece a un economista, sino a un jurista e historiador.¹⁰⁰ En ese sentido, la interpretación de Wilmarth (2020) de las crisis financieras no se ajusta a la presentación de un

¹⁰⁰ Hago referencia a lo anterior no con el afán de demeritar la validez de este análisis por no seguir una perspectiva puramente económica, sino con la intención de hacer notar al amable lector economista que haya acompañado la lectura de este capítulo que no hay que olvidar que para entender la realidad económica, no basta con la observación desde un modelo abstracto. Para entender los procesos económicos no se debe perder de vista el contexto en el que estos se llevan a cabo: histórico, espacial, legislativo, institucional, político, etc.

análisis puramente económico según los cánones ‘convencionales’ de la ciencia económica. Por lo tanto, no encontramos en su trabajo una perspectiva economicista en el que se resalten conceptos o relaciones teóricas abstractas por sobre los demás elementos del análisis. Lo que resalta, en cambio, es una interpretación que se halla firmemente fundamentada, además de en datos empíricos económicos, en un minucioso análisis histórico de larga duración en que se destacan los aspectos institucionales, políticos y legislativos como elementos causales de la crisis.

Pese a lo anterior, los elementos que resaltan en la interpretación de Wilmarth de la crisis nos permiten desde la perspectiva de teoría económica evaluarla dentro de la tradición heterodoxa, en tanto identifica la crisis como un proceso que tiene orígenes endógenos a la dinámica económica, política y social del capitalismo. Además, dentro de esta tradición podemos situarla en la línea clásico-keynesiana, pues reconoce como elemento central de las crisis las fallas institucionales en la regulación financiera, las cuales impulsadas mediante presiones políticas de un grupo económico específico (la industria bancaria-financiera) generaron una redistribución del poder económico y político a favor de dicho grupo propiciando la conformación de grandes conglomerados y elevando el riesgo sistémico y la probabilidad de las crisis.

Propiamente expuesta, la interpretación que arroja el estudio histórico de Wilmarth (2020) sitúa a las fallas en la regulación que propiciaron la formación de —o reconfiguración en— la banca universal como el principal factor que explica el surgimiento de las crisis. Al comparar los periodos previos a la irrupción de la crisis de 1929-1933 y la de 2007-2009, identifica que ambos fueron precedidos por un proceso de cambio en la organización institucional de los mercados financieros. Estos cambios, favorables a la industria financiera, fueron logrados en gran medida gracias a una intensa actividad de lobbying que se vio reflejada en una importante disminución en las barreras regulatorias y de supervisión que limitaban la actividad de las instituciones financieras. A la par, la ausencia de medidas regulatorias explícitas y el tácito permiso de las autoridades competentes permitieron el gradual, mas constante, avance de este proceso, en el cual participaron también diversos actores e influyeron otros factores.

La visión clásico-keynesiana, entre sus postulados, resalta precisamente estos aspectos como centrales en el incremento de la inestabilidad financiera y, por ende, en la aparición de crisis. La aproximación clásico-keynesiana de las crisis considera que las intervenciones gubernamentales son parte de los conflictos entre diferentes grupos económicos y sociales que en el caso de un sistema de banca universal puede incentivar el aumento de las fallas en la

regulación financiera que pueden favorecer la formación de grandes conglomerados, capaces de influir el ejercicio del gobierno, obtener legislación y políticas que promuevan sus intereses pero aumentando el riesgo sistémico y la probabilidad de crisis. Además, esta interpretación agrega que, en un sistema mixto, es imperativo la existencia de una legislación sobre regulación financiera que evite la formación de grandes conglomerados para evitar la inestabilidad financiera y los efectos negativos en la distribución del ingreso, e incluso el funcionamiento mismo de la democracia¹⁰¹.

La propuesta de Wilmarth está en la misma línea que esta teoría por cuanto propone el fortalecimiento de una regulación bancaria-financiera que evite el surgimiento de los distintos conflictos y problemáticas asociados a las finanzas. Sin embargo, el autor va un tanto más allá, en el sentido que plantea una nueva Glass-Steagall Act que termine con el sistema de banca universal, no únicamente uno que lo regule de manera más eficiente.

Sin embargo, en el contexto actual de un capitalismo financiarizado en el que la industria financiera es un sector crucial, la separación de la industria financiera plantea dudas tanto económicas como políticas sobre su viabilidad. La siguiente sección aborda las principales.

IV.3.2 Principales objeciones frente a una nueva Glass-Steagall Act

Desde una postura económica, hay tres objeciones principales (Wilmarth, 2020, pp. 349–353). En primer lugar, se argumenta que la separación de la banca universal supondría un costo importante al reducir los beneficios de las economías de escala y alcance. Si bien la relación entre tamaño de la industria financiera y bancaria y sus virtudes respecto a las economías de escala y alcance no es un aspecto consensuado en la literatura (ver Baxter, 2011; Chernobai et al., 2016; Davies & Tracey, 2014; Haldane, 2010; Hughes & Mester, 2018; Kress, 2019)¹⁰², distintos estudios han mostrado que es muy probable que esta relación sea una contraproducente. Davies y Tracey (2014) identifican que las ventajas de economías de escala y alcance de los grandes bancos aparecen una vez se controla por la condición de que sean Too Big To Fail, i.e. que en tiempos de dificultad su ayuda por parte de las autoridades, o eventual rescate, esté prácticamente asegurado por representar una necesidad para la estabilidad sistémica.

¹⁰¹ Este postulado está basado en los trabajos de Piero Sraffa sobre la *Continental Banking* y la crisis bancaria de Italia. En la sección II.4 de este trabajo se encuentra una breve exposición de esta postura. Para un tratamiento más extenso ver Capraro et al. (2024, Capítulos 1 y 10) y De Cecco (2005).

¹⁰² Citados en Wilmarth (2020, pp. 349, 477).

Otros estudios como DeYoung y Rice (2004), Goetz et al. (2013), Laeven y Levine (2007), Minton et al. (2017) , Stiroh (2006a, 2006b) y Stiroh y Rumble (2006)¹⁰³ han encontrado una asociación entre los más grandes bancos universales y un aumento en la volatilidad de las ganancias, un mayor riesgo de insolvencia y una menor valuación de mercado; todos factores que se han incrementado posterior a la crisis¹⁰⁴. Por otro lado, estudios como los de Brunnermeier et al. (2019), DeYoung y Torna (2013), Masciantonio y Tiseno (2013) y Moore y Zhou (2014) han encontrado una relación directa entre el crecimiento de las operaciones en mercado de capitales de los bancos universales con el aumento de riesgo sistémico, una mayor probabilidad de quiebra y la necesidad de rescate durante una crisis.

El segundo argumento contra una nueva Glass-Steagall Act postula, para el caso de Estados Unidos —aunque podría extenderse la objeción para otras latitudes—, que esta acción reduciría la capacidad de competencia del sistema financiero frente al de otras naciones. De hecho, uno de los fundamentos de la posición de Greenspan y otras autoridades durante la “fiebre por la desregulación” de las décadas de 1980, 1990 y 2000 era precisamente que la liberalización financiera contribuiría a aumentar la competitividad de Estados Unidos frente al resto del mundo. Empero, Wilmarth desestima a lo largo de su trabajo esta afirmación, pues demuestra que el desempeño, por ejemplo en ganancias o innovación financiera, fue mejor en el caso estadounidense antes de la reconfiguración de la banca hacia una universal. Incluso menciona que muchos grandes bancos universales europeos y nipones han comenzado en los últimos años a disminuir de manera importante sus operaciones e inversiones en los mercados de capitales globales, dominados indiscutidamente por los bancos universales de Estados Unidos (Wilmarth, 2020, pp. 351–352).

No obstante, habría que reconocer que en el contexto financiero global la implementación de un sistema bancario y financiero especializado como el propuesto por Wilmarth necesita contemplar un horizonte geográfico mucho más amplio y, por ende, una cooperación internacional hacia la conformación de una organización institucional financiera especializada. Además, dada la intrincada red que existe entre los distintas esferas financieras nacionales y la cuasi —sino— perfecta movilidad de capitales, creo que sería necesario contemplar también el fortalecimiento de los organismos internacionales fundamentales para el funcionamiento del sistema financiero global y, posiblemente, pensar en la creación de un órgano regulador financiero global que tenga

¹⁰³ Citados en Wilmarth (2020, p.349-350).

¹⁰⁴ Wilmarth (2020, pp. 350, 477n81) menciona que desde la crisis sólo tres de los más grandes bancos universales han producido ganancias para sus accionistas; dos de ellos quedaron tablas; el resto generó pérdidas.

una mayor capacidad discrecional y de sanción. Éste entre otras cuestiones habría de buscar una mayor transparencia en los movimientos de capitales entre distintas jurisdicciones. En principio, la primer gran ventaja de tener una institución de esta índole permitiría esclarecer las inmensas transferencias de recursos, herméticos en su procedencia, hacia los distintos paraísos fiscales lo cual favorecería la lucha contra las actividades ilegales de las que muchos de estos recursos se sabe provienen.

Otro factor importante a considerar para el caso de Estados Unidos es el papel que juega el dólar en el sistema de pagos mundial. El que el dólar sea la moneda de reserva mundial y el medio de pago internacional otorga a la banca estadounidense una fortaleza y ventaja con la que no cuentan el resto de las instituciones financieras del mundo. Sin embargo, las implicaciones de esta cuestión, aunque de suma importancia, escapan del objeto de análisis de este trabajo.

La tercera gran objeción contra la separación de la industria financiera descansa sobre el supuesto que sólo los bancos universales de gran tamaño pueden hacer frente a las necesidades de financiamiento de las corporaciones multinacionales. De nueva cuenta, Wilmarth (2020, pp. 352–353) ofrece elementos para desestimar esta aparente necesidad de mantener una industria financiera concentrada en enormes corporaciones. En su análisis histórico pone énfasis en la capacidad de la banca durante los años del sistema especializado en Estados Unidos para financiar a las multinacionales cuando estas lo requerían mediante los préstamos sindicados¹⁰⁵. Otro argumento contrario a esta objeción se halla en el hecho de que en el capitalismo financiarizado se ha dado un cambio en la relación entre el sistema bancario/financiero con las empresas, en las que estas últimas se han vuelto prestamistas netos del sistema bancario, lo cual entre otros fenómenos ha propiciado que la financiación de las empresas se haga mediante el mercado accionario y no tanto a través del crédito bancario (Seccareccia, 2012).

Como hemos podido observar las tres principales objeciones a la separación de la banca universal en una banca especializada se sustentan en relaciones no del todo comprobadas empíricamente—en el mejor de los casos— o en simples ideologías—en el peor de ellos. Así como estas tres principales objeciones, otras tantos argumentos y contrargumentos se han levantado alrededor de la propuesta y aunque la idea ha permanecido en el debate académico y político en gran parte del mundo desarrollado y en desarrollo —matizada, claro está, al contexto de cada economía nacional—, la balanza se ha inclinado hacia el sostenimiento del sistema.

¹⁰⁵ Wilmarth (2020, pp. 352–353, 478) ofrece ejemplos de estudios al respecto en De Fontenay (2014), Sesit (1996), Cumming et al. (2019) y Wilmarth (2002).

El problema más grande que enfrenta a mi parecer la posible escisión del sistema bancario en uno separado, limitado por atribuciones claras, mejor regulado y mucho más supervisado, es que en el transcurso del tiempo termine por desvanecerse la idea del debate y en cambio, academia, política y sociedad dé por sentado que el sistema es el que es, aceptando de facto aquel desesperanzador eslogan de Margaret Thatcher: “There is no alternative!”.

Lo anterior, sin duda, es una posibilidad. Actualmente, la industria financiera ostenta un poder descomunal, económico y político. Un ejemplo claro de esto fue la capacidad que tuvieron de influir la legislación monetaria y regulatoria posterior a la Gran Recesión, tal que le permitió inclinar a su favor las medidas implementadas. Si bien hubo avances hacia una mejora regulatoria (aunque muchas de estas no se han ejercido; ver Wilmarth, 2020, capítulo 12), se dejó inalterado en lo fundamental la organización institucional de los mercados financieros, y por tanto se mantuvieron las causas fundamentales que llevaron a la crisis. Aunque conveniente económica y socialmente, por las razones expuestas en el capítulo anterior, me parece que la viabilidad de llevar a cabo esta propuesta se antoja complicada, sino imposible —al menos en el corto plazo, o hasta que se presente otra gran crisis. No hay que olvidar que no fue sino hasta que estalló la Gran Depresión, que este cambio se pudo efectuar.

IV.4 Conclusiones preliminares

En el caso de la *money view*, si bien en la práctica, en términos operacionales o técnicos y suponiendo que el comportamiento de los mercados financieros y de la economía continúe como lo describe la *money view*, el que a la banca central se le añada la función de dealer de última instancia en efecto contribuiría a evitar las crisis que siguieran un mecanismo como aquel de la crisis financiera de 2007; pero a su paso estaría validando el *statu quo* que llevó a la crisis, fortaleciendo la tendencia observada de concentración y dominio del sector financiero.

Sin embargo, como se ha analizado en este capítulo, su interpretación y propuesta no integran una perspectiva de teoría económica más amplia —o quizá más clara—, ni un consecuente análisis de las implicaciones económicas, políticas y sociales que esta pudiera tener. Además, deja de lado muchos factores y problemáticas que han sido identificados en la teoría y en la práctica como elementos que explican el origen de este tipo de fenómenos, así como su profundidad y nivel de afectación. El análisis ofrecido en este capítulo identificó algunos de ellos:

1. El problema de la concentración de la industria financiera y su creciente dominio sobre la economía, los medios, la política y la sociedad.
2. Los problemas asociados a la escasa regulación del sistema financiero, en particular a la banca sombra y la innovación financiera en activos riesgosos. En cambio, propone extender la cobertura de la banca central para estas instituciones.
3. Las fallas en la supervisión de las instituciones financieras (bancarias y no bancarias) y la administración del riesgo.
4. Las dificultades asociadas a la valuación y calificación de los activos elegibles como colateral para la facilidad de dealer de última instancia, lo que podría resultar en un problema de selección adversa.
5. La posibilidad del riesgo moral por parte de las instituciones financieras para con la banca central. Lo cual podría ocasionar que esta mediante la implementación de la propuesta esté incurriendo en pérdidas, y por tanto socializándolas.
6. Las medidas complementarias de política monetaria, y económica en general, que permitan asegurar que los recursos públicos sean destinados para objetivos públicos que beneficien a la sociedad en su conjunto y no a unos cuantos.

Debido a lo anterior, si bien busca enfrentar las falencias técnicas en el funcionamiento del sistema actual adecuando las instituciones públicas a sus condiciones, la propuesta de Mehrling, al dejar inalterado el sistema actual sin atender causas estructurales e institucionales asociadas con la crisis, resulta viable, pero levanta dudas importantes respecto a su conveniencia.

Al considerar la propuesta de Wilmarth, pudimos apreciar que las objeciones económicas principales que enfrenta, en el caso de su implementación en Estados Unidos —pero dable al caso de otras naciones— se deben a que:

- i) supondría un costo importante al reducir los beneficios de las economías de escala y alcance;
- ii) reduciría la capacidad de competencia del sistema financiero frente al de otras naciones; y
- iii) sólo los bancos universales de gran tamaño podrían hacer frente a las necesidades de financiamiento de las corporaciones multinacionales.

Como hemos visto, estas objeciones descansan sobre relaciones económicas no del todo comprobadas empíricamente, o en algunos casos sobre ideologías.

No obstante, la objeción más fuerte que enfrenta es, en cambio, una de carácter político, directamente dependiente de las relaciones de poder económico y político. La magnitud del peso que ostenta la industria financiera, y el amplio apoyo de las autoridades como resultado de la concentrada distribución de recursos que mantiene esta última, le permite influir directamente en la legislación para bloquearla o amoldarla a sus intereses. Es por ello que, si bien esta propuesta busca atacar directamente las que considera como las causas fundamentales de las crisis financieras al proponer un cambio en la forma que se organiza el sistema actual (propicio a la inestabilidad y a las crisis), el inmenso poder económico y político que ostentan los bancos universales a nivel de los estados nacionales y globalmente hace de la implementación de su propuesta, aunque conveniente, una difícilmente viable.

V. Dos visiones en contraste: ¿qué clase de sistema queremos?

Cuando los hechos cambian, yo cambio de opinión

¿usted, qué hace?

John Maynard Keynes¹⁰⁶

La creciente inestabilidad y las crisis financieras de las últimas décadas han exigido cambios en las interpretaciones del funcionamiento del sistema económico y de políticas públicas en muchas áreas. Por un lado, está el aspecto académico y teórico. Como hemos visto en el Capítulo I, el marco general teórico que dominaba en la disciplina ofreció visiones que daban mayor valor interpretativo a causas que se encontraban en ciertos errores humanos o fallas institucionales, justificando así la ausencia del correcto funcionamiento de las fuerzas de mercado que habrían de llevar a la economía de vuelta al pleno empleo. Tales son los casos de Taylor (2009a, 2009b) para quien la crisis se debió al error institucional de la Fed de mantener una tasa de interés constantemente por debajo de la tasa de interés que determinaba la regla de Taylor; o de Blinder (2009) que argumentaba que una serie de errores humanos evitables fue lo que desencadenó la crisis (entre ellos el propuesto por Taylor). Por su parte, Bernanke (2009, 2010a, 2011) y Greenspan (2010) explicaban la crisis como resultado de un desbalance global causado por el exceso de ahorro (*global savings glut*) o falta de inversión (*investment strike*) de algunas economías emergentes, predominantemente China, que redirigió abundantes recursos hacia el mercado financiero estadounidense precipitando la formación de la burbuja especulativa y la crisis. Incluso algunos otros fueron más allá, como Ohanian (2010) para quien la Gran Recesión se debió a la renuencia de los trabajadores a trabajar como efecto de las distorsiones provocadas por la política fiscal.

Sin embargo, las anteriores visiones pasan de largo la integración como variables explicativas a elementos monetarios y financieros, los mismos que estuvieron al centro de la crisis financiera. A la par, dejan de lado cualquier tratamiento que involucre la conceptualización de dichos elementos como un resultado parcial de la evolución histórica de la organización político-institucional. En esta misma línea, pero visto desde otro ángulo, tampoco dan cabida a la noción de que esta organización imperante en el momento de la crisis no surgió espontáneamente, sino

¹⁰⁶ Frase anecdótica atribuida a Keynes cuando este fue interpelado sobre el cambio de sus posiciones en el periodo de entreguerras.

que fue también resultado parcial de la evolución de las variables económicas y sus dinámicas (vgr. la creciente concentración del ingreso); las mismas que abonaron a la reconfiguración de los equilibrios de poder político y económico que condujeron a una organización institucional favorable a la industria financiera, que en última instancia llevó al aumento de la inestabilidad sistémica y a la crisis.

Al prescindir de lo anterior en su análisis, las interpretaciones de la crisis ofrecidas por la teoría dominante pierden valor explicativo.

Por otro lado, está el cambio de paradigma en el actuar de los bancos centrales, los cuales comenzaron a implementar medidas no convencionales para enfrentar la crisis, principalmente a través de operaciones con su hoja de balance, una vez se hizo visible que las variaciones en la tasa de interés, el instrumento *par excellence* de la política monetaria, no estaban siendo efectivas.

Por su parte, las teorías críticas presentadas en este trabajo, en cambio, se distancian de aquellas de la teoría dominante en el hecho de que en su visión los aspectos monetarios y financieros son un componente clave de sus fundamentos teóricos. Estas teorías, aquella que se fundamenta en los planteamientos de Minsky, que comprende una gran parte de la escuela poskeynesiana, y aquella que descansa en el pensamiento de Keynes y Sraffa, la clásico-keynesiana, tienen como elemento central en sus interpretaciones la posibilidad de la aparición de las crisis como un fenómeno endógeno a la dinámica capitalista que se deriva como corolario de la incorporación del dinero y la industria financiera en el marco teórico y metodológico.

Además, en esta línea crítica la organización institucional de los mercados financieros y monetarios toma un carácter central¹⁰⁷, pues es a través de sus dinámicas internas, las relaciones que entablen con los diversos sectores de la sociedad y las implicaciones de esta en el conjunto de la economía que se deriva i) la posibilidad de que haya crisis y ii) la forma de, por un lado, disminuir esta probabilidad y, por otro, la forma de enfrentarla. Claro está, como hemos visto, cada cual tiene sus particularidades teóricas y difieren en el peso explicativo dado a distintos factores institucionales y económicos.

Las interpretaciones de la crisis centrales en este trabajo: la de Perry Mehrling (2011) y Arthur Wilmarth (2020), respectivamente en los Capítulos II y III, pertenecen a esta línea de pensamiento. Ambas posturas explican la crisis de 2007 desde una perspectiva en la que las fallas institucionales jugaron un papel determinante. En el primer caso, las fallas se expresan en dos

¹⁰⁷ Si bien no se trató en este trabajo, el pensamiento de Marx o la línea marxista también es una escuela que incorpora entre sus fundamentos los aspectos resaltados en este párrafo. Para un análisis sobre este punto, ver Capraro et al. (2024, Capítulo 1).

aspectos: i) la interrupción de la creación de mercados por parte de los dealers en los mercados monetario y de capitales que dio inicio a la crisis; y ii) la incapacidad de la Fed de entender y atender directamente este problema; no fue sino hasta después de que la Fed intervino en la creación de mercados que se detuvo la caída financiera, de ahí que su propuesta sea establecer a la Fed como el dealer de última instancia . Por su parte, para Wilmarth la falla institucional radica en el proceso de cambio del marco legislativo y regulatorio de los mercados financieros que permitió la creación de inmensos bancos universales capaces de ejercer dominio sobre la política y la economía, lo que generó un cambio en la distribución del ingreso y un aumento en el riesgo sistémico que terminó en una crisis financiera, de aquí que su propuesta vaya encaminada a la reconfiguración de un banca especializada con la promulgación de una nueva Glass-Steagall Act.

En síntesis ambas visiones le dan un peso explicativo fundamental a la organización institucional de los mercados financieros y sus fallos. En consonancia, las respectivas propuestas son fieles a sus visiones pues tratan de solucionar lo que identifican como la causa fundamental de las crisis. Pese a lo anterior, al contrastar los análisis sobre la viabilidad y posibles implicaciones de adoptar una u otra propuesta podemos concluir que la propuesta de dealer de última instancia es más viable, pero menos conveniente; y viceversa, una nueva Glass-Steagall Act es más conveniente pero menos viable.

La explicación de las conclusiones sobre la diferencia en la viabilidad es relativamente sencilla. Por su parte, la propuesta de implementar legalmente la función de dealer de última instancia para un amplio conjunto de activos financieros como componente ineludible del quehacer de la banca central es mucho más viable por cuanto la creación de mercado para distintos activos financieros, predominantemente los activos respaldados por hipotecas, ya forma parte del conjunto de herramientas de política monetaria que utilizan la Fed y otros bancos centrales en el mundo. De hecho, cabe recordar que una de las medidas que la Fed llevó a cabo para hacer frente a la crisis por COVID-19, además de la disminución de los tipos de interés, fue la duplicación de su hoja de balance mediante la compra de RMBS, alcanzando esta un valor alrededor de los 9 billones de dólares.

Por otro lado, el que se promulgue una legislación que siga el espíritu de la Glass-Steagall Act de 1933 y establezca de nueva cuenta un sistema bancario-financiero especializado, propiamente regulado y limitado a operar en sus respectivas áreas resulta casi imposible, en tanto el poder económico y político que concentran los grandes bancos universales es tal que les ha permitido frenar cualquier intento que vaya en esta dirección. Claro ejemplo de ello fue su

capacidad de cambiar y relajar las medidas regulatorias de la Dodd-Frank Act de 2010, esto lo lograron incluso cuando se vivía el peor momento de la crisis financiera —que se podría ver como el mayor momento de debilidad de los grandes bancos universales. Posteriormente, el debate sobre la regulación financiera se fue enfriando, incluso muchas de las medidas implementadas en la ley de 2010 fueron revertidas en 2018 por la administración de Trump, argumentando que estas eran demasiado restrictivas y favorables a los pequeños y medianos bancos. Empero, en 2023 la quiebra del Silicon Valley Bank y otros bancos —la mayor quiebra desde 2008— reavivó este debate.

En cuanto al otro componente de la conclusión, el porqué de la distinción entre calificar a una propuesta más o menos conveniente radica en el reconocimiento de una diferencia fundamental entre ambas. Más allá de los argumentos económicos a favor o en contra de una u otra, o de las diferencias teóricas que hay entre ambas, lo que las distingue es la forma particular en la que cada visión entiende la evolución de la organización institucional de los mercados financieros y su relación con las demás variables económicas, y por ende la manera en que esta organización influyó en la inestabilidad que llevó a la crisis.

Para situar en perspectiva, la organización institucional de la industria financiera a la que hago referencia y que de manera general podemos encontrar en ambos autores, obviando las particularidades, es aquella caracterizada por la confluencia de grandes conglomerados financieros —ya sea banca universal y banca sombra en el caso de Wilmarth o dealers en el caso de Mehrling— que participan en los mercados monetario y de capitales ya sea bajo un marco regulatorio y de supervisión muy limitado, o bien inexistente (banca sombra) y cuya integración e interrelación con la economía ha llegado a tal punto que las fallas en esta organización representan un riesgo sistémico.

En el caso de Mehrling, su visión de la evolución institucional de la industria financiera gira en torno a la aceptación de dicha organización como un resultado “orgánico” o “natural” del capitalismo, que de no haber sido por la Gran Depresión, las Guerras Mundiales y el sistema que se construyó después, hubiese sido desde mucho antes la organización “normal”. En este sentido, el periodo de Bretton Woods fue un bache en el camino evolutivo. Desde mi punto de vista, son dos las principales problemáticas que encierra esta visión. En primer lugar, ignora que la organización institucional actual fue resultado de un proceso histórico que surgió a raíz de decisiones políticas que gradualmente fueron cambiando el marco regulatorio en el que operaba la industria financiera favoreciendo así la innovación en la industria; y no resultado de un proceso

natural que tarde o temprano iba a suceder. Y en segundo lugar, ignora que este cambio a su vez impulsó un cambio estructural de la economía que permitió a la industria financiera tener tasas de crecimiento descomunales, desacompasadas con el resto de la economía que, aunadas a un proceso de concentración de la misma industria, les permitió adquirir un inmenso poder económico y político, que no hizo sino otorgar a la industria la posibilidad de profundizar el proceso de cambio en la legislación y favorecer sus intereses.

Al ignorar estas dos cuestiones pierde de vista la relación hegemónica que las variables monetarias y financieras han adquirido por sobre las variables económicas y que tuvieron —y siguen teniendo— un papel crucial en el incremento de la inestabilidad sistémica y, por ende, en la posibilidad de las crisis. En otras palabras, el problema de esta visión es que no considera los efectos que el dominio de las finanzas tienen en la economía y que han afectado negativamente el crecimiento económico, el empleo, la distribución del ingreso, los conflictos sociales y la estabilidad financiera y sistémica (Capraro et al., 2023)¹⁰⁸. De ahí se explica que su propuesta no considere necesario hacer ningún cambio sustantivo en la regulación o en el sistema mismo y sólo se aboque a proponer que la banca central deba sostener todo el mercado financiero, sin reconocer la existencia de los problemas fundamentales entre la organización de la industria financiera y su relación con la economía y las crisis.

Por el contrario, la visión de Wilmarth parte de una observación y análisis histórico más amplio que incorpora elementos sociales, políticos y económicos poniendo énfasis en los cambios en la regulación iniciados en los años ochenta como el punto de partida que propició el dominio de las finanzas y la hegemonía de estas para dictar las políticas del gobierno y controlar la dirección de la economía y la sociedad, que en última instancia explican en gran medida el incremento en el riesgo sistémico y la reaparición de las crisis, como su progresivo aumento en número e intensidad, en las últimas décadas. El reconocimiento de lo anterior situado en comparación histórica con el periodo anterior en el que prácticamente no hubo crisis globales —el periodo de Bretton Woods— y que se caracterizaba por otro tipo de organización institucional, lo lleva a proponer un cambio fundamental, que él identifica con la reconfiguración del sistema bancario-financiero en uno especializado.

Dicho todo lo anterior, el que se concluya que la propuesta de Wilmarth sea más conveniente, económica, social y políticamente hablando, que aquella de Mehrling, estriba en el

¹⁰⁸ Más sobre los efectos del dominio de las finanzas sobre la economía se encuentra en Calice & Leonida, (2018); Capraro et al. (2024, Capítulo 2); Hein (2015); Köhler et al. (2018); Palma (2009); Panico et al. (2012, 2016); Panico & Pinto (2018).

hecho de considerar que busca enfrentar problemas estructurales que explican mucho de la situación en la que se encuentra la economía, política y sociedad actuales. Esto resulta más evidente cuando consideramos que las tendencias de crecimiento¹⁰⁹, concentración/dominio¹¹⁰ e inestabilidad¹¹¹ de la industria financiera, y los problemas económicos asociados a esté, así como el surgimiento de otros problemas¹¹², se mantienen a más de tres lustros de haber estallado la crisis financiera de 2007. Y a estos, suman y siguen aumentando demás problemas como el cambio climático, la inestabilidad política internacional y al interior de muchas naciones, sanitarios, bélicos, etc., que al tener una industria con capacidad hegemónica en nada contribuirá a la capacidad de solucionarlos, al contrario obstaculiza la posible acción y destino de recursos hacia estas áreas.

No obstante, también se reconoce que esta propuesta tiene mucho de perfectible y que para robustecerla es necesario complementarla con estudios e investigaciones más detalladas sobre sus posibles implicaciones —positivas y negativas— económicas, políticas y sociales situándola en diferentes contextos, como podría ser para las economías avanzadas, las economías emergentes y los países de ingreso bajo, o bien identificando su relación con otras variables y fenómenos económicos, como podría ser su relación con distintas políticas económicas o la inflación. Para este propósito, el marco teórico clásico-keynesiano, en el que este trabajo sitúa la propuesta, es un buen punto de partida para ello. Empero, esta es una tarea para futuras investigaciones.

¹⁰⁹ Un ejemplo de estos son las altas tasas de crecimiento de los derivados OTC. De acuerdo con un informe reciente de la *International Swaps and Derivatives Association* el crecimiento del valor bruto de mercado del mercado de derivados globales fue de 66.8% (ISDA, 2021). Por su parte Beck, Degryse y Kneer (2014) comparan para una muestra de 77 países las tasas de crecimiento del PIB y del sector financiero y encuentran que en todos los casos salvo uno (Camerún), la última sobrepasó con creces a la primera, y en algunos países la relación entre estas fue de hasta 24 veces superior. Por su parte, Hudson (2021) presenta estadísticas relevantes respecto al crecimiento de las ganancias del sector financiero en comparación con el crecimiento del PIB, las cuales superan el crecimiento del PIB por hasta más de cuatro veces.

¹¹⁰ Un reporte reciente de la OCC da cuenta que para 2022 los cuatro más grandes bancos de Estados Unidos concentraban el 89% del mercado de derivados (2022). Otro ejemplo de la concentración se encuentra en la reducción del grupo de los bancos universales que controlan los mercados financieros globales. En 2007 eran los *Big Seventeen*, posterior a la crisis se volvieron los *Big Thirteen* (Wilmarth, 2020, pp. 195–197, 319–320), en 2023 con la quiebra de Credit Suisse y su posterior absorción por parte de UBS, este grupo se ha vuelto los *Big Twelve*.

¹¹¹ Desde 2011 que se publica el informe del Financial Stability Board sobre las G-SIB, la estabilidad del sistema financiero y económico global, si bien ha cambiado de instituciones, se sigue manteniendo alrededor de 29 instituciones. Resulta sorprendente que un grupo tan pequeño de instituciones entre una industria tan grande como la financiera acapare tal importancia sistémica global.

¹¹² Un problema nada común, por no decir nunca visto, ha sido las recientes pérdidas asociadas a los cambios en los tipos de interés y el tamaño de las hojas de balance de algunos bancos centrales, vgr. El Banco Nacional de Suiza perdió alrededor de 133 billones de dólares en 2022 y 4 billones en 2023. Por su parte, la Reserva Federal perdió alrededor de 120.4 billones de dólares, y según estimaciones de la Fed de Nueva York no volverá a reportar ganancias sino hasta 2025 (Derby, 2023a, 2023b; Revill, 2024).

A guisa de conclusión de este acápite —y del trabajo en general—, temiendo caer en un cliché frecuentemente dicho en la ciencia económica pero pocas veces efectuado, me parece útil recordar que el correcto análisis de fenómenos económicos tan grandes y complejos como es el estudio de las crisis financieras requiere integrar aspectos que escapan de la esfera de lo que comúnmente asociamos como elementos puramente económicos. La economía es, en su fundamento, economía política, y por tanto, la interpretación de la realidad económica no debe dejar fuera los elementos políticos y sociales que dan forma a —y se retroalimentan de— la dinámica económica. El contraste de las posturas realizado en este trabajo arroja luz sobre algunos aspectos cruciales respecto a esto. Resalta la necesidad de observar la realidad desde una perspectiva más amplia, más completa, entenderla en su sentido histórico, político y social y no sólo economicista. Para ello, resulta imperativo sacudirnos del eclecticismo y la no menos dañina influencia ideológica que han impedido impulsar una profunda reflexión sobre los fundamentos teóricos de la disciplina, tal que vaya encaminada a cambiarlos.

En este proceso lo que habría de buscarse es cambiar la visión teórica para que esta esté en consonancia con la realidad, y no al revés, que la realidad se amolde a las estructuras teóricas. Pero sobre todo, no debemos olvidar que “las ideas de los economistas y los filósofos políticos, tanto cuando son correctas como cuando están equivocadas, son más poderosas de lo que comúnmente se cree” (Keynes, 2003, p. 308). En este sentido en el quehacer de la investigación económica, como es el caso de las crisis en este trabajo, y en las interpretaciones y soluciones que de él emanen, nunca se debe perder de vista el carácter histórico, político y social de la economía. En dicha labor siempre habría de estar presente la pregunta ¿qué clase de sistema queremos?

Referencias

- Allen, F. L. (1935). *The Lords of Creation*. Harper.
- Arestis, P. (Ed.). (2007). *Is There a New Consensus in Macroeconomics?* Palgrave Macmillan.
- Arestis, P. (2009). *New Consensus Macroeconomics: A Critical Appraisal* (564; Working Paper). The Levy Economics Institute of Bard College.
- Baxter, L. (2011). Betting Big: Value, Caution, and Accountability in an Era of Large Banks and Complex Finance. *Review of Banking and Financial Law*, 31(1), 765–879.
- Beck, T., Degryse, H., & Kneer, C. (2014). Is more finance better? Disentangling intermediation and size effects of financial systems. *Journal of Financial Stability*, 10, 50–64.
<https://doi.org/10.1016/j.jfs.2013.03.005>
- Bernanke, B. S. (2005, marzo 10). *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*. Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond.
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070911a.htm>
- Bernanke, B. S. (2009, abril 14). *Four Questions about the Financial Crisis* [Conferencia].
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090414a.htm>
- Bernanke, B. S. (2010a). *Causes of the Recent Financial and Economic Crisis*. 28.
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100902a.htm>
- Bernanke, B. S. (2010b). *Economic Policy: Lessons from History*. 43rd Annual Alexander Hamilton Awards Dinner, Center for the Study of the Presidency and Congress, Washington, D.C.
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100408a.htm>
- Bernanke, B. S. (2011, febrero 18). *Global Imbalances: Links to Economic and Financial Stability*.
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20110218a.htm>
- Bernstein, J., & Eisinger, J. (2010). *Banks' Self-Dealing Super-Charged Financial Crisis*. ProPublica.
<https://www.propublica.org/article/banks-self-dealing-super-charged-financial-crisis>
- Betancourt, M. (2020). *Dimensión del sector financiero, distribución del ingreso y crecimiento desbalanceado: Una construcción teórica* [Doctorado]. Universidad Nacional Autónoma de México.
- Betancourt, M., Capraro, S., Panico, C., & Torres-González, L. D. (2022). *The evolution of monetary institutions and of the theory of money: The value of a monetary theory of production and distribution*.
- Blinder, A. S. (2009, enero 24). Six Errors on the Path to the Financial Crisis. *The New York Times*.
<https://www.nytimes.com/2009/01/25/business/economy/25view.html>
- Blinder, A. S., & Reis, R. (2005). Understanding the Greenspan Standard. *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, 11–96.
- Brei, M., Ferri, G., & Gambacorta, L. (2018). *Financial structure and income inequality* (756; BIS Working Papers). Bank of International Settlements.
<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0261560623000086>
- Brunnermeier, M. K., Dong, G., & Paila, D. (2019). *Banks' Non-Interest Income and Systemic Risk* (Working Paper). Princeton. <https://scholar.princeton.edu/markus/publications/banks-non-interest-income-and-systemic-risk>
- Brunnermeier, M. K., & Pedersen, L. H. (2009). Market Liquidity and Funding Liquidity. *The Review of Financial Studies*, 22(6), 2201–2238.
- Calice, P., & Leonida, L. (2018). *Concentration in the Banking Sector and Financial Stability: New Evidence* (Policy Research Working Paper No.8615). World Bank.
<https://doi.org/10.1596/1813-9450-8615>
- Capraro, S., Panico, C., & Torres-González, L. D. (2021). U.S. Monetary Policy and the Decline in the Interest Rates (1990-2007). *PERI Working Paper*, no. 555.

- Capraro, S., Panico, C., & Torres-González, L. D. (2023). El debate sobre la organización de la política económica en un mundo dominado por la finanza: Implicaciones para México. *El Trimestre Económico*, 90(358), Article 358. <https://doi.org/10.20430/ete.v90i358.1751>
- Capraro, S., Panico, C., & Torres-González, L. D. (2024). *Inequality and Stagnation: A Monetary Interpretation*. Routledge.
- Carosso, V. (1970). *Investment Banking in America: A History*. Harvard University Press.
- Chernobai, A., Ozdagli, A., & Wang, J. (2016). *Business Complexity and Risk Management: Evidence from Operational Risk Events in U.S. Bank Holding Companies* (Federal Reserve of Boston Working Paper No. 16-16). Federal Reserve of Boston. <http://ssrn.com/abstract=2874730>
- Claessens, S., & Kose, M. A. (2013). *Financial Crises: Explanations, Types, and Implications*. 13/28.
- Cleveland, H. van B., & Huertas, T. (1985). *Citibank, 1812-1970*. Harvard University Press.
- Contralor de la Moneda. (1920). *Annual Report of the Comptroller of the Currency*.
- Contralor de la Moneda. (1927). *Annual Report of the Comptroller of the Currency*. https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/comp/1920s/compcurr_1927.pdf
- Cumming, D., López-de-Silanes, F., & McCahery, J. (2019). *Tranching in the Syndicated Loan Market Around the World*. <http://ssrn.com/abstract=3395114>
- Davies, R., & Tracey, B. (2014). Too Big to Be Efficient? The Impact of Implicit Subsidies on Estimates of Scale Economies for Banks. *Journal of Money, Credit and Banking*, 46(1), 219–253.
- De Cecco, M. (2005). Sraffa's lectures on Continental banking: A preliminary appraisal. *Review of Political Economy*, 17(3), 349–358.
- De Fontenay, E. (2014). Do the Securities Laws Matter? The Rise of the Leveraged Loan Market. *Journal of Corporation Law*, 39(4), 725.
- Demirguc-Kunt, A., & Detragiache, E. (1998). The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries. *IMF Staff Papers*, 45(1), 81–109. <https://doi.org/10.2307/3867330>
- Derby, M. S. (2023a, abril 11). NY Fed report sees several more years of balance sheet contraction. *Reuters*. <https://www.reuters.com/business/finance/ny-fed-report-sees-several-more-years-balance-sheet-contraction-2023-04-11/>
- Derby, M. S. (2023b, noviembre 27). Fed may need four years to recoup income loss, St. Louis Fed study says. *Reuters*. <https://www.reuters.com/business/fed-may-need-four-years-recoup-income-loss-st-louis-fed-study-says-2023-11-27/>
- DeYoung, R., & Rice, T. (2004). Noninterest Income and Financial Performance at U.S. Commercial Banks. *Financial Review*, 39(1), 101–127.
- DeYoung, R., & Torna, G. (2013). Nontraditional Banking Activities and Bank Failures During the Financial Crisis. *22 Journal of Financial Intermediation*, 397–421.
- Douglas, J. (2019). Translating the Blueprint for Financial Deregulation: The American Bank Lobby's Unyielding Quest for Legislative Profits, 1968–1982. *Enterprise & Society*, 20(2), 281–327. <https://doi.org/10.1017/eso.2018.27>
- Eichengreen, B. (2015). *Hall of Mirrors: The Great Depression, the Great Recession, and the Uses—And Misuses—Of History*. Oxford University Press.
- Escalante, F. (2015). *Historia mínima del neoliberalismo*. El Colegio de México.
- Federal Reserve Bank of New York. (1933). *Banking Act of 1933*. https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/historical/ny%20circulars/1933_01248.pdf?utm_source=direct_download
- Federal Reserve Bank of St. Louis. (2013, noviembre 23). *McFadden Act of 1927*. Federal Reserve History. <https://www.federalreservehistory.org/essays/mcfadden-act>
- Fetter, F. W. (1965). *Development of the British Monetary Orthodoxy*. Harvard University Press.

- Fisher, I. (1933). The Debt-Deflation Theory of Great Depressions. *Econometrica*, 1(4), 337–357. <https://doi.org/10.2307/1907327>
- Fleckenstein, W., & Sheehan, F. (2008). *Greenspan's Bubbles: The Age of Ignorance at the Federal Reserve*. McGraw-Hill.
- Flood, R. P., & Garber, P. M. (1984). Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples. *Journal of International Economics*, 17, 1–13.
- Flood, R. P., & Marion, N. P. (1997). Policy Implications of “Second-Generation” Crisis Models. *IMF Staff Papers*, 44(3), 383–390.
- Friedman, M., & Schwartz, A. J. (1963). *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton University Press.
- Funk, R., & Hirschamn, D. (2014). *Derivatives and Deregulation: Financial Innovation and the Demise of Glass-Steagall*. <https://doi.org/10.31235/osf.io/wpwe6>
- G20. (2009). *London Summit – Leaders’ Statement 2 April 2009*. https://www.imf.org/external/np/sec/pr/2009/pdf/g20_040209.pdf
- Galbraith, J. K. (2007). *El crash de 1929*. Ariel.
- Galbraith, J. K. (2011). *Breve historia de la euforia financiera*. Ariel.
- Galí, J. (2015). *Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle. An Introduction to the New Keynesian Framework and Its Applications* (2a ed.). Princeton University Press.
- Galí, J. (2018). The State of New Keynesian Economics: A Partial Assessment. *Journal of Economic Perspectives*, 32(3), 87–112. <https://doi.org/10.1257/jep.32.3.87>
- Garegnani, P. (1966). Switching of techniques. *Quarterly Journal of Economics*, 80(Noviembre), 554–567.
- Garegnani, P. (1970). Heterogeneous Capital, the Production Function and the Theory of Distribution. *Review of Economic Studies*, 37(Julio), 407–436.
- Garegnani, P. (2009). *Capital in Neoclassical Theory: Some Notes*. American Economic Association Annual Meeting, San Francisco. <https://www.aeaweb.org/conference/2009/meetingpapers.php>
- Goetz, M., Laeven, L., & Levine, R. (2013). Identifying the Valuation Effects and Agency Costs of Corporate Diversification: Evidence from the Geographic Diversification of U.S. Banks. *Review of Financial Studies*, 26(7), 1787–1823.
- Goodfriend, M. (2004). *Monetary Policy in the New Neoclassical Synthesis: A Primer* (90(3); *Economic Quarterly*, pp. 21–45). Federal Reserve Bank of Richmond.
- Goodfriend, M. (2007). How the World Achieved Consensus on Monetary Policy? *Journal of Economic Perspectives*, 27(4), 47–68.
- Goodfriend, M., & King, R. (1997). The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy. *NBER Macroeconomics Annual*, 12 (Septiembre), 231–296.
- Greenspan, A. (2010). The Crisis. *Brookings Papers on Economic Activity*, 201–261.
- Guha, K. (2009, enero 1). Paulson says crisis sown by imbalance. *Financial Times*. <https://www.ft.com/content/ff671f66-d838-11dd-bcc0-000077b07658>
- Hahn, F. (1974). Back to Square One. *Cambridge Review*, 96, 34–37.
- Hahn, F. (1975). Revival of Political Economy: The Wrong Issues and the Wrong Argument. *Economic Record*, 51(Septiembre), 360–364.
- Haldane, A. (2010). The \$100 Billion Question. *BIS Review*, 40. <https://www.bis.org/review/r100406d.pdf>
- Hawtrey, R. G. (1923). *Currency and Credit* (2nd edition). Longmans, Green & Co.
- Hawtrey, R. G. (1932). *The Art of Central Banking*. Longmans, Green & Co.
- Hein, E. (2015). Finance-dominated capitalism and re-distribution of income: A Kaleckian perspective. *Cambridge Journal of Economics*, 39(3), 907–934.

- Honohan, P., & Laeven, L. (Eds.). (2005). *Systemic Financial Crises: Containment and Resolution*. Cambridge University Press.
- Hudson, M. (2021). Rent-seeking and asset-price inflation: A total-returns profile of economic polarization in America*. *Review of Keynesian Economics*, 9(4), 435–460.
<https://doi.org/10.4337/roke.2021.04.01>
- Hughes, J., & Mester, L. (2018). *The Performance of Financial Institutions: Modeling, Evidence, and Some Policy Implications*. <http://ssrn.com/abstract=3247813>
- ISDA. (2021). *Evolution of OTC Derivatives Markets Since the Financial Crisis* (ISDA Research Note).
- Kaminsky, G., Mati, A., & Choueiri, N. (2009). Thirty Years of Currency Crises in Argentina: External Shocks or Domestic Fragility? *NBER Working Paper Series*, no. 15478.
- Kaminsky, G., Reinhart, C. M., & Végh, C. (2003). The Unholy Trinity of Financial Contagion. *The Journal of Economic Perspectives*, 17(4), 51–74.
- Kaminsky, G., & Schmukler, S. L. (2002). Emerging Market Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns? *The World Bank Economic Review*, 16(2), 171–195.
<https://doi.org/10.1093/wber/16.2.171>
- Keynes, J. M. (1930). A Treatise on Money. En D. Moggridge & A. Robinson (Eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes: Vol. V*. Cambridge University Press.
- Keynes, J. M. (2003). *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Fondo de Cultura Económica.
- Köhler, K., Guschanski, A., & Stockhammer, E. (2018, enero). *The impact of financialisation on the wage share: A theoretical clarification and empirical test*. Post-Keynesian Economics Society Working Paper 1802.
- Kress, J. (2019). Solving Banking's 'Too Big to Manage' Problem. *Minnesota Law Review*, 104(1), 171–241.
- Krugman, P. (1979). A Model of Balance-of-Payments Crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, 11(3), 311–325. <https://doi.org/10.2307/1991793>
- Krugman, P. (2012). *¡Detengamos esta crisis ya!* Crítica.
- Kydland, F., & Prescott, E. (1982). Time to Build and Aggregate Fluctuations. *Econometrica*, 50, 1345–1370.
- Laeven, L., & Levine, R. (2007). Is there a diversification discount in financial conglomerates? *Journal of Financial Economics*, 85(2), 331–367.
- Laeven, L., & Valencia, F. (2008). Systemic Banking Crises: A New Database. *IMF Working Papers*, WP/08/224.
- Laeven, L., & Valencia, F. (2013). Systemic Banking Crises Database. *IMF Economic Review*, 61(2), 225–270. <https://doi.org/10.1057/imfer.2013.12>
- Laeven, L., & Valencia, F. (2018). Systemic banking crises revisited. *IMF Working paper*, no. WP/18/206.
- Laidler, D. (1991). *The Golden Age of the Quantity Theory*. Princeton University Press.
- Lazzarini, A. (s/f). *The Cambridge Capital Controversy in Historical Perspective and Some Unsettled Analytical Issues*. <https://webs.ucm.es/centros/cont/descargas/documento18933.pdf>
- Leijonhufvud, A. (2009). Out of the corridor: Keynes and the crisis. *Cambridge Journal of Economics*, 33(4), 741–757. <https://doi.org/10.1093/cje/bep022>
- Levine, R. (2010). *The governance of financial regulation: Reform lessons from the recent crisis* (N. 239; BIS Working Papers). Bank of International Settlements.
<https://www.bis.org/publ/work329.pdf>
- Lucas, R. (1972). Expectations and the neutrality of money. *Journal of Economic Theory*, 4, 103–124.

- Luckett, D. G. (1960). "Bills Only": A Critical Appraisal. *The Review of Economics and Statistics*, 42(3), 301. <https://doi.org/10.2307/1926378>
- Masciantonio, S., & Tiseno, A. (2013). *The Rise and Fall of Universal Banking* (Bank of Italy Occasional Paper No. 164). <http://ssrn.com/abstract=2283099>
- Mehrling, P. (2011). *The New Lombard Street. How the Fed Became the Dealer of Last Resort*. Princeton University Press.
- Mehrling, P. (2013). *The Four Prices of Money* [Lecture]. Economics of Money and Banking, Institute for New Economic Thinking. <https://www.ineteconomics.org/education/courses/the-economics-of-money-banking>
- Mehrling, P. (2020). Payment vs. Funding: The Law of Reflux for Today. *Institute for New Economic Thinking Working Paper Series*, 1–27. <https://doi.org/10.36687/inetwp113>
- Melman, S. (1983). *Profits Without Production*. A.A. Knopf.
- Meyer, L. H. (2001). Does Money Matter? *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 1–16.
- Minsky, H. P. (1975). *John Maynard Keynes*. Columbia University Press.
- Minsky, H. P. (1977). A Theory of Systemic Fragility. En E. I. Altman & A. W. Sametz (Eds.), *Financial Crises: Institutions and Markets in a Fragile Environment* (pp. 138–152). John Wiley and Sons.
- Minsky, H. P. (1982). *Can "It" Happen Again?: Essays on Instability and Finance*. M. E. Sharpe.
- Minsky, H. P. (1986). *Stabilizing An Unstable Economy*. Yale University Press.
- Minsky, H. P. (1992). The Financial Instability Hypothesis. *The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper no. 74*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.161024>
- Minton, B., Stulz, R., & Taboada, A. (2017). *Are Larger Banks Valued More Highly?* (National Bureau of Economic Research Working Paper 23212, Mar. 2017). NBER. <http://www.nber.org/papers/w23212>
- Moore, K., & Zhou, C. (2014). *The Determinants of Systemic Importance* (Systemic Risk Centre Discussion Paper No. 19). http://eprints.lse.ac.uk/59289/1/_lse.ac.uk_storage_LIBRARY_Secondary_libfile_shared_repository_Content_System%20Risk%20Center_Discussion%20Papers_dp-19_0.pdf
- Moulton, H. G. (1918). Commercial Banking and Capital Formation. *Journal of Political Economy*, 26(5, 6, 7, 9), 484–508, 638–663, 705–731, 849–881.
- New York Times. (1921, septiembre 21). Williams Charges Bank 'Favoritism,'. *New York Times*, 27.
- Obstfeld, M., & Rogoff, K. (1986). Ruling Out Divergent Speculative Bubbles. *Journal of Monetary Economics*, 17(3), 349–362. [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(86\)90062-0](https://doi.org/10.1016/0304-3932(86)90062-0)
- Obstfeld, M., & Rogoff, K. S. (2009, octubre 18). *Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes*. Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara, California.
- OCC. (2022). *Quarterly Derivatives Report First Quarter 2022*. Office of the Comptroller of the Currency.
- Ohanian, L. E. (2010). The Economic Crisis from a Neoclassical Perspective. *Journal of Economic Perspectives*, 24(4), 45–66. <https://doi.org/10.1257/jep.24.4.45>
- Omarova, S. (2009). The Quiet Metamorphosis: How Derivatives Changed the 'Business of Banking. *University of Miami Law Review*, 63(4), 1041–1109.
- Palma, J. G. (2009). The revenge of the market on the rentiers.: Why neo-liberal reports of the end of history turned out to be premature. *Cambridge Journal of Economics*, 33(4), 829–869. <https://doi.org/10.1093/cje/bep037>
- Panico, C. (2024). Liquidity, solvency and regulation in the Classical-Keynesian theory of crises. *Review of Keynesian Economics*.

- Panico, C., & Pinto, A. (2018). Income Inequality and the Financial Industry. *Metroeconomica*, 69(1), 39–59. <https://doi.org/10.1111/meca.12165>
- Panico, C., Pinto, A., & Puchet Anyul, M. (2012). Income distribution and the size of the financial sector: A Sraffian analysis. *Cambridge Journal of Economics*, 36(6), 1455–1477. <https://doi.org/10.1093/cje/ber022>
- Panico, C., Pinto, A., Puchet Anyul, M., & Vazquez Suarez, M. (2016). A Sraffian approach to financial regulation. En G. Freni, H. D. Kurz, A. M. Lavezzi, & R. Signorino (Eds.), *Economic Theory and its History: Essays in honour of Neri Salvadori*. Routledge.
- Pecora, F. (1939). *Wall Street Under Oath*. Simon and Schuster.
- Perino, M. (2010). *The Hellhound of Wall Street: How Ferdinand Pecora's Investigation of the Great Crash Forever Changed American Finance*. Penguin Press.
- Philippon, T., & Reshef, A. (2013). An International Look at the Growth of Modern Finance. *Journal of Economic Perspectives*, 27(2), 73–96. <https://doi.org/10.1257/jep.27.2.73>
- Prescott, E. (1986). Theory Ahead of Business Cycle Measurement. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 10, 9–22.
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2011). *Esta vez es distinto: Ocho siglos de necesidad financiera* (1era edición). Fondo de Cultura Económica.
- Reserva Federal. (2021). *Federal Reserve Board—Crisis response*. Board of Governors of the Federal Reserve System. https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_crisisresponse.htm#
- Revill, J. (2024, enero 9). Swiss National Bank dragged to annual loss by interest rate hit. *Reuters*. <https://www.reuters.com/business/finance/swiss-national-bank-posts-annual-loss-3-billion-swiss-francs-2024-01-09/>
- Robinson, J. (1971). *Economic Heresis*. Macmillan.
- Romer, C. D. (2009, septiembre 24). *Back from the Brink*. The International Financial Crisis: Have the Rules of Finance Changed?, Federal Reserve Bank of Chicago.
- Romer, C. D., & Romer, D. H. (2017). New Evidence on the Aftermath of Financial Crises in Advanced Countries. *American Economic Review*, 107(10), 3072–3118. <https://doi.org/10.1257/aer.20150320>
- Ros, J. (1993). *La edad de plomo del desarrollo latinoamericano*. Instituto Latinoamericano de Estudios Transnacionales y Fondo de Cultura Económica.
- Salant, S. W. (1983). The Vulnerability of Price Stabilization Schemes to Speculative Attack. *Journal of Political Economy*, 91(1), 1–38. <https://doi.org/10.1086/261127>
- Salant, S. W., & Henderson, D. W. (1978). Market Anticipations of Government Policies and the Price of Gold. *Journal of Political Economy*, 86(4), 627–648. <https://doi.org/10.1086/260702>
- Samuelson, P. (1962). Parable and Realism in Capital Theory: The Surrugate Production function. *Review of Economic Studies*, 29(Junio), 193–206.
- Samuelson, P. (1966). A summing up. *Quarterly Journal of Economics*, 80(4), 568–583.
- Schularick, M., & Taylor, A. M. (2012). Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870–2008. *American Economic Review*, 102(2), 1029–1061. <https://doi.org/10.1257/aer.102.2.1029>
- Seccareccia, M. (2012). Financialization and the transformation of commercial banking: Understanding the recent Canadian experience before and during the international financial crisis. *Journal of Post Keynesian Economics*, 32(2), 277–300.
- Sesit, Mi. R. (1996, enero 5). Top Dogs: U.S. Financial Firms Seize Dominant Role in the World Markets—Tough Competition at Home Sharpens Their Skills, Willingness to Innovate. *Wall Street Journal*.
- Shaikh, A. (2022). *Capitalismo. Competencia, conflicto y crisis*. Fondo de Cultura Económica.

- Shiller, R. (2015). *Shiller, Robert J. (2015). Irrational Exuberance*. Princeton University Press.
- Snowdon, B., & Vane, H. R. (2005). *Modern Macroeconomics: Its Origins, Development and Current State*. Edward Elgar.
- Solow, R. (1963). *Capital Theory and the Rate of Return*. North-Holland.
- Sraffa, P. (1922). The bank crisis in Italy. *Economic Journal*, XXXII(126), 178–197.
- Sraffa, P. (1929). *Lectures on Continental Banking* (folder D2/5; Sraffa Papers).
- Sraffa, P. (1960). *Production of Commodities by Means of Commodities" Prelude to a Critique of Economic Theory*. Cambridge University Press.
- Stiglitz, J. E. (1974). The Cambridge-Cambridge Controversy in the Theory of Capital: A View from New Haven: A Review Article. *Journal of Political Economy*, 82(Julio/Agosto), 893–903.
- Stiglitz, J. E. (2003). *The Roaring Nineties: A new history of the world's most prosperous decade*. Norton.
- Stiglitz, J. E. (2009). The Current Economic Crisis and Lessons for Economic Theory. *Eastern Economic Journal*, 35(3), 281–296. <https://doi.org/10.1057/eej.2009.24>
- Stiglitz, J. E. (2014). Reconstructing macroeconomic theory to manage economic policy. *NBER Working Paper Series, Working Paper 20517*. <http://www.nber.org/papers/w20517>
- Stiglitz, J. E. (2017). Where Modern Macroeconomics Went Wrong. *NBER Working Paper Series, Working Paper 23795*.
- Stilwell, F. (1988). Speculation or Productive Investment? *Journal of Australian Political Economy*, 23, 25–44.
- Stiroh, K. J. (2006a). A Portfolio View of Banking with Interest and Noninterest Activities. *Journal of Money, Credit and Banking*, 38(5), 1351–1361.
- Stiroh, K. J. (2006b). New Evidence on the Determinants of Bank Risk. *Journal of Financial Services*, 30, 237–263.
- Stiroh, K. J., & Rumble, A. (2006). The Dark Side of Diversification: The Case of US Financial Holding Companies. *30 Journal of Financial Services*, 2131–2161.
- Taylor, J. B. (2009a). *Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*. Hoover Press.
- Taylor, J. B. (2009b). The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong. *NBER Working Paper Series, No. 14631*.
- Tippetts, C. S. (1925). Fiduciary Powers of National Banks. *The American Economic Review*, 15(3), 417–434.
- Veblen, T. (1904). *Theory of Business Enterprise*. Scribner.
- Veblen, T. (1934). *Absentee Ownership and Business Enterprise in recent Times*. The Viking press.
- White, E. N. (1984). Banking Innovation in the 1920s: The Growth of National Banks' Financial Services. *Business and Economic History*, 13, 92–104.
- White, E. N. (2009). Lessons from the history of bank examination and supervision in the United States, 1863-2008. En A. Gigliobianco & G. Toniolo (Eds.), *Financial Market Regulation in the Wake of Financial Crises: The Historical Experience* (pp. 15–44). Bank of Italy.
- Wicksell, K. (1898). *Interest and Prices*. Macmillan.
- Wilmarth, A. (1990). The Expansion of State Bank Powers, the Federal Response, and the Case for Preserving the Dual Banking System. *Fordham Law Review*, 58(6), 1133–1256.
- Wilmarth, A. (2002). The Transformation of the U.S. Financial Services Industry, 1975–2000: Competition, Consolidation, and Increased Risks. *University of Illinois Law Review*, 2002(2), 215–476.
- Wilmarth, A. (2017). The Road to Repeal of the Glass-Steagall Act. *Wake Forest Journal of Business and Intellectual Property Law*, 17(4), 441–548.

Wilmarth, A. (2020). *Taming the Megabanks. Why We Need a New Glass-Steagall Act* (1st ed.). Oxford University Press.

Yellen, J. (2009, abril 16). A Minsky Meltdown: Lessons for Central Bankers. *18th Annual Hyman P. Minsky Conference on the State of the U.S. and World Economies*. Meeting the Challenges of the Financial Crisis, New York.