



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA
DE MÉXICO**

FACULTAD DE ECONOMÍA

**Crédito, regulación, innovaciones y ciclos
económicos: alcances de la teoría schumpeteriana
y minskyana para la explicación de la crisis
financiera en Estados Unidos (2007–2008).**

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE:

LICENCIADO EN ECONOMÍA

P R E S E N T A:

Carlos Adrián Chablé Miranda



DIRECTOR DE TESIS:

Dra. Monika Ribeiro de Freitas Meireles

Ciudad de México, Agosto de 2021



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

“– Baila – dijo el hombre carnero –. No dejes de bailar mientras suena la música. ¿Lo entiendes? *Baila. No dejes de bailar.* No pienses por qué lo haces. No le des vueltas ni le busques significados. En realidad, no significa nada. Si te pones a pensar, las piernas se detienen. Y si eso sucediera, servidor no podría hacer nada para ayudarte. Tu conexión desaparecería. *Para siempre.* Entonces ya solo podrías vivir en este mundo. Te verías arrastrado desde aquel mundo hasta este mundo. Así que no permitas que tus piernas se detengan. Por muy ridículo que te parezca, no dejes de bailar. Lograrás que lo que ya está endurecido empiece a distenderse. Todavía deberías estar a tiempo. Utiliza todos tus recursos. Echa el resto. No tienes nada que temer. Estás cansado, lo sé. Cansado y asustado. A todos nos sucede. A veces sentimos que todo es un gran error. Y entonces las piernas se detienen.

Alcé la mirada y observé la sombra proyectada en la pared.

– Pero no queda más remedio que bailar – prosiguió el hombre carnero –. Y hacerlo lo mejor que puedas. Deslumbrando a todos. Si lo haces así, quizá pueda ayudarte. Así que baila mientras no cese la música.

Baila mientras no cese la música.”

Haruki Murakami, *Dance dance dance*, 2015: 109-110.

ינת במהד לא המשלש והחזט נגדז יעמד השניים האחד יתקפו ואמ

Si uno ataca, dos pueden hacerle frente. Cordón de tres dobleces no se rompe fácilmente.

קהלת, Ecclesiastes

I. Agradecimientos:

Agradezco a la asociación de Ex Alumnos de la Facultad de Economía (AEFE) y a Tere por haberme proporcionado una beca tan importante para mi formación académica, de tal forma que me ha permitido conocer a quien fuese mi tutora de tesis. También agradezco infinitamente por todos los recursos, económicos y académicos, brindados en el marco de los proyectos “Finanzas transfiguradas e implicaciones para el desarrollo: metamorfosis de los actores financieros en economías emergentes” (PAPIIT IN302020) y “Crédito, dinámica bancaria y mercados financieros emergentes: financiarización y desarrollo en el siglo XXI” (PAPIIT IA201018), ambos auspiciados por la Dirección General de Asuntos del Personal Académico (DGAPA) y coordinados por la Dra. Monika Meireles del Instituto de Investigaciones Económicas (IIEc) de la UNAM.

Querida Moni, gracias por ser mi tutora de tesis en la licenciatura y contribuir en mi formación como economista. Durante estos años que he sido tu becario y alumno, desde la beca de excelencia académica donde fui el más joven en su momento en tu equipo, hasta ahora, en estos últimos momentos, donde formé parte de tus tesis y becario de proyectos, he visto tu pasión por la enseñanza e investigación, tu dedicación y cariño hacia quienes pasamos por tu aula y demás espacios dentro del IIEc, a quienes nos impulsas por medio de ponencias propias y publicaciones, siendo que muy pocos investigadores tienen el amor hacia la academia como tú lo tienes. Ha sido un bello camino en el que he disfrutado de participar. Gracias por tomarme en cuenta desde un inicio y por formar parte de quienes marcaron mi camino, así como por guiarme para responder parte de mis dudas y ayuda a elucidar las razones por las cuales decidí estudiar economía y que se han reflejado en este y otros trabajos académicos. Agradezco a la vida por coincidir contigo, extrañaré las reuniones tan amenas con tesis y becarios. Me siento ampliamente feliz de haber concluido y respondido a mis inquietudes respecto a las crisis en esta tesis, donde me has acompañado y apoyado de distintas formas para poder finalizar con éxito este trabajo y la licenciatura. Deseo ampliamente volver a coincidir nuevamente en un futuro.

A mi abue Layda, una estrella más en el horizonte. Te escribo esto con lágrimas en mis ojos, pero con una sonrisa amplia en el rostro. Me hubiera gustado que me vieras titularme, estoy agradecido con la vida y con D-os porque me hayas visto entrar a la universidad y hasta el final de mi primer semestre. Te llevo con cariño y recuerdo con nostalgia esa última vez que te vi en año nuevo, donde ambos sabíamos que era la última

vez y me regresé a darte otro abrazo, uno último y eterno. En algún otro plano y momento de la existencia te lo podré decir de frente, lo logré. Gracias por haber sido una mujer tan fuerte y valiente, por venir a una ciudad totalmente desconocida para ti y ser un ejemplo de vida, así como una de mis personas favoritas. Te amo y siempre te amaré, recuerdo con gran cariño las veces que me cuidabas de niño y el amor con el que me contabas la historia de nuestra familia y de los piratas de Campeche. Atesoro en mi memoria cada instante en el que pudimos compartir parte de este plano, como las veces que íbamos a comer solos tú y yo en aquellos últimos veranos, donde caminábamos lento, a tus pasos. Honro tu vida siendo una persona de bien y agradezco hayas sido mi abue, te veré pronto.

A mi mamá y a mi papá, les honro cada día de mi vida. Hay muchas cosas que me gustaría expresar, sin embargo, tendría que escribir más de un libro para ello y quizá ni todo el papel del mundo sería suficiente para poder plasmar todo lo que siento. Principalmente les agradezco la crianza, valores y enseñanzas que tuvieron hacía mí. Recuerdo con cariño ciertos días de mi infancia en los que estuvieron muy presentes a su forma. Agradezco y entiendo el amor con el que me formaron. El mayor acto de amor que yo puedo tener hacia ustedes lo he hecho durante aquella madrugada de enero, el día en el que abrí mis alas y volé tan alto como pude. Intento entender algunas situaciones y contextos, ya no me mortifico ni culpo por ello. Espero se encuentren felices con mi título, ustedes siempre desearon que terminara una carrera y hoy lo he hecho. Seguiré honrándoles y amándoles como lo he hecho.

A mi Güita, el ser inanimado más comprensivo, particular en forma y que me ha acompañado desde el inicio de mi razonamiento en esta vida y plano. Quien ha viajado, escuchado y estado en los momentos más felices, estresantes, tristes, frustrantes y gratificantes que he vivido hasta hoy.

A Octavio, Adriana y Sam por contribuir en mi formación, no solo de economista sino también de ser humano, por apoyarme y creer en mí. Querida Adri y tocaya, gracias por escucharme cuando los oídos fueron sordos y mi corazón gritaba. Es muy bonito coincidir en vida con personas tan bellas como tú, el apapacho siempre es mutuo y las pláticas siempre sobran. Me siento muy feliz de compartir un día al año tan especial para ambos contigo como lo es el 7 de diciembre. Me has enseñado a no callar, a cuestionar, pensar, repensarme y a levantarme, te quiero mucho. Querido Sam, me gustaría nombrarte con tu altísimo título nobiliario que la academia te da. Quiero expresarte que eres un gran

amigo, de quien aprendo sobre el compromiso que existe con la comunidad y las personas importantes. Me has enseñado a disfrutar de las cosas más bellas, simples y necesarias de la vida como lo es trabajar un domingo por la mañana en un huerto, gracias por los saberes que me das sobre la tierra y la vida, así como por el impulso que me brindas en los proyectos, te quiero mucho. Querido Octavio, me has enseñado demasiado en las aulas, pero principalmente fuera de ellas, como el valor de una buena comida y lo reconfortante que ésta puede ser para el alma. Me has enseñado que la masculinidad no está peleada con las artes culinarias, con el amor hacía la pareja y los amigos, así como con la empatía hacía los semejantes. Deseo seguir aprendiendo y compartiendo este bello camino, al que ya puedo ver nuevamente puertas abiertas y senderos por los cuales recorrer. Por último, me gustaría nuevamente decir que los tres son increíbles y son un ejemplo para mí.

A mis queridxs Xim y Arturo con quienes he ido creciendo. Me siento ampliamente orgullo de quienes somos y en quienes nos estamos convirtiendo. Quiero agradecerles la bella amistad que tenemos, siendo esa trinidad impia, tan peculiar, diversa y llena de cariño, acompañamiento y apoyo. Ustedes han estado en mis momentos más crudos, intensos y tristes, pero sobre todo en los momentos de risas, pláticas, amor, amistad, lealtad, aprendizajes y vivencias. Sin duda alguna, forman parte de las personas con quienes quiero verme de viejo y tener álbumes repletos de fotos que immortalizan cada paso dado. Recuerdo con mucho afecto cada instante que hemos pasado juntos desde aquel primer grado de prepa. Este cachito de mi tesis va totalmente dedicado a esas tres personas tan joviales y que ahora van encontrando muchos logros y, sobre todo, que se han encontrado así mismos. A esas tres personas que se sentaban en las jardineras, a quien tenía el cabello largo y ya no lo tiene más así; a quien nos enseñó a patata y a ser tan solidaria; y a quien también ha roto las barreras del género. Les amo mucho bebés.

A mis amigxs de la carrera, sin ustedes la vida por los pasillos y aulas hubiera sido aburrida. El apoyo moral que me brindaron durante los cambios que viví en este tiempo han sido sumamente valioso. Me siento feliz por imaginar las aventuras que nos aguarda aún juntxs.

A Eider, por mostrarme que la amistad es incondicional a pesar de las diferencias que pueda existir por equipos de fútbol, por estar en los buenos tiempos, pero sobre todo en lo malos, por cada buen tequila que nos espera cuando ambos tengamos el título en mano. Estoy orgulloso de ti por alzar la voz, te *amito* mucho.

A Nandito, gracias por ser un amigo tan leal, comprensivo y paciente. Te quiero mucho amigo y deseo compartamos más momentos y risas juntos.

A Michelle, por apoyarme y animarme en múltiples ocasiones, incluyendo la vez que decidí nombrarme por quien soy. Por las risas en clases, los nombres absurdos que podían o no combinar, el viaje a la competencia de natación en Acapulco y por ser tan fabulosa conmigo.

A Rubí, no pude tener una mejor compañera de campaña, aunque no ganamos, fue la razón por la que comenzamos a hablar más y a compartir muy bellos momentos durante la carrera.

A Nacho, por ser buen compa, por alentarme para entrenar boxeo en la UNAM, por la salida en bicicleta, las pláticas, risas y la crema de cacahuete. Disfruté mucho las clases que compartimos como taller V, donde valía la pena llegar en viernes a las 7 AM. Deseo con gran alegría verte triunfar en las artes cinematográficas, eres un master en ello.

A Irving, mi hermano de otra madre. Querido kidbro, lo mejor que nos pudo pasar son las gomas de llave. Te dedico parte de mi tesis por acompañarme desde que nos conocimos. La amistad se quedaba corta para ambos, la vida te brinda a la familia más allá de lazos consanguíneos. Me siento afortunado por coincidir contigo, por formar tradiciones juntos. Extrañaré las clases en las que compartimos salón y que de forma competitiva participábamos en mini debates y discusiones dentro de las aulas. Ha sido muy divertido y es genial saber que aún nos faltan muchos episodios en este viaje llamado vida. Te *amito* mucho bro.

A Ferinha y Noah, mis compis de la capoeira. Haberles encontrado aquel sábado en una clase nueva para mí, ha sido fantástico. Disfruto los momentos que podemos compartir y disfrutar juntos, les dedico este pequeño párrafo por las innumerables veces que me escucharon hablar de la economía.

A mi querida comunidad Beit L'jaim del juderío, por ser tan diversos e increíbles. Les dedico un cachito de mi trabajo pues indirectamente sus ánimos y palabras han retumbado en mí de forma tan positiva para concluir esta parte de mi vida.

A Orly Halfon, por acompañarme en la recta final, alentarme y enseñarme día a día que vale la pena seguir navegando las aguas de la vida. Te quiero אבא.

A los compañeros tesisistas con quienes compartí espacio, experiencias y ánimos durante el proceso y tiempo que ocupó la tesis. Deseo todos concluyan con éxito sus respectivos trabajos y que sus caminos estén siempre llenos de mucho éxito.

A Delos, Mario, Julián, Arlishan, Delia, Wolfgang y todxs aquellxs quienes están. Cada unx ocupa un lugar especial. Gracias por brindarme el espacio en Lovemouse y por haber creído e impulsado a BindMex. Sin todo ello no hubiera podido concluir la carrera. Gracias por la bonita amistad que hemos ido formando, por esas charlas de café a distancia, por la sinceridad, apoyo y apapacho, así como por las enseñanzas mutuas. Este cachito de tesis va dedicado a ti y a ustedes, por esas charlas en las que me emociono tanto hablando de este trabajo y por el acompañamiento en el proceso. Te/Les quiero mucho.

A doña Lupita y Melis, por abrirme sus puertas en las que he podido terminar mi carrera, servicio social y tesis, por compartir el pan de su mesa cuando menos tuve. No existen palabras suficientes para expresar toda la gratitud y cariño que les tengo.

A G. y a mí. Te agradezco la valentía y el coraje con el que viviste tanto tiempo, como *zombi* caminando en la faz. Agradezco tu vida y tu muerte, de la cual como ave fénix nací, del consumo de tu ser y de las cenizas de donde pude emerger, respirar y vivir y seguir adelante por los dos.

Por último, quiero dedicar parte de este trabajo a toda la población trans. A quienes no pueden alzar la voz ni vivir quienes realmente son debido a la violencia interseccionalizada por la que tenemos que transitar, por la discriminación y asesinatos que aquejan a nuestra población y de lo cual nos invisibilizan. Les dedico este espacio a quienes ya no están, a quienes nos han arrebatado a manos de la ignorancia y el odio, a quienes luchan día a día y a quienes vienen detrás de mí. Espero poder contribuir en la academia e inspirar a otrxs para decir ¡Basta! Quiero que sepas que no estás solx.

II. Presentación:

¿Por qué un joven economista debería interesarse por una crisis financiera que “vivió” cuando era niño? ¿Por qué un economista debería mirar a los lares y estructura de otro país? Quizá debería interesarse por la propia estabilidad y por los problemas que aquejan a su nación. Sin embargo, lo que impulsa a un economista – creo yo – a ver más allá de las fronteras nacionales es tan simple como la curiosidad, el entender a uno de los países más fascinantes en tanto a su historia, así como al proceso interno de su economía, tan complejo como la incógnita de ¿Qué es una crisis y qué le provoca? De darnos cuenta que existen distintos tipos de perturbaciones en el ciclo económico y factores que le afectan.

Cuando era niño, en algún momento escuché sobre la crisis en Estados Unidos y que de alguna forma extraña estaba impactando a la economía de mi hogar, veía la preocupación de mi padre y madre. Un suceso del cual no ahondaré pero que sin duda me impactó y marcó al grado de haber querido estudiar economía para buscar una explicación del porqué algo tan ajeno pudo afectar a una familia a miles de kilómetros de distancia de los rascacielos llenos de oficinas de múltiples y diversos actores del sistema financiero. Ha sido así como, al final de mis estudios preparatorianos, me interesó la economía ¿qué era eso de lo que hablaban en todos lados y a su vez nadie sabía explicar? Al ver el plan de estudios no sabía si encontraría lo necesario para responder a mis inquietudes.

Aunque al inicio también tenía otros intereses por aprender y no estaba tan seguro de encontrar las materias, autores y profesores que me apoyaran para entender la crisis. Sin embargo, con el tiempo y el avance de créditos, fui hallando respuestas que a su vez se convirtieron en más preguntas ¿A poco no existía un solo tipo de crisis económica? Y la respuesta definitivamente ha sido una sorpresa. Hallar tantas posturas desde las distintas corrientes del pensamiento económico para un mismo y tan distinto suceso. Darme cuenta, conforme iba encontrando autores, que la crisis no era particular ni mucho menos un suceso que solo haya impactado a inicios del nuevo siglo.

Llegaba la hora de escribir, de acotar y decidir ¿qué quería saber en realidad? Por ello opté por descifrar en primera instancia al ciclo económico, y vaya que tan sólo de ello podría salir una tesis inmensamente mayor donde se puede discutir su propia naturaleza gracias a una profunda discusión teórica. Sin embargo, ese no era el interés central. Conforme fui indagando cada vez más, pude ir encontrando términos complejos, tan comunes en el ámbito financiero, tan rebuscados en su complejidad que para la

población en general le sea difícil de entender. Por ello, necesitaba encontrar el contexto histórico por el que iban surgiendo. Fue entonces que me di cuenta que estos términos que se traducían en instrumentos tenían que ser regulados de alguna forma por alguien, o más bien por una o diversas instituciones y de ese modo, me sumergí en el hilo histórico de la regulación del sistema bancario y financiero en Estados Unidos. ¡Eureka! Había encontrado en la historia – una de mis fascinaciones – la forma de ir dando respuesta a mis preguntas, así como de ir tejiendo lo que ahora es este trabajo.

Ver al pasado de forma atenta es la única manera de no cometer nuevamente los mismos errores, aunque definitivamente ninguna crisis es igual a otra, sí existen factores que pueden repetirse dentro de los cuales, un problema grave que no ha sido atendido es el ámbito regulatorio.

No obstante, mis intereses en la investigación van más allá del tema específico de las crisis y la economía financiera, el estudiar ésta bella carrera y trabajar para responder a las dudas de un pequeño niño de hace 13 años, sin duda alguna ha sido de mis mejores decisiones hasta el momento. Me ha abierto nuevas puertas para seguir desarrollándome, me ha permitido conocer a personas increíbles en el aula de clases y fuera de ellas. En estos momentos el entusiasmo por emprender nuevos retos, tareas y trabajos durante este camino llamado vida me emocionan profundamente.

Índice

| | |
|---|----|
| I. Agradecimientos: | 2 |
| II. Presentación:..... | 8 |
| INTRODUCCIÓN | 12 |
| Capítulo 1. Alcances en la explicación de Schumpeter y Minsky: ciclo económico y crédito. .. | 17 |
| 1.1.- Schumpeter: el ciclo de negocios, el crédito y la crisis..... | 18 |
| 1.1.1.- El proceso del ciclo económico: Innovación en el sistema financiero y la construcción de la dinámica en la economía. | 19 |
| 1.1.2.- ¿Schumpeter y la crisis económica mundial? | 24 |
| 1.2.- Minsky, la importancia del banco central, los cambios en el sistema financiero y su incidencia en la fragilidad del sistema económico. | 25 |
| 1.2.1.- Innovaciones tecnológicas en el marco institucional y el papel de la banca central en el ciclo económico..... | 26 |
| 1.2.2.- El planteamiento de la inestabilidad en la economía. | 28 |
| 1.2.3.- Sistema financiero endógeno. | 35 |
| 1.3.- Conclusiones parciales del capítulo. | 37 |
| Capítulo 2. Contexto histórico y análisis de la Crisis subprime de 2007. | 39 |
| 2.1.- Antecedentes: sistema financiero y marco regulatorio en el siglo XX. | 39 |
| 2.1.1.- El pánico de los banqueros en 1907..... | 40 |
| 2.1.2.- Surgimiento de la FED (1913). | 41 |
| 2.1.3.- Reseña del <i>crack</i> de 1929 y la Gran depresión. | 42 |
| 2.1.4.- La ley <i>Glass-Steagall</i> y su repercusión en el sistema financiero estadounidense.... | 48 |
| 2.1.5.- Bretton Woods (1944 –1971) y la internacionalización de las finanzas. | 51 |
| 2.1.6.- Ley <i>Gramm-Leach-Bliley</i> (1999)..... | 58 |
| 2.1.7.- Crisis <i>dot com</i> (2001)..... | 59 |
| 2.2.- Comportamiento de la Banca y el sistema financiero previo a la crisis de 2007: la regulación/ desregulación..... | 62 |
| 2.2.1.- Crédito, instrumentos financieros y fondos de inversión: titularización, derivados financieros, CDO's, instrumentos sintéticos, hipotecas subprime y la euforia. | 64 |
| 2.2.2.- Agencias calificadoras: importancia e influencia para la crisis. | 74 |
| 2.2.3.- <i>Shadow Banking</i> o sistema financiero paralelo y su incursión en la crisis. | 78 |
| 2.3.- Crisis y <i>FED</i> como salva guarda del sistema económico: fin de la fiesta, inyección de liquidez, dudas del regente y momento Minsky..... | 82 |
| 2.4.- Conclusiones parciales del capítulo. | 88 |
| Capítulo 3. Crédito, regulación e innovación financiera en Estados Unidos a 10 años de la crisis de 2007-2008..... | 91 |

| | |
|---|-----|
| 3.1.- Regulación financiera en Estados Unidos posterior a la crisis: Ley Dodd Frank, Acta Volker y Basilea III y el <i>Shadow Banking</i> | 91 |
| 3.2.- <i>Shadow Banks</i> posterior a la crisis y el factor que lo permitió..... | 96 |
| 3.3.- Comportamiento de crédito en la economía estadounidense. | 97 |
| 3.4.- Innovación en el sistema financiero: Plataformas y bancos digitales de concesión del crédito..... | 101 |
| 3.5.- Conclusiones parciales del capítulo. | 108 |
| Capítulo 4. Conclusiones finales..... | 110 |
| 5.-Bibliografía. | 116 |

INTRODUCCIÓN

¿Qué impulsa a un economista al estudio de una crisis financiera? Es la pregunta que quizá más de uno se ha hecho. En este sentido, una crisis es tan compleja como el propio proceso diverso y único que lo compone, a su vez tan emocionante a los ojos del economista como catastrófica para la sociedad; el proceso histórico por el cual se van conjuntando y combinando distintos factores estructurales, económicos, sociales, políticos, de avance tecnológico, entre otros, son los que generan – en conjunto y bajo una *receta* indescifrable e irrepetible – el debacle, mismos que son observados desde distintas corrientes y escuelas de la teoría y el pensamiento económico ¿Qué lleva a un economista a posarse sobre una teoría o sobre las palabras de un autor? Se debe ser cuidadoso al momento de mirar un punto de vista pues cada uno refleja la propia experiencia que ha vivido según su época y el pasaje del cual le ha tocado escribir.

Durante el siglo XX se consideró por mucho tiempo y de forma indiscutible al “*crack* del 29” como la mayor crisis económica que agobió al sistema. Sin embargo, no sería la única que complicaría la existencia del ser humano. Un sinfín de distintos, pánicos, crisis y convulsiones se vivieron a lo largo de ese siglo, y aunque la llegada optimista de una nueva era junto a diversos cambios en el sistema bancario y financiero, así como en avances tecnológicos, las señales de una nueva crisis comenzaban a surgir, esta vez ya fue un bache que se podría cubrir por medio de la creación e impulso de políticas públicas en un solo país. Esta vez cuestionó de forma severa la regulación en ámbitos bancarios y financieros, afectó a más de una economía sin distinguir si era desarrollada o en vías de desarrollo y mostró que la llamada internacionalización de las finanzas o también llamada globalización de las finanzas iniciada con el llamado *Big Bang* en Inglaterra en los años ochenta descrito por Carlos Marichal (2010), no solo traía beneficios, también podría ser un conducto para contagiar a la crisis. Aunado a lo anterior, los avances en ciencia y tecnología que se gestaron durante la segunda mitad del siglo XX – principalmente a partir del *boom* tecnológico iniciado en 1971 con el *micro chip* – y el uso de instrumentos financieros novedosos que prometían grandes niveles de rentabilidad acompañaron el proceso de mina para la crisis. Por lo que los avances tecnológicos, aunado a los procesos regulatorios y desregulatorios que comenzaron con la creación de la Reserva Federal (FED) en 1923 cocinaron la crisis que aquejó a Estados Unidos de América (EUA) y posteriormente al mundo hace poco más de 12 años.

Aunque la crisis de 2007 no provocó que banqueros e inversionistas se tirasen desde los rascacielos de *Wall Street*, sí generó graves problemas de carteras vencidas, quiebras de bancos *too big too fail*, aumentó la incertidumbre en los mercados, contrajo los capitales y generó distintos problemas en las economías causado por los procesos mencionados. La crisis no fue un evento aislado en una economía, es importante recalcar que factores como la globalización de las finanzas, la desregulación e innovación en el sistema financiero aderezaron una crisis cuyos efectos aún en 2021 no se contrarrestan.

Previo a la crisis *subprime*, los llamados expertos en la economía – principalmente de corte ortodoxa – predecían que no podía existir una crisis de tal magnitud en el modo de producción capitalista. Sin embargo, posterior al inicio de la catástrofe escribieron una carta a su majestad la Reina de Inglaterra, pidiendo disculpa pues dentro de sus libros y horizontes de la explicación de los mercados eficientes y la autorregulación de la economía no se había visualizado. Los teóricos de las distintas corrientes heterodoxas de la economía como la marxista y la postkeynesiana — entre otras escuelas — habían dado distintas explicaciones y comenzaban a fijar sus miradas en los indicios que evidenciaban una posible crisis.

Como se ha mencionado, la explicación de la crisis puede posarse desde distintos ojos. Para efectos prácticos de la presente investigación se abordó a dos grandes referentes en cuanto a ciclos, crisis innovación tecnológica y el crédito. En este sentido, Joseph Schumpeter (1944 y 2002), se enfocó en estudiar el fenómeno de los ciclos económicos desde una visión de la destrucción creativa tomando al crédito como recurso para financiar a la industria, al consumo y las deudas, para impulsarlo. Así mismo, asocia un análisis histórico del desenvolvimiento de la economía y da una perspectiva de la dinámica de supervivencia que surge ante una innovación tecnológica propiciada por un empresario que es fuerte y capaz de guiar a la economía a un nuevo ciclo. Por otro lado, y causando más sensación entre el gremio de los economistas heterodoxos de finales del siglo XX, el fantasma de un autor encarnado en su famosa discusión de la fragilidad del sistema financiero asomó a la explicación del ¿por qué había sido provocada la crisis *subprime*? En este sentido, Hyman Minsky (1957, 1982, 1990 y 1992) dio una explicación acerca del funcionamiento en la economía capitalista, las instituciones y la regulación, así como de la transición histórica desde un capitalismo comercial hasta el administrador de dinero, para culminar en su obra maestra de la *hipótesis de la inestabilidad financiera* (1992) donde aborda el tema del financiamiento y los esquemas de apalancamiento en

una economía capitalista desarrollada y como ante la estabilidad, el crecimiento y las buenas expectativas, los actores económicos – familias, empresas y Estado – toman posiciones financieras riesgosas pasando a un estado deteriorado e inseguro que provocará un terremoto económico.

En suma, la crisis *subprime* es fascinante – si de alguna forma se puede llamar así – y aunque existen más de un artículo, libro y trabajo académico en general, la presente investigación presenta un desarrollo teórico, histórico y de análisis actual que a los ojos de quien lo escribe, resuelve más de una inquietud y satisface los objetivos buscados.

Como hipótesis de trabajo, la presente investigación busca demostrar como la crisis *subprime* en Estados Unidos se conformó por medio de un proceso histórico que abarcó cien años (1907-2007) como consecuencia de la combinación de tres factores: a) el primero es el proceso de regulación y desregulación que ha presentado la economía estadounidense desde principios del siglo XX; b) el segundo elemento son las innovaciones tecnológicas vistas desde un planteamiento schumpeteriano y expresadas como *boom* tecnológicos que se aplicaron en el sistema financiero y bancario durante el periodo mencionado; y c) el tercer y último componente es el crédito visto principalmente desde el esquema de financiamiento que plantea Minsky. El conjunto y desarrollo de estas tres características posibilitaron las condiciones necesarias para que se gestara la crisis de 2007 provocando, así, una catacumbe jamás antes vista debido al contagio internacional que se vivió.

Así, el principal objetivo de la presente es evidenciar como la combinación del crédito y los avances tecnológicos e innovaciones financieras pueden llegar a ser una mezcla “peligrosa”, debido al proceso dispar que se gesta en la regulación y a los huecos legales que las instituciones bancarias y financieras encuentran para poder realizar procesos especulativos, dando pie a pánicos y crisis los cuales fueron a su vez antecedentes que dejaron marca y cocinaron las condiciones necesaria para que la crisis financiera de 2007 sucediera.

Así mismo, se buscará cubrir a los siguientes objetivos específicos: 1) analizar la teoría de Joseph A. Schumpeter (1944 y 2002) y Hyman Minsky (1957, 1982, 1990 y 1992) respecto a los ciclos económicos y la importancia del crédito, el marco de regulación en el sistema económico y la innovación tecnológica en el proceso del mismo; 2) estudiar de forma histórica el periodo de 1907 a 2007 del marco regulatorio, las innovaciones tecnológicas, así como el sistema económico y financiero que se dieron en

Estados Unidos. Se partirá desde el pánico de los banqueros de 1907 hasta la crisis financiera de 2007; 3) revisar el comportamiento del sistema económico y financiero a 10 años de la crisis. Se estudiará el aumento del crédito, las medidas regulatorias tomadas en el sistema financiero, así como las innovaciones del sistema financiero actual en Estados Unidos; y, por último, 4) dar un contexto de conclusiones analizando si el crédito, el marco regulatorio y las innovaciones tecnológicas influyeron o no en el ciclo, así como si la crisis subprime fue generada por estos tres factores.

En el capítulo 1 se revisaron los principales argumentos teóricos de Schumpeter (1944 y 2002) respecto al funcionamiento de la economía. El autor señala que es impulsada por las innovaciones y los empresarios con la capacidad de generarlas en una lógica darwiniana de la ley del más fuerte, en la que al generarse cambios tecnológicos, las empresas que no son capaces de adaptarse terminan en la quiebra o son absorbidos por quienes si lo lograron y/o generaron estos cambios; por otro lado, se hizo una revisión del planteamiento de Minsky (1957, 1982, 1990 y 1992), quien plantea principalmente un esquema de financiamiento existente en la economía además de su fragilidad, de tal modo que cuando los agentes de la economía viven el auge económico de la misma bajan la guardia encontrándose en posiciones de poca liquidez y aumento de sus deudas llegando a un punto en el que la quiebra es inminente y la economía cae.

El capítulo 2 se desmenuzó en cuatro sub apartados, de tal forma, que el primero conformó una revisión histórica del sistema bancario y financiero durante cien años en Estados Unidos, así como del proceso de regulación y las innovaciones. El segundo abarca al comportamiento del mismo sistema previo a la crisis, pasando así al tercer sub apartado en el que se dan los sucesos de la misma desde su estallido. El recorrido histórico se inició con el pánico de los banqueros de 1907 el cual desembocó en parte con la necesidad visible de un encargado en la política monetaria estadounidense. De ese modo, se siguió con un breve contexto de la creación de la *FED*, para pasar a la crisis de 1929 de la mano de autores como Galbraith (2009) y Marichal (2010), con quienes se pudo encontrar que el “*crack* del 29” tuvo una pequeña similitud con la crisis de 2007 respecto a una especulación inmobiliaria y a un incremento de la participación especulativa en la bolsa por parte de personas ajenas al sistema financiero. Posteriormente, se contemplaron las acciones tomadas por el gobierno de Roosevelt junto a su plan del *New Deal*, de tal modo que ésta sección se centró en los ámbitos de regulación del *Glass Steagall Act* y su repercusión en el sistema financiero, y bajo un contexto internacional se analizó el

sistema *Bretton Woods* como consecuencia necesaria para la reconstrucción de los países devastados por la segunda guerra mundial junto a su fin dando pie al uso del dólar como equivalente general siendo sustituto del oro y posicionando a Estados Unidos como el centro financiero internacional por encima de Gran Bretaña. Finalmente, se analiza la entrada en vigencia de la Ley *Gramm Leach Bliley* y la consiguiente crisis dot com

En el capítulo 3 se realizó un análisis respecto al crédito, las medidas regulatorias y las innovaciones financieras posterior a la crisis del 2007–2008, de tal forma que se da un contexto actualizado sobre cómo se desarrollaron estos ámbitos y qué medidas tomó el mandato Obama para contrarrestar las afecciones hacia su población. Así mismo, se realizó un balance respecto a los nuevos actores del sistema bancario que se insertan con un esquema totalmente digital de trabajo impulsados por las tecnologías, con ellos da una perspectiva futura del comportamiento en este sistema, ya que la banca digital no son los únicos actores que han transitado a este esquema, también han surgido insólitas formas de invertir en las bolsas, en el mercado de las criptomonedas, entre otras actividades.

Por último, en el 4 capítulo, se retomaron los principales argumentos de la presente investigación, recordando, así, cada aspecto relevante que han sido tratados en los primeros capítulos. En este sentido, se observó que, durante el proceso histórico que abarca nuestro trabajo, tres factores han sido los más relevantes: i) el crédito; ii) la regulación; y iii) las innovaciones. Es importante tomar en cuenta la doble faceta del fenómeno crediticio: pudiendo ser tanto impulsor del desarrollo económico como fuente de constante inestabilidad. Es decir, que aunque sea un elemento que puede ser “positivo”, justamente catalizando al desarrollo y al auge del ciclo económico por medio de innovaciones financieras que dinamizan nuevas estructuras productivas, el mal manejo de las políticas de regulación en el sistema bancario posibilita que los agentes financieros incurran en posiciones de especulación tipo ponzi por lo que se alimenta una creciente fragilidad financiera y el sistema entra en una inestabilidad y/o crisis. En definitiva, si no es bien regulado el mundo de las finanzas, siendo la regulación siempre pensada acorde a los cambios tecno productivos de cada época, el capitalismo se presenta en su forma más volátil y disruptiva.

Capítulo 1. Alcances en la explicación de Schumpeter y Minsky: ciclo económico y crédito.

El primer capítulo busca como principal objetivo entender la teoría planteada por Schumpeter y Minsky, de forma tal que puedan ser complementadas para la comprensión del ciclo económico, el crédito y la regulación en el sistema financiero en Estados Unidos, para ello se abordará el análisis teórico propuesto por ambos autores para estos tres aspectos.

El primer subapartado expondrá la teoría del ciclo de negocios y el desenvolvimiento de la economía que Schumpeter desarrolla en *La teoría del desenvolvimiento económico* (1944) y principalmente en *Ciclos económicos: Análisis teórico, histórico y estadístico del proceso capitalista* (2002), con ello se pretende tomar los aspectos relevantes según la visión schumpeteriana del ciclo económico y la incidencia del crédito en el mismo; en ambos libros, teoriza a los ciclos económicos desde la perspectiva en la que el empresario es la fuente dinamizadora de la economía, empero, no se refería a cualquier empresario. Schumpeter expresa que el empresario, quién dará inicio al ciclo en la economía, será aquel que sea innovador y fuerte – un argumento un tanto darwiniano según la ley del más fuerte y la evolución – pues al existir la innovación tecnológica, no todas las empresas logran llegar al siguiente ciclo, siendo que han sido absorbidas por otras empresas más grandes o han desaparecido, es decir han quebrado, la clave aquí es la innovación y la adaptación. Así mismo, se retomarán las revoluciones tecnológicas que Pérez (2005) analiza, siguiendo la misma línea de la teoría schumpeteriana. Como factor complementario, la autora desarrolla el concepto de las revoluciones tecnológicas (Pérez, 2002: 26), las cuales propician el cambio de tecnologías, bienes y procesos, así como la forma en la que se opera en la economía. Sin embargo, también contempla el marco regulatorio existente, el cual no es capaz de cubrir las nuevas necesidades por lo que las instituciones tampoco lo hacen. En ese sentido, tanto las instituciones como la regulación se encuentran con atraso respecto al proceso tecnológico y de innovación existente.

En segundo lugar, se aborda la estructura de la economía y de la dinámica de la inestabilidad financiera que Minsky desarrolló durante su carrera en textos como *Central Banking and Money Market Changes* (1957), pasando por su clásico texto *Can "It" Happen Again? A Reprise* (1982), hasta un Minsky más maduro y con una visión concreta de la economía y su fragilidad con *Debt and business cycles* (1990) para culminar en su

obra *The Financial Instability Hypothesis* (1992) la cual muestra un esquema de financiamiento basado en la liquidez de una economía capitalista y desarrollada. De forma general, en dichos textos, Minsky toma el supuesto de una economía altamente desarrollada en donde la estabilidad predomina por lo que la estructura de los agentes económicos transita a un esquema menos protegido y altamente endeudado debido a las buenas expectativas que se tenían. Minsky ejemplifica los momentos de irracionalidad y euforia por los que transitan las familias, empresas y el mismo gobierno quienes se suman a una onda especulativa, donde los créditos pueden financiar más créditos. En este sentido, el autor sitúa este momento histórico en la última fase del capitalismo que él abordó llamada *Money Manager Capitalism* (Minsky 1990 y 1992). Minsky toca el tema de los ciclos económicos en *Debt and Business Cycles* (1990) de forma breve, ahondando por un recorrido histórico; por último, el autor explica el marco de regulación por medio del papel de la Banca Central, así como el de las nuevas unidades capaces de emitir *dinero endógeno* y su importancia con el papel del crédito y la inflación en *Central Banking and Money Market Changes* (1957).

Por último, se contempla las conclusiones parciales del capítulo. Se contrastará la explicación teórica de ambos autores, el funcionamiento de la economía y la dinámica que propicia una crisis económica según ambas visiones. Se entenderá por qué la teoría de Schumpeter influyó en Minsky y por qué el último llega a las conclusiones del esquema de financiamiento ponzi junto al de la inestabilidad financiera, aplicando así los conocimientos en la crisis subprime de 2007 y dando pie al segundo capítulo del presente trabajo de investigación.

1.1.- Schumpeter: el ciclo de negocios, el crédito y la crisis.

Schumpeter aborda la teoría de las crisis en su libro *Teoría del desenvolvimiento económico* donde supone que el estudio de fenómenos y tendencias de expansión en la economía devienen del nacimiento y fundación de nuevos negocios (Schumpeter, 1944: 213-214).¹ El autor supone que las crisis pueden ser o no un fenómeno uniforme, esto en el sentido de que las posibilidades de perturbaciones del ciclo económico pueden ser distintas y variadas respecto a cada crisis sucedida en la historia, sin embargo, existen

¹ En las palabras del autor: “Como teoría de las crisis, supondría, en consecuencia la fundamentación de una explicación científica sobre fenómenos obviamente acompañantes y consecuentes (pánico, pesimismo, etc.), o bien – cosa que sería mejor – sobre las tendencias de expansión existentes anteriormente, como fiebre de fundaciones de negocios, etc.” (Schumpeter, 1944:214).

similitudes de efectos sobre el sistema económico y los individuos. La mayor similitud es que todos estos acontecimientos obligan a interrumpir el desenvolvimiento económico. Por otro lado, en su libro de Ciclos económicos (2002), Schumpeter considera que no puede haber un conjunto de causas que expliquen todas las perturbaciones en el ciclo económico por igual, debido a que cada una es un individuo histórico por lo que ninguno es igual a otro (Schumpeter, 2002: 13).²

El autor resalta que las crisis no son susceptibles de una explicación únicamente económica, no niega que éstas pertenezcan a la misma esfera, empero, no corresponden a la naturaleza del sistema económico o a una clase de sistema, esto justificado a que una crisis no es el resultado únicamente por el libre albedrío de los factores económicos abandonados sino que existen factores externos a la economía que pueden influir como verdaderas causas de una crisis. En este punto, Schumpeter hace una diferenciación entre tres tipos de procesos económicos.

1.1.1.- El proceso del ciclo económico: Innovación en el sistema financiero y la construcción de la dinámica en la economía.

Para Schumpeter, la incidencia de las acciones pasadas en el ciclo económico por los actores repercute de forma continua para los posteriores ejercicios de la economía. Éste supuesto lo toma tanto en su libro de Desenvolvimiento económico (Schumpeter, 1944) como en Análisis teórico, histórico y estadístico del proceso capitalista (Schumpeter, 2002). En el primero lo analiza de forma simple, por medio de la explicación de la corriente circular, el desenvolvimiento en la economía así como los procesos que impiden su curso de forma regular.

² En palabras de Schumpeter: “si formulamos esta pregunta de un modo complementario general a propósito de todas las fluctuaciones, crisis, auge, depresiones, que han sido observados, la única respuesta es que no existe una sola causa o primer motor que los explique. Ni tampoco hay ningún conjunto de causas que los expliquen a todos por igual de bien. Porque cada uno es un individuo histórico y nunca es igual a ningún otro, en la manera en que se produce o en el panorama que presenta. Para llegar a la causa de cada uno, se debe analizar los hechos de cada uno y sus antecedentes individuales.” (Schumpeter, 2002:13). En este sentido, el presente trabajo de investigación concuerda en que cada fluctuación, crisis, auge, depresión, etc. no tiene una sola explicación ni un solo factor detonador, aunado a que son procesos históricos, sin embargo, se propone que comparten aspectos similares como se verá en el capítulo 2 del presente trabajo, en donde se relaciona principalmente al crédito y su transición por distintos mercados como lo son el de valores, el informático y el inmobiliario lo que junto a un marco regulatorio desfasado posibilidad que existan nuevos actores con nuevas tecnologías. Lo anterior se abordará con calma en su apartado correspondiente.

Schumpeter (1944) supone que en la corriente circular ³ de la economía, los individuos venden mercancías para reaparecer en esta corriente del proceso económico pero ahora como compradores, así satisfacen sus necesidades por medio del consumo para poder llegar al próximo periodo económico.

Un ejemplo para ilustrar la corriente circular simple será el de un zapatero que posterior a la confección de un par de zapatos en el periodo presente, irá al mercado del sábado los venderá por 20 unidades monetarias. Con el dinero recaudado de su venta, se moverá entre los distintos puestos y comprará carne o pan; de esta forma pasa de ser vendedor a consumidor y los bienes producidos en un mismo ciclo son vendidos. El ciclo económico de corriente circular se repite con distintas transacciones, el carnicero o el panadero regresaran *a posteriori* por un par de zapatos. En este periodo se verán satisfechos y listos para comenzar un nuevo curso económico

En este tipo de proceso económico existen dos factores decisivos. El primero es la condición o condiciones externas dadas; el segundo es la decisión del individuo. Con ambos factores, la producción irá de acuerdo a su necesidad. . En una economía donde no se producen cambios, el individuo produce para el consumo, satisfaciendo así sus necesidades.

En este punto, Schumpeter aborda los procesos de desenvolvimiento económico los cuales describe como los cambios de la propia vida económica que no hayan sido impuestos desde el exterior (Schumpeter 1944: 74) y alude a que en el proceso circular – que describe como un proceso sanguíneo donde no hay cambios – no podrían existir estos desenvolvimientos tomando en cuenta que es un proceso repetitivo que busca el equilibrio siendo que para que exista un desenvolvimiento deben haber perturbaciones o cambios revolucionarios y que no necesariamente permiten el curso regular en la economía.⁴

³ Otra forma en la que Schumpeter aborda la corriente circular es “pasando por canales que en esencia son los mismos, uno y otro año –similar a la circulación de la sangre en un organismo animal–. Ahora bien, la corriente circular y sus canales se alteran en el tiempo, y abandonamos, por tanto, la analogía con la circulación de la sangre. Pues, aunque la última cambia también en el curso del crecimiento y decadencia del organismo, lo hace continuamente, esto es, por pasos que sólo pueden suponerse más pequeños que cualquier cantidad medible”, en este sentido, el autor argumenta que la economía experimenta de igual forma cambios, empero, existen cambios que no aparecen de forma continua pero que sí afectan al entorno (Schumpeter, 1944; 72).

⁴ En palabras del autor: “el desenvolvimiento económico es un cambio espontáneo y discontinuo en los cauces de la corriente, alteraciones del equilibrio, que desplazan siempre el estado de equilibrio existente con anterioridad” (Schumpeter, 1944: 74).

Respecto al ciclo económico y su comportamiento, tema que es abordado en su libro sobre los ciclos económicos (Schumpeter, 2002), se retoman supuestos de equilibrio dentro de la economía – como lo hizo en un principio con la corriente circular en su libro de desenvolvimiento económico (Schumpeter, 1944) –, en donde en un primer instante, el equilibrio es el final del ciclo anterior debido a la causa de una perturbación que se tomará como una innovación – sea interna o externa a la economía –, por lo que dicha innovación lleva a un momento de prosperidad y este a su vez a otro punto de desequilibrio en la economía, es aquí donde la depresión aparece para tender a otro equilibrio y recuperación terminando así el ciclo dentro de la teoría que Schumpeter propone pero ¿Qué sucede dentro de todos estos movimientos?

Las innovaciones son un factor fundamental en la teoría de Schumpeter. Una innovación tecnológica desplaza a las viejas tecnologías y con ello propicia la “destrucción creativa” (Girón, 2000: 1079). En este sentido, la destrucción creativa es necesaria para transitar en el ciclo económico. Para que una innovación y posteriormente una destrucción creativa sea realizada, debe existir un empresario pionero capaz de adquirir deuda, es decir, crédito. Schumpeter (1944) supone que en un primer instante – en el primer ciclo adaptativo – el empresario tiene liquidez, empero, en un segundo momento, ya no tiene la liquidez suficiente por lo que se crea el crédito bancario que le facilita el poder seguir solventando su proceso de producción y posteriormente el de innovación.

Schumpeter define al crédito como la creación de poder de compra (Schumpeter, 1944:115), éste poder de compra sustituye de forma temporal a la capacidad de adquirir los bienes y/o servicios necesarios para mantener activa a su empresa, en este sentido, el autor lo toma como la sustitución del derecho que el propio empresario posee y para el cual posteriormente saldrá.⁵ De igual Forma, distingue que en la corriente circular simple no se requiere ésta concesión de crédito debido a que se parte del supuesto que en la economía descrita por el autor, se producen siempre los mismos productos y de la misma

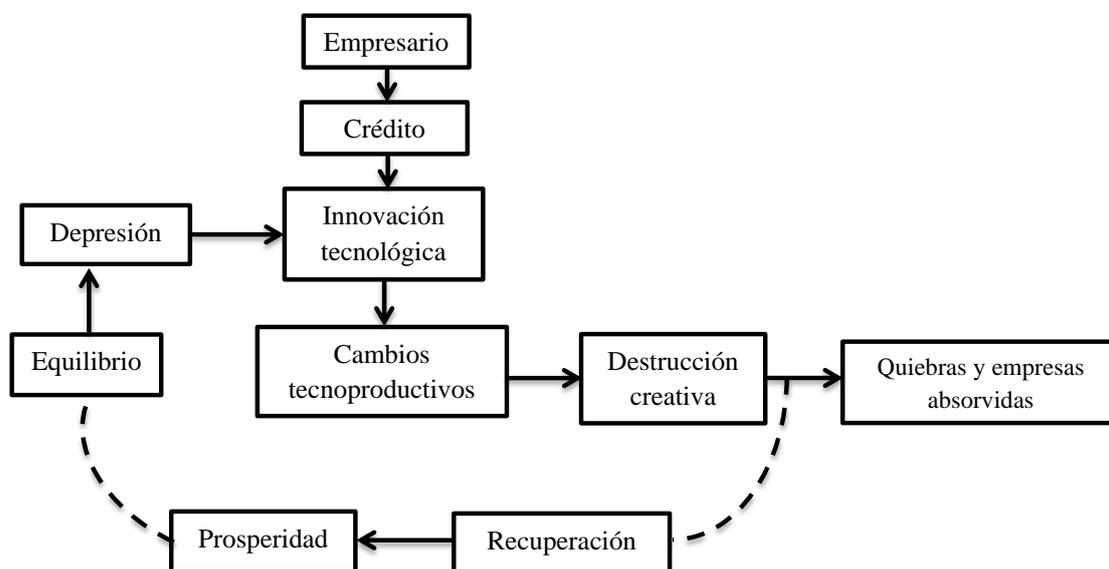
⁵ En palabras del autor: “definimos, por tanto, en este sentido, el corazón del fenómeno del crédito en la siguiente forma: el crédito es esencialmente la creación de poder de compra con el propósito de transferirlo al empresario, pero no simplemente la transferencia del poder de compra existente. La creación de poder de compra caracteriza, en principio, el método por el cual se realiza el desenvolvimiento en un sistema de propiedad privada y división del trabajo. Por el crédito los empresarios obtienen acceso a la corriente social de bienes, antes de adquirir sus derechos normales a dicha corriente. Sustituye temporalmente, por así decir, una ficción de este derecho por el derecho mismo. La concesión del crédito en este sentido opera como una orden al sistema económico de acomodarse a las exigencias del empresario, y como pedido sobre los bienes que precisa” (Schumpeter, 1944: 115).

forma, sin embargo, el crédito entra en función de la innovación, es decir, el propósito de innovar es por definición la concesión de crédito a un empresario, constituyendo así un elemento del desenvolvimiento económico (Schumpeter, 1944:112).

Girón señala que el crédito visto desde la perspectiva de Schumpeter, es el creador de medios de pago adelantando así capital al empresario, por lo que significa flujos de efectivo para la empresa, de igual forma, el crédito en manos del empresario puede convertirse en inversión (Girón, 2000:1082).

En el **Diagrama 1**, se puede observar el flujo del ciclo económico según Schumpeter. Ante la existencia de un empresario pionero o empresario emprendedor (Girón, 2000: 1081), el cual adquiere crédito, abriendo así el camino dentro de la rama industrial a la cual se dedica o abriendo brecha dentro de una nueva rama. El empresario no sólo influye en la entrada de numerosos y diversos nuevos actores a los cuales les facilitan el camino, sino también influye en las esferas cercanas a las suyas. Los primeros líderes llevan al sistema económico a un proceso de reorganización técnica y comercial, lo cual significa un periodo de expansión.

Diagrama 1. Flujo económico schumpeteriano.



Fuente: elaboración propia con base en Schumpeter (1944).

Para Schumpeter, el empresario – específicamente el empresario que provoca la innovación – es el actor principal del ciclo económico debido, y como ya se especificó anteriormente, a que éste abre caminos dentro de una o diversas ramas de la economía. Al haber una reorganización técnica no todos los empresarios pueden sostener sus

negocios por lo que quiebran o son absorbidos por empresas más grandes como consecuencia a su incapacidad de mantenerse en un nuevo entorno. Él considera que la aparición *en masse*⁶ realiza un proceso de adaptación en donde las nuevas empresas – empresas que innovan – pueden llegar a desaparecer a las antiguas o a adquirirlas debido a la competencia adaptativa de la situación económica. No se puede decir que la aparición de nuevos negocios es lineal en el tiempo, pues sí hacemos ésta afirmación, el ciclo económico no tendría momentos de auge ni de depresión, en pocas palabras, no tendríamos perturbaciones en la corriente circular de la economía por lo que tampoco habría momento de expansión de la misma.

Carlota Pérez llama a este tipo de innovación como *revoluciones tecnológicas* (Pérez, 2002: 40), las cuales consisten en una conmoción que propicia combinaciones de productos e industrias con algunas ya existentes de forma tal que las redefinen; su impacto puede llegar a ser importante cuando son saltos tecnológicos que incorporan oportunidades de negocios – como lo maneja Schumpeter en su libro sobre los ciclos económicos (1944).

Las innovaciones no surgen de un día a otro, es decir, son procesos prolongados que requieren a su vez de distintas nuevas tecnologías, a la par de las existentes, ambas constituyen un reordenamiento que dado cierto momento y retomando la postura de Schumpeter, un empresario visionario usaría para un negocio revolucionario tanto económica como socialmente.

En un punto desarrollado de la innovación, estas revoluciones tecnológicas conllevan en sí un reemplazo o modificación – modernización o redireccionamiento – de los bienes de capital existentes así como de la forma de producir. A su vez, suponen una transformación social en el sentido de la reorganización a la par de las nuevas tecnologías y el uso de nuevas habilidades para operar estas cual huracán que barre con los hábitos existentes (Pérez 2002: 26).

Carlota (Pérez, 2002), incluye un factor importante para nuestro análisis el cual es el marco del sistema regulatorio, es decir, aclara que debe haber modificaciones en las instituciones para que éstas sean capaces de dirigir y facilitar el funcionamiento de la

⁶ Schumpeter menciona “*en masse*” en el sentido de que la aparición de distintos negocios y empresas en el ciclo económico no se da de forma lineal ni ordenada, por el contrario, la forma en la que éstas aparecen en la economía no tienen temporalidad ni suma y son causantes de la llamada adaptabilidad – una palabra un tanto darwiniana- en la situación económica.

economía con este *boom* en la tecnología de tal forma que no sea una consecuencia negativa respecto al impacto social y económico.

Siguiendo esta línea pero con el cambio tecno económico (Pérez, 2002), la empresa líder le da el dinamismo necesario a la economía y a su vez ésta contagia a través de distintos canales a la economía mundial en su conjunto. Por lo que ahora existe un país o conjunto de países líderes de la revolución tecnológica.

En resumidas cuentas, Schumpeter analiza a la economía en tres momentos:

I) Retoma supuestos de competencia perfecta, los cuales desaparecen con el proceso de innovación y de adaptación.

II) El sistema financiero ya no está compuesto únicamente de ahorro, lo cual debería de ser lo óptimo en su perspectiva (Schumpeter 1939: 144), sin embargo, las empresas se suelen financiar con crédito, es decir, con deuda y en este sentido el autor lo localiza como problema, aunque no profundiza lo suficiente a comparación de Minsky.

III) Propone una combinación de distintos ciclos en un mismo momento de la economía, es decir, múltiples innovaciones que se llevan a cabo en distintos sectores productivos (Schumpeter 1939: 166) y es este punto en donde el autor explica su teoría aterrizándolo de forma histórica a ciclos económicos en donde considera 3 tipos de ciclos: i) los ciclos de innovación que suceden en distintos sectores industriales y que trabajan de forma independiente, es decir, no tienen incidencia entre sí; ii) los secuenciados, es decir, un tipo de innovación que por sus características son largos y dentro de sí mismos con auges y caídas pero de forma secuenciada sin extinción, y por último; y iii) los que son la sumatoria de ambos procesos anteriores, tomando en cuenta los procesos comerciales e industriales que llevan a cabo un ciclo aún mayor.

Para los ciclos anteriores retoma a) los ciclos de Kitchin que duran 40 meses, b) los ciclos de Juglar que duran 10 años y c) los ciclos de Kondratieff (Schumpeter 1939: 169). Schumpeter argumenta que cada ciclo de Kondratieff tiene un entero de seis ciclos de Juglar, a su vez el segundo tiene tres ciclos de Kitchin como lo muestra en el esquema de la página 188 de su libro de los ciclos económicos.

1.1.2.- ¿Schumpeter y la crisis económica mundial?

Así como existen distintos elementos – no exclusivos de la esfera económica – que pueden ser causa de perturbaciones en la economía o también llamadas crisis, existen

distintas y diversas crisis que no son puramente del ámbito económico, esto como resultado de que los elementos causales no son únicamente del estudio de la economía, con ello Schumpeter considera que las crisis son consecuencia de efectos externos y que si fuese verdad en realidad no podría existir una teoría de las crisis. En este sentido, el autor resalta que “es concebible y se ha defendido el punto de vista de que las crisis son siempre efectos de circunstancias externas. Opinión que es indudablemente muy aceptable. Si fuera correcta no podría existir una teoría económica verdadera de la crisis, y debiéramos limitarnos a establecer esos hechos o, a lo más, a intentar clasificar esas causas externas de los ciclos” (Schumpeter, 1944: 221-222).⁷

Para Schumpeter, la crisis es un elemento esencial del proceso capitalista y no meramente colapsos ocasionales para ser explicados individualmente por diferentes hechos en cada caso (Schumpeter, 1968: 41). En este sentido, sostiene que una teoría económica debe estar basada en la teoría de las crisis y de las fluctuaciones económicas (Girón, 2000: 1084).

Entonces, ¿existe en realidad una teoría de la crisis? O ¿podemos enunciar una Teoría general de las crisis económicas? El autor considera que es mucho más valioso el marco individual de la mayoría de las grandes crisis de la historia para la explicación de los hechos reales observados que cualquier cosa comprendida en una teoría general. En este sentido coincide con Schumpeter (1939) pues no se pueden aislar los casos extraordinarios o de gran magnitud respecto a otros no menos importantes para dar una explicación real de la existencia de las crisis económicas.

1.2.- Minsky, la importancia del banco central, los cambios en el sistema financiero y su incidencia en la fragilidad del sistema económico.

Así como la construcción de nuestras inquietudes se ven influenciadas por las vivencias, la construcción teórica se ve marcada por quienes leemos y por quienes nos enseñaron a entender la realidad –en este caso económica– que nos ha tocado vivir y estudiar, en este sentido Hyman Phillip Minsky no es la excepción ya que tiene una marcada influencia de la explicación de Schumpeter en la parte crediticia y del ciclo de negocios (1944), también retoma a Irving Fisher (1933) respecto a la deflación de la deuda, aunado a ellos dos,

⁷ En palabras de Schumpeter: “De hecho es concebible y se ha defendido el punto de vista de que las crisis son siempre efectos de circunstancias externas. Opinión que es indudablemente muy aceptable. Si fuera correcta no podría existir una teoría económica verdadera de la crisis, y debiéramos limitarnos a establecer esos hechos o, a lo más, a intentar clasificar esas causas externas de los ciclos” (Schumpeter, 1944:221-222).

durante algunos de sus manuscritos como el de 1992, retoma fuertemente a Keynes con su primera acercamiento a la explicación del sistema financiero.

A lo largo de su carrera como economista, Minsky quiso entender no solo el surgimiento de una crisis específicamente financiera –a este tipo de crisis la denomina como crisis de crédito en su texto de *Debt and business cycles* de 1990– sino sus causas y formas en las que se podría superar dicha crisis, para ello en 1992 da una explicación más detallada y general en su *Financial instability hypothesis (1992)* donde argumenta teórica y empíricamente con ayuda de textos previos que también escribió acerca de cómo el sistema económico tiende a una inestabilidad iniciada por una transición de financiamiento.

En el presente sub apartado se presentará la teoría creada a lo largo de la carrera de Hyman Minsky para la explicación del marco institucional y la importancia e incidencia del Banco Central (Minsky, 1957), pasando al comportamiento del sistema financiero (Minsky 1990 y 1992) propuesto por el autor para terminar con una breve explicación del sistema financiero endógeno (Minsky 1992).

1.2.1.- Innovaciones tecnológicas en el marco institucional y el papel de la banca central en el ciclo económico.

Ante los cambios bruscos y acelerados en el sistema, así como en el funcionamiento de los mercados financieros, debe existir una reestructuración en la legislación, es decir, en las leyes que regulan este mercado, de igual forma debe haber una mayor atención por parte del Banco Central. La reestructuración legislativa deviene a su vez de un mal funcionamiento real o imaginario del sistema monetario y financiero. En este sentido, Para Minsky, “los cambios institucionales de regulación en el mercado monetario son posibles por medio de la legislación o la revolución” (Minsky, 1957: 171).

De acuerdo con Minsky (1957), la existencia de un marco institucional sólido y estable deriva en una política monetaria dirigida por el Banco Central restrictiva efectiva en donde la tasa de interés funciona como instrumento limitante de la demanda de financiamiento, por lo que el aumento en las tasas de interés tiende a hacer que los hogares y las empresas quieran conservar su estado más líquido; dicha política monetaria tiene un dominio algo limitado ante el control inflacionario por lo que el Banco Central debe actuar de forma rápida para controlar la oferta monetaria dentro de la economía.

Aunque el autor plantea en un principio en su texto *Central Banking and Money Market Changes* (1957) la importancia del Banco Central y de la política monetaria como instrumento por el cual se puede regular el financiamiento en la economía, dicha política no es eficiente para controlar la inflación y mucho menos para contrarrestar una depresión (Minsky, 1957: 184). Debido a la existencia de innovaciones en el marco institucional, las mismas dan como resultado nuevas formas o huecos legales para el financiamiento – innovaciones en el sistema financiero –, por ejemplo, para el financiamiento de los negocios. Sin embargo, aunque el Banco Central disminuya la liquidez, la deuda gubernamental se verá sustituida por deuda privada lo que implicará que ante un problema en la economía la incidencia de la política monetaria se verá anulada y los problemas por insolvencia afectaran en cadena al resto por a las relaciones de deuda que ahora pasan a ser privadas y por ende a quedar fuera del control del Banco Central.

Durante una crisis y ante la insolvencia de liquidez, las empresas, hogares y familias querrán solventar sus deudas por medio de sus ahorros – si es que los tienen – lo que causa un efecto que deprime los ingresos por lo que una conmoción financiera puede provocar una depresión.

Respecto a las instituciones, y principalmente las instituciones monetarias, Minsky considera que pasan por un cambio constante y evolutivo (Minsky, 1957: 186) – retoma el argumento de Schumpeter respecto a la evolución darwiniana que sufren los agentes económicos –, por lo que los resultados de los cambios convergen en innovaciones institucionales que provocan que las crisis financieras no sean como las anteriores. En el Banco Central recae la responsabilidad ante una crisis por lo que restringe su función de ser prestamista de última instancia únicamente con bancos comerciales, más no con actores financieros intermediarios y debido a la rápida evolución del sistema financiero, así como a las innovaciones que se aplican, el Banco Central y el marco regulatorio queda obsoleto al no poder entrar en las mismas tanto para su regulación y entendimiento como para su rescate en una caída profunda del propio sistema.

Un banco central no puede resumir sus funciones únicamente al control inflacionario pues su principal función es la de ser el prestamista de última instancia ante los problemas que pudieran existir y con ello prevenir o ayudar a evitar pérdidas cuantiosas en una crisis financiera (Minsky, 1957: 187).

1.2.2.- El planteamiento de la inestabilidad en la economía.

Para el análisis del sistema económico, Minsky usa a distintas obras incluyendo *La teoría de los ciclos económicos* de Schumpeter (1934), la cual sirve como base fundamental para la teoría de la inestabilidad financiera en el sentido del movimiento del crédito⁸; por otro lado, plantea el problema de la deflación de la deuda en la cual retoma principalmente a Irving Fisher (1933) y Charles Kindleberger (1978), sin embargo, para efectos y alcances de la presente investigación, la inflación-deflación de la deuda no será una variable con la que nos detengamos de forma minuciosa para poder así proseguir con el argumento central en Minsky el cual es el tipo de estructura financiera desestabilizadora – tema que enmarca el presente sub apartado – que incide, junto con el tipo de marco institucional y regulatorio – tema que se tocó de forma breve en el anterior sub apartado – así como con la incidencia del crédito para en conjunto posibilitar una crisis económica.

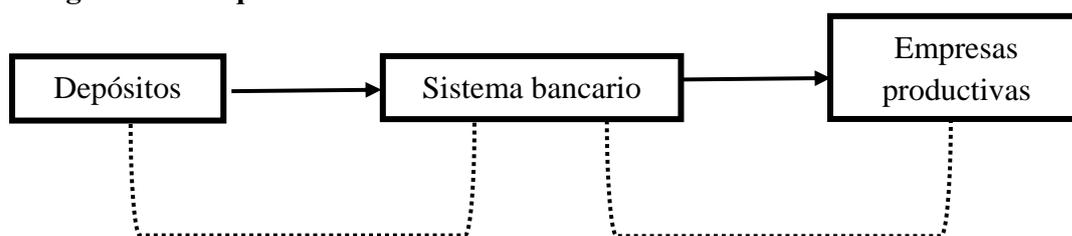
Para Minsky, los problemas inflacionarios de la deuda son agravados por las reacciones de las instituciones, por lo que las decisiones de los encargados de política económica no siempre ayudan a contener el problema ante una posible crisis en la economía (Minsky, 1992: 1). En este sentido, la fuente de financiamiento y el uso que se le da puede ser un factor importante para causar una inestabilidad en la economía.

En *The Financial Instability Hypothesis* (1992), se da gran relevancia al comportamiento del dinero, las deudas en la economía y la inversión, por lo que se maneja un esquema contable de flujo de entradas y salidas, ya sean compromisos adquiridos en una serie temporal que en un futuro – dado que se destinaron para la inversión – traigan consigo un flujo de entrada de efectivo o únicamente sean un compromiso a pagar (Minsky, 1992: 2). Se plantea en un principio en la hipótesis de la inestabilidad financiera (1992), un esquema básico del sistema financiero planteado. Para este esquema, Minsky explica el *velo dinerario* de Keynes, es decir, la intermediación de la banca entre los depositantes y sus clientes a quienes realiza préstamos. Éste velo dinerario es una característica de la estructura del financiamiento en la economía moderna (Keynes, 1971: 151).⁹

⁸ De acuerdo con Minsky: “la hipótesis de la inestabilidad financiera también se basa en la visión crediticia del dinero y las finanzas de Joseph Schumpeter (1934, Capítulo)”en Minsky (1992: 2).

⁹ J. M. Keynes plantea que: “Una parte considerable de esta financiación se realiza a través del sistema bancario, que interpone su garantía entre sus depositantes que le prestan dinero y sus clientes prestatarios a quienes presta dinero para financiar la compra de activos reales. La interposición de este *velo dinerario* entre el activo real y el propietario de la riqueza es una característica especialmente marcada del mundo moderno (Keynes, 1971:151). Este velo dinerario implica que el dinero en sí mismo se conecta de forma

Diagrama 2. Esquema básico del sistema financiero.
Diagrama 2. Esquema básico del sistema financiero.



Fuente: elaboración propia con base en Minsky, 1992.

En el **Diagrama 2**, se observa que los flujos de dinero son depositados primeramente al sistema bancario y en un segundo momento de bancos a empresas; en algunas fechas posteriores, de empresas a bancos y de bancos a sus depositantes (Minsky, 1992: 3). El fin de los préstamos a empresarios es la financiación de inversión, y posteriormente, se cumple con previos compromisos establecidos en el contrato de financiación. El financiamiento en la economía puede estructurarse de forma simple como compromisos de pago a futuro. Es de saberse que los bancos reciben dinero por medio de los depositantes —que pueden ser familias, empresas u otros bancos— y a su vez, los primeros prestan estos depósitos como créditos o compromisos futuros, ésta es una pequeña parte del complejo sistema.

Las relaciones económicas ahora también están basadas en relaciones financieras en donde el banquero y el empresario negocian con expectativas futuras por lo que, en palabras de Minsky, el pasado, el presente y el futuro están vinculadas por dichas relaciones cuyo vínculo se encuentra en la creación y la propiedad de activos de capital, la estructura de las relaciones financieras y los cambios en esta estructura (Minsky, 1992: 3).

Las expectativas son importantes para Minsky como en su momento lo fueron para Keynes debido a que determinarían el flujo de contratos de financiamiento a empresas, así como el precio del mercado de la tasa de interés. En un trabajo anterior a la hipótesis, el autor introduce el papel de los bancos centrales el cual no recae en estabilizar

Inter temporal a la *financiarización*. Es decir, en cuanto entra al sistema financiero de la economía, este dinero puede usarse en forma de préstamos bancarios para inversión productiva —para el caso de las empresas o el gobierno— o en forma de una hipoteca —para el caso de las familias— en un lapso de tiempo indeterminado, de este modo, el retorno monetario del préstamo se enlaza al futuro como una expectativa positiva que posibilite su regreso final por medio de la intermediación bancaria que por cierto, cobraría la garantía ante el riesgo de prestar ese dinero pero con la certeza de su retorno.

la economía sino en actuar como prestamista de último recurso ante una posible inestabilidad (Minsky,1957).

En la economía actual, el aumento o descenso de la deuda –el crédito– se puede extender sin control (Minsky, 1992: 1), para evitar ello la intervención del gobierno no ha sido efectiva durante la historia de las crisis. La hipótesis principalmente muestra un esquema de financiamiento que da importancia –principalmente– a un esquema contable de liquidez, es decir, deuda que puede tener una economía capitalista con un sistema financiero desarrollado. En la economía capitalista con un sistema financiero sofisticado o desarrollado, el intercambio monetario es una de las claves, es decir, el flujo del dinero presente por dinero futuro, o créditos que pagan los bienes, servicios y recursos necesarios para la inversión de la producción futura y el desarrollo pleno de familias, gobierno y unidades internacionales.¹⁰ El dinero futuro, como lo llama Minsky, se puede expresar como las ganancias que se obtendrían por la inversión previa (Minsky, 1992: 2), básicamente, las ganancias, que devienen del proceso de inversión, las obtienen las empresas dueñas de la maquinaria, el equipo, los edificios, las tierras o también conocidos como activos de capital, ésta inversión - como fue señalada – en su momento se realizó por medio de deuda, es decir con pasivos adquiridos por parte de los dueños y socios, por lo que el dinero aportado para el funcionamiento de la empresa o capital social de la misma estaría conformada por deuda también conocida como pasivos.

A diferencia de Schumpeter, quien considera el acceso al crédito como un derecho del empresario, Minsky realiza un salto abismal en el análisis de la deuda en una economía, debido a que explica una realidad económica en la que las empresas no son las únicas que acceden al sistema financiero –empresarios capaces de innovar, recordando el planteamiento de Schumpeter–, sino que el conjunto de familias, gobiernos así como unidades internacionales, acceden a este sistema de financiamiento debido a sus necesidades y capacidad de endeudamiento, por lo que pasa de ser un sistema de financiamiento único para la inversión productiva a ser un sistema de financiamiento para la inversión, la deuda, adquisición de bienes de consumo de gran valor, etc. (Minsky

¹⁰ Algo similar a lo que planteaba Schumpeter, sin embargo, Minsky toma en cuenta a otras unidades de la economía y no se enfoca únicamente en los empresarios, quienes fueron foco de atención para el primer autor. En este sentido, el desarrollo de la teoría minskyana es más completo pues se asemeja aún más a la realidad del sistema económico actual.

1992:4), además, en ésta nueva estructura de financiamiento también entran nuevos actores intermediarios.

Las familias adquieren, por ejemplo, tarjetas de crédito principalmente para adquirir bienes que están fuera de sus posibilidades cotidianas de solvencia inmediata, es decir, adquieren viajes, casas, autos, y debido a la pérdida del poder adquisitivo durante los últimos cien años, también se endeudan para poder adquirir bienes tan básicos como comida o servicios tan indispensables como educación y salud, que aunque existen sistemas públicos la tendencia por la privatización de los servicios básicos aunado a que los derechos laborales se han reducido ha llevado a una mayor división social así como a una baja en la calidad de la salud y educación pública, por poner dos ejemplos.

Por otro lado, Minsky (1992) también contempla la deuda de los gobiernos pues estos la adquieren, por ejemplo, para la construcción de infraestructura, y por último retoma la internacionalización de las finanzas – de lo cual Marichal habló en su libro de *Nueva historia de las grandes crisis financieras* (Marichal, 2010) y que tomará lugar en el segundo capítulo del presente trabajo –. Con relación a lo anterior, el autor interpreta que una creciente complejidad de la estructura financiera, en relación con una mayor participación de los gobiernos como agentes de refinanciación para las instituciones financieras, así como las empresas comerciales ordinarias, pueden hacer que el sistema se comporte de manera diferente que antes (Minsky, 1992: 5).¹¹ En este sentido, recalca la importancia de los gobiernos como agentes claves para el refinanciamiento de las deudas por medio del refinanciamiento a la banca y empresas, por lo que la economía capitalista cambiaría a comparación de otros momentos. No todas las acciones de los gobiernos devienen en buen comportamiento económico por lo que este tipo de intervención podría causar crecimiento con inflación

Supone que la estructura de financiamiento toma un mayor grado de complejidad, sin embargo, su esencia sigue siendo la misma, es decir, las ganancias que son lo que

¹¹ Empleando las palabras de Minsky: “Una creciente complejidad de la estructura financiera, en relación con una mayor participación de los gobiernos como agentes de refinanciación para las instituciones financieras, así como las empresas comerciales ordinarias (que son características marcadas del mundo moderno), pueden hacer que el sistema se comporte de manera diferente que antes. En particular, la participación mucho mayor de los gobiernos nacionales para asegurar que las finanzas no se degeneren como en el período 1929-1933 significa que la vulnerabilidad a la baja de los flujos de beneficios agregados ha disminuido mucho. Sin embargo, las mismas intervenciones pueden inducir un mayor grado de sesgo al alza (es decir, inflacionario) en la economía. A pesar de la mayor complejidad de las relaciones financieras, el determinante clave del comportamiento del sistema sigue siendo el nivel de ganancias”. (Minsky, 1992: 5).

definen la capacidad de pago en la estructura de financiamiento capitalista planteada en su hipótesis. De este modo, Minsky retoma la idea de Kalecki (1965) y de Levy (1983) para la hipótesis de la inestabilidad en donde la propia estructura de la demanda agregada va a determinar a las ganancias por lo que las ganancias equivaldrán a la inversión total de la economía, por lo que si la inversión está compuesta de deuda, es decir, créditos y de forma contable pasivos, las ganancias en realidad se traducirían en el pago del contrato adquirido por la economía en el pasado (Minsky, 1992: 5).

En pocas palabras y sintetizando la explicación anterior, su trabajo de 1992 retrata el impacto y comportamiento de la deuda, suponiendo que los bancos buscan el beneficio por medio de la actividad financiera y considerando a los banqueros como cualquier otro empresario —retomando a Schumpeter con el empresario como primer actor, sin embargo, Minsky le da un giro y no lo centra como el verdadero y único en la explicación del comportamiento de la economía— que son conscientes de la innovación provocando un *boom* que les llevaría a una ventaja en la búsqueda de las ganancias por lo que los banqueros son comerciantes de deuda que se esfuerzan por innovar en los activos que adquieren y los pasivos que comercializan (Minsky, 1992: 6).

A continuación, se explicará el análisis de los tres tipos de estructuras de financiamiento en la economía capitalista que Minsky expone en obras como *Debt and business cycles* (1990) y *The Financial Instability Hypothesis* (1992).

a) transición de los tres tipos de financiación según Minsky, al estallido de una crisis financiera.

Para el autor (Minsky, 1990a: 26), la liquidez explica el momento de financiamiento histórico en el que se puede encontrar una economía capitalista, por ejemplo, en una economía estable y con crecimiento de las empresas —incluyendo los bancos—, junto a una estabilidad en las familias, caracterizaría a un tipo de financiamiento de cobertura o *hedge financing*. Es decir, la economía tiene un proceso de financiamiento por medio de sus propios recursos, sin necesidad de recurrir al crédito —la deuda— por lo que las unidades económicas —familias, empresas y gobierno— pueden responder a sus obligaciones financieras con la entrada de los flujos de caja ya que estos representan un número mayor respecto a sus pasivos.

En este escenario, la confianza en la economía es muy alta por lo que tanto las empresas y las familias se sienten seguras para invertir —tanto para Keynes (1936) como

para Minsky invertir es especular debido a que no se tiene certeza de lo que pudiese suceder el día de mañana y consecuentemente el retorno de las utilidades es incierta— y realizan esta actividad ya no sólo con sus propios recursos sino también con recursos de terceros por lo que recurren al financiamiento, en este sentido, existe cierta relajación de mantenerse cubiertos, por lo que la economía transita al financiamiento especulativo o *speculative financing* (Minsky, 1990a: 26) que consiste en el proceso de inversión de 1 a 1, es decir, que por cada peso invertido se tiene un flujo monetario de entrada equivalente a dicha salida.

Ante un aumento en las tasas de interés o una caída significativa en el ingreso, las unidades de financiamiento especulativo transitan a unidades ponzi¹² las cuales consisten en pedir prestado para invertir, sea en el mercado de capitales, de bonos o de forma directa. Debido a que no es una sola empresa la que pide préstamos para llevar a cabo su proceso productivo o actividades en el mercado de capitales, y ante las buenas expectativas que quedaron rezagadas de la economía estable y cubierta, los bancos comienzan a prestar a todos los agentes que lo pidan, más allá de que lo requieran — familias, empresas y gobierno— llevando a un sentimiento de éxtasis y euforia positiva. Para este momento la economía transita a ser una economía endeudada y que, ante la declaración de quiebra de un agente o conjunto de ellos, se puede producir un efecto dominó, dejando vulnerables a quienes hayan entrado en el juego especulativo. La fragilidad de una economía se verá reflejada debido al tipo de unidades que existen en la misma, por lo que ante un mayor número de unidades especulativas y ponzi¹³ mayor será la fragilidad e inestabilidad de dicha economía.

Minsky (1990b y 1993) plantea cuatro etapas durante la transición histórica del capitalismo. En este sentido, tanto el objeto, la fuente y el tipo de financiamiento así como las relaciones de poder en la economía debieron haber transitado a lo que hoy se conoce. El **Cuadro 1** ejemplifica las cuatro distintas etapas del financiamiento, en la primera etapa

¹² Un ejemplo que pone Minsky en *Debt and business cycles* (1990a) como tipo de unidad especulativa son los bancos comerciales debido a que cualquier unidad que financie sus activos a largo plazo con deuda de corto plazo los hace merecedores de ser unidades especulativas. En este sentido, se concuerda con dicho análisis y se abrirá su argumentación en capítulos posteriores del presente trabajo.

¹³ Charles Ponzi, mejor conocido como Carlo Ponzi, participó en el auge especulativo a lo largo de la década de 1920 y en palabras de Galbraith (1955: 19), “descubrió unos terrenos cerca de Jacksonville, situado a unas sesenta y cinco millas al Oeste de la ciudad. (Hay que reconocer el fanatismo de Ponzi por las buenas y compactas vecindades, pues vendió veintitrés parcelas por acre.)”; éste audaz estafador de origen italiano también creó un esquema de venta de estampillas postales, a él se le atribuye el llamado esquema ponzi enunciado por Minsky.

llamado Capitalismo comercial, se financiaban los procesos productivos, es decir la creación de bienes así como su debido almacenamiento, en este sentido, la banca comercial y mercantil cubría una parte del financiamiento, sin embargo, los dueños usaban en su mayoría sus fondos para adquirir bienes de capital.

| Cuadro 1. Etapas de transición histórica en el capitalismo según Minsky. | | | | |
|---|--|---|--|---|
| Etapa | Objeto de financiamiento | Fuente de financiamiento | Tipo de financiamiento | Equilibrio de poder económico entre empresas |
| Capitalismo comercial | Bienes en proceso y almacenamiento | Bancos comerciales y mercantiles | Financiamiento cubierto debido a que los propios dueños usaban sus fondos para adquirir bienes de capital. | El poder económico se encontraba fragmentado |
| Capitalismo financiero | Establecimiento y expansión de ferrocarriles, fábricas y empresas dedicadas al sector industrial | Surgimiento de banca de inversión y grandes corporaciones | Se transitaba entre financiamiento cubierto y especulativo | Los banqueros de inversión ocuparon un lugar importante |
| Capitalismo gerencial | Revitalización de la macroeconomía | Se focalizó del sector privado al gobierno federal | | Mercados oligolíticos operados por gerentes corporativos |
| Capitalismo administrado r de dinero | Tenencias de activos de individuos y organizaciones, es decir, productos financieros | Proveniente de sueldos y salarios de trabajadores | Evolución a un sistema financiero frágil | Crecimiento de fondos de pensiones, mutuos, fiduciarios y otros administradores de dinero |
| Fuente: elaboración propia con datos de Minsky (1990 y 1993) en Whalen 2010. | | | | |

La segunda etapa se denomina Capitalismo financiero en la cual el surgimiento de la banca de inversión y grandes corporaciones tomó relevancia para el financiamiento de ferrocarriles, fábricas y empresas dedicadas al sector industrial. La tercera etapa comprende al capitalismo gerencial ubicada de forma histórica en la época del *New Deal* y la posguerra (Whalen, 2010: 6), en esta etapa se focalizó el financiamiento del sector privado al gobierno con el fin de contrarrestar los resultados físicos que había dejado la guerra. La última etapa comprende al éxito capitalista y a la entrada de nuevos actores financieros como lo son los fondos de pensiones, , mutuos, fiduciarios, entre otros que se encargarían por medio de nuevos instrumentos financieros – innovaciones tecnológicas aplicadas al sector financiero – a financiar activos no tangibles y altamente especulativos.

El sistema financiero no es exclusivo para las empresas, dentro de este sistema, como ya se hay mencionado, por lo que las familias y el gobierno también adquieren deudas tanto a corto como largo plazo.

Minsky (1992) considera que los bancos son empresas que buscan beneficios, en este sentido, estos no los obtendrán a menos que la inversión que realizaron — es decir, los préstamos — sean una inversión efectiva que garantice los beneficios futuros, sin embargo, y como ya se ha explicado, el retorno de la inversión junto con las utilidades es incierta y la búsqueda de los bancos por el beneficio propio es una de las claves para que la economía transite dentro de los tres tipos de financiamiento, ante lo anterior y en el

supuesto de que la economía está regulada por el Banco Central, existen dos formas en las que en la economía endeudada reviente una crisis financiera:

La primera forma es que la propia economía reviente sin la intervención del regente de la política económica, es decir, hoy en día una economía puede verse afectada por shocks externos, desaceleraciones en la economía, reducción o caída del precio en algún bien de capital o tan simple como la declaración masiva o de dominó de quiebra en la economía.

La segunda forma es que ante la fiesta especulativa y ponzi en la economía, el Banco Central decida aumentar su tasa de interés con el fin de detener la entrega de préstamos, sin embargo, esto significa aumentar todas las tasas de interés por lo que las deudas también aumentan y se pueden volver impagables, por ejemplo, en el sector hipotecario las familias devolverían sus viviendas y los bancos podrían volver a vender sus hipotecas, el problema surge cuando todos quieren vender el mismo producto, o deshacerse de ellos por lo que estalla la crisis y puede surgir la deflación como lo marca Fisher (1933).

1.2.3.- Sistema financiero endógeno.

A diferencia de la ortodoxia donde la creencia de que el dinero es únicamente creado, introducido y regulado por medio de una sofisticada base monetaria del Banco Central, en la realidad no es así. Existen distintas formas en las que el dinero puede ser creado más allá de la “máquina de impresión” de billetes y monedas que convencionalmente tendría un Banco Central. Galbraith describe tres formas en las que el dinero es creado: En primer lugar, el dinero puede ser creado por las casas de Moneda; en segundo lugar, por medio del Tesoro o Ministerio de Dinero, en este sentido también podría agregarse que por medio del Banco Central; y por último, por medio de los bancos haciendo referencia a toda la banca exceptuando a la Central (Galbraith, 1975: 29).¹⁴

De este modo, el sistema financiero en la economía sería endógeno. Aunado a las características innovadoras de los banqueros y del surgimiento de nuevos actores en el

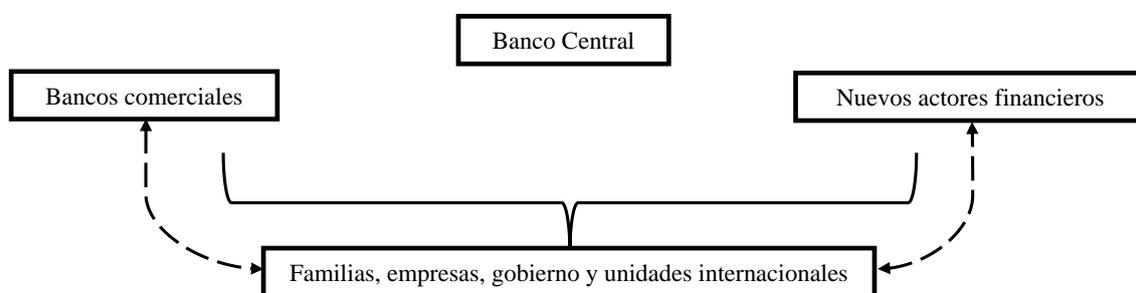
¹⁴ De acuerdo con Galbraith: “Hay tres progenitores del dinero: las casas de la Moneda, las Secretarías del Tesoro o Ministerios de Hacienda –que son la fuente del papel moneda–, y los Bancos de diversas clases. Por derecho de precedencia, los Bancos vienen después de las casas de la moneda y responden, como éstas, a una idea muy antigua” (Galbraith, 1975: 29). Galbraith dedica todo un libro para hablar sobre el dinero (Galbraith, 1975), y en este sentido, el capítulo tres y cuatro de dicha obra habla exclusivamente de los Bancos y del Banco, en donde de forma anecdótica, el autor se remonta a los inicios más primitivos de la creación de los Bancos en el mundo.

sistema financiero, éste sector sufre cambios. Las nuevas unidades son capaces de “emitir” su propio dinero por medio de deuda, por lo que el Banco Central ya no es el único capaz de crear dinero, aunado a que el regente de la política monetaria pierde la capacidad parcial de restringir la oferta monetaria –también llamada base monetaria–, con lo anterior, el dinero en el sistema económico pasa a ser endógeno debido a que su oferta ya no es exclusivamente emitida por el Banco Central sino que ahora participan nuevos y diversos actores en compañía con los ya existentes, contrario a lo que marca la teoría ortodoxa (Minsky, 1992: 6).

El sistema financiero endógeno podría contribuir con el crecimiento de la inestabilidad, es decir, cuando una economía creciente tiene diversos actores con distintos tipos de financiamiento y un constante aumento/descenso en la creación de dinero dentro de la economía, los mismos actores “bajan la guardia” respecto a endeudarse como a ser prestamistas por lo que las características o perfiles bajan en un primer momento a financiamiento especulativo y así pasando a un sistema de financiamiento meramente ponzi en el que de forma piramidal o de dominó, ante cualquier incumplimiento de pago, el propio sistema se caería.

Diagrama 3. Sistema financiero endógeno.

Diagrama 3. Sistema financiero endógeno.



Fuente: elaboración propia con base en Minsky (1992).

En el **Diagrama 3**, podemos observar el nuevo sistema financiero endógeno el cual pone al Banco Central como primer actor en la emisión monetaria, sin embargo, tenemos también a la banca comercial y a los nuevos actores financieros los cuales tienen contacto directo con las familias, empresas, gobierno así como unidades internacionales, a las cuales financian y con las que crean contratos de deuda o bien, depósitos, entre otras nuevas formas de relaciones las cuales serán abordadas en el capítulo 2 del presente trabajo.

Kregel sigue el hilo de la deflación de la deuda expuesto por Fisher (1933), en un primer momento el cual aborda Minsky (1992) posteriormente en el cual explican que ante la falta de incumplimientos de pago de deuda por parte de los deudores y la abstención de prestamistas ante emitir nuevos créditos, los segundos intentan vender sus activos para pagar sus pasivos – sus propias deudas -, se crea un espiral en donde tanto prestatarios, inversionistas y deudores intentan cubrirse para asumir de la mejor forma sus compromisos sin embargo, éste pánico hace que los precios de activos caigan de forma que ninguno puede cubrirse ni cumplir sus compromisos adquiridos (Kregel, 2006: 219).

1.3.- Conclusiones parciales del capítulo.

Por un lado tenemos a un Schumpeter darwinista, es decir, un Schumpeter que ve la vida de las empresas guiadas por la ley del más fuerte y a la destrucción creativa como un fin necesario para la creación de la dinámica en la economía. El empresario, no cualquier empresario, más bien el innovador y el fuerte económicamente hablando. De este modo, el empresario que tiene la posibilidad de crear nuevas tecnologías y echar a andar a la economía por medio de su capacidad de endeudamiento, como un impulsor del espíritu de la creación con lo que sin él, el ciclo económico no podría seguir e iniciar un nuevo ciclo, por lo que la crisis es el síntoma no de un momento “malo” o por el cual se debe alarmar, más bien es por el cual, las empresas que no pueden mantenerse en función deben morir o ser absorbidas por una empresa más fuerte e innovadora; esto puede ejemplificarse con la banca. Es decir, ante momentos de crisis o de malestar económico, suelen haber fusiones, adquisiciones o bancos en bancarrota como se vio en la crisis de 2007.

Schumpeter concluye, tanto en su libro de *Ciclos económicos: Análisis teórico, histórico y estadístico del proceso capitalista* (1939) y principalmente en su *Teoría del desenvolvimiento económico* (1912), que las crisis, aunque sean meramente económicas, no necesariamente devienen únicamente de dichos tipos de procesos sino también pueden ser causados por procesos políticos, sociales, entre otros. Por otro lado, se puede aumentar la visión de que una crisis económica puede devenir de procesos ambientales – tanto de cambio climático como de catástrofes – y que en su conjunto o bien, de forma separada, pueden provocar una crisis tanto en un país como en una región.

En segunda instancia y a diferencia de Schumpeter, tenemos a Minsky que aunque retoma partes de la estructura de la visión de su maestro, no considera únicamente la

dinámica de la economía gracias a un empresario, para él, la dinámica se define por la estructura de pasivos y de la capacidad de solvencia de las empresas, familias y gobiernos, es decir, por la capacidad de endeudamiento del conjunto de la economía. Aunado a lo anterior y por medio de trabajo empírico – como lo retrata en *Central Banking and Money Market Changes* de 1957 – considera la existencia de un Banco Central, es decir, del regulador por excelencia del sistema financiero cuyo papel aun da más allá de la regulación se centra en ser el “prestamista de última instancia” ante dificultades de liquidez y solvencia en la economía, empero, también toma en cuenta la deficiencia de los bancos centrales para controlar en la realidad la oferta monetaria debido a que también contempla la existencia de nuevas unidades capaces de emitir oferta monetaria sin la necesidad del Banco Central. La teoría que Minsky podría considerarse que no depende de choques exógenos necesarios para generar ciclos comerciales de diversa gravedad, él sostiene que los ciclos económicos de la historia se componen de (i) la dinámica interna de las economías capitalistas, y (ii) el sistema de intervenciones y regulaciones diseñadas para mantener a la economía operando dentro de límites razonables (1982: 8).

Por otro lado, ambas teorías contemplan a la innovación tecnológica como factor impulsor, en tanto Schumpeter lo considera como factor directo de la dinámica del ciclo, Minsky considera las innovaciones en el sistema financiero como catalizadores de irregularidades en la expansión monetaria y crediticia lo que aunado a la estabilidad crea su propia inestabilidad y concluye en crisis económica como se ha visto en los últimos cien años en Estados Unidos y principalmente en el *boom* tecnológico y desregulatorio que precedió a la crisis económica de 2007 tema que se abordará en el capítulo 2 de la presente investigación.

Capítulo 2. Contexto histórico y análisis de la Crisis subprime de 2007.

En el presente capítulo se expone un breve análisis de la crisis *subprime* en Estados Unidos, para ello, el primer sub apartado contempla un análisis histórico de 100 años desde el pánico bancario de 1907 que desembocó indirectamente en la creación de la *Federal Reserve* de Estados Unidos (*FED*), posteriormente se retomará el *crack* de 1929 y la *Ley Glass Steagall* pasando por una serie de regulaciones y desregulaciones que existieron en la banca y sistema financiero en Estados Unidos, se hará una breve mención del rompimiento del *Bretton Woods* y la creación de la *Ley Gramm Leach Bliley* terminando con las aristas de la crisis *dot com* con el fin de dar un contexto histórico y poder abordar teórica e históricamente el preludio e influencia para la crisis *subprime* de 2007.

En un segundo apartado se analiza a mayor profundidad el sistema bancario y financiero que se conformó en Estados Unidos así como su contexto previo a la crisis de 2007, se toma en cuenta la desregulación en ambos sectores y se ahonda en los instrumentos que posibilitaron la inestabilidad en Estados Unidos y el surgimiento de las nuevas unidades conocidas como *Shadow Banks* con su correspondiente incidencia en la crisis.

En el tercer subapartado se explica la intervención de la *FED* junto con su importancia durante la crisis económica de Estados Unidos en 2007; el cuarto sub apartado comprende las conclusiones parciales del presente capítulo.

2.1.- Antecedentes: sistema financiero y marco regulatorio en el siglo XX.

La historia de Estados Unidos es una historia compleja y con muchos matices, el lado económico no es la excepción y específicamente la historia de su banca y sistema financiero puede llegar a ser de las aristas estadounidenses más complejas pues no sólo definieron el rumbo de lo que representa hoy en día Estados Unidos para el mundo, sino que son pieza clave en sucesos que han tenido impacto a nivel internacional, tanto por contagios como por referencia a la hora de llevar la regulación/desregulación financiera. En el presente sub apartado se da un breve recuento histórico desde la creación de la *FED* hasta los distintos momentos en que se reguló y desreguló el sistema financiero y la banca en EUA, pasando por la crisis de 1929, para culminar con la *Ley Gramm–Leach–Bliley* y la crisis *dot com* como marco de referencia histórico y de antecedentes para la crisis de 2007.

2.1.1.- El pánico de los banqueros en 1907.

La crisis de 1907 o también llamada “el pánico de los banqueros” surgió en Estados Unidos de América donde entre marzo y octubre existió una caída del 51% en la bolsa de valores de dicho país respecto al año anterior. Aunque autores como Carlos Marichal, argumentan que el debilitamiento fundamental se tuvo desde mayo del mismo año (Marichal 2002: 1). Debido a que las expectativas en la economía no eran las mejores, existió una retracción en la liquidez del mercado, es decir, ante la pérdida de la confianza en la economía existió una retirada masiva de dinero por parte de los bancos, comercios y familias quienes expresaron la tan llamada *preferencia por la liquidez*¹⁵ para cubrirse a sí mismos. En ese entonces, había problemas de especulación en tres sectores: i) el accionario, ii) el ferroviario y iii) el minero.

La caída en la bolsa de valores en mayo de 1907 impulsó el motor para que el pánico se trasladara al sector ferroviario que se instalaba en México y que tuvo una caída en sus acciones provocando una caída en retorno hacia la bolsa de Nueva York. Lo anterior se puede relacionar a su vez con el proceso de globalización financiera y tecnológica de esta época¹⁶ –aunque Inglaterra seguía siendo la hegemonía internacional, financiera y tecnológica–.

Respecto al sector minero y sobre todo en el mercado del cobre, existió una constante pelea entre Fritz A. Heinze quien quería monopolizar este mercado y John D. Rockefeller, un afamado magnate de la época. En un intento por debilitar a su contrincante, Rockefeller vendió millones de libras en cobre lo que provocó que cayeran las acciones de este sector (Marichal 2010: 73) y a su vez, afectando al sector ferroviario.

Por último, pero no menos importante –aunque menos estudiado– fueron los *trust companies* los cuales, se podrían comparar con los fondos de inversión libre o *Shadow*

¹⁵ La preferencia por la liquidez según Keynes es “resultado de la incertidumbre respecto del futuro de la tasa de interés” (Keynes, 2003: 175). Es decir, la preferencia por la liquidez es la preferencia de las personas por el dinero físico, principalmente expresado en monedas y billetes como reacción ante la falta de certidumbre de las expectativas en la economía. Lo anterior sucede debido a que de ésta forma, las personas pueden asegurar el acceso para adquirir bienes de consumo inmediato.

¹⁶ A partir de 1900 la expansión de tecnologías e infraestructura, como los sistemas de telégrafos y ferrocarriles, la modernización de puertos, la creación de compañías de seguros financieros, bancos, entre otros, movían flujos internacionales de inversión. En este sentido, de acuerdo con Marichal (2010: 73), Norte América recibió aproximadamente 100 millones de libras para 1913 como entradas de capital para inversión.

*Bank*¹⁷, que funcionaban sin ningún tipo de regulación y se dedicaban a herencias, legados, entre otros.

El colapso se provocó debido a la retirada masiva de inversionistas en los principales bancos, debido a la especulación, lo que provocó que bancos como el *Knickerbocker Trust Company*, fundado en 1884, no pudieran sostenerse por lo que fue el escenario perfecto para que el pánico estallara, sin la posibilidad de que el prestatario de última instancia —El Banco Central— interviniera debido a que la *FED* aún no existía, eso también podía explicar el porqué de la desregulación en el sistema accionario. Debido a la falta de un Banco Central, J.P. Morgan organizó un comité de banqueros para poder proporcionar liquidez a la economía con el fin de dinamizar los mercados, aunado a lo anterior, en total se depositaron cerca de 35 millones de dólares evitando así la caída masiva de los *trust companies* (Marichal, 2010: 74).

2.1.2.- Surgimiento de la FED (1913).

La Reserva Federal de Estados Unidos tiene sus antecedentes en pánicos bancarios, cambios en la preferencia por la liquidez como consecuencia de la falta de confianza en el sistema financiero de finales del siglo XIX y principios del siglo XX así como dos Bancos Centrales que le antecedieron: *The First Bank* y *The Second Bank*, los cuales tuvieron un alto impacto, estuvieron inmersos en guerra contra Inglaterra (Rojas, 2014) y pusieron en jaque la desregulación en el sector bancario. El ultimátum y la muestra clara de la necesidad de un Banco Central fue el pánico vivido en 1907 debido a que se demostró la falta de regulación financiera y bancaria, aunado a una necesidad de inyección de liquidez que fue solventada por un conjunto de banqueros liderados por J.P. Morgan.

A partir de 1908, se propusieron distintos planes, desde el plan *Aldrich* hasta el *Vanderlip*, pasando por la Cámara de Representantes como la del Senado; se proponía la creación de un Banco Central con distintas sedes, con formación de su capital tanto privado como federal, con una suscripción de los bancos comerciales al Banco Central así como con la facultad única de emitir papel moneda respaldada en activos comerciales y oro. La tarea fue llevada a cabo por especialistas que estudiarían los distintos sistemas

¹⁷ Los *Shadow Bank* en palabras de Gómez (2017): son instituciones clave en el surgimiento de la inestabilidad financiera. Abordaremos con detalle éstas entidades en el **apartado 2.2.2** del presente trabajo.

financieros ya implantados en otros países (Marichal, 2010: 78). Ésta tarea se llevó a cabo de 1908 a 1913 con distintos informes del *National Monetary Commission*.

El 23 de diciembre de 1913 nace la Reserva Federal (*FED*) con la firma del entonces presidente Woodrow Wilson del plan *Vanderlip*. Junto con la creación del nuevo Banco Central y la aprobación de la Ley se conformó un Comité de organización integrado por el secretario del Tesoro, de Agricultura y el Contralor de Moneda (Rojas, 2014), la misión de este comité consistió en elegir las 12 sedes para las sucursales de la *FED*. En 1914, las 12 sedes fueron anunciadas, entre las que destacaban *New York* como la sede principal y con mayor capacidad debido a que se le otorgó 20 millones de dólares, la creación de la *Federal Reserve* tuvo impacto positivo al momento del estallido de la Gran Guerra debido a que ésta movió los mercados financieros internacionales (Marichal 2010, 79).

2.1.3.- Reseña del *crack* de 1929 y la Gran Depresión.

El período de la década de los 20's fue marcado por un mayor optimismo a nivel internacional. Así mismo, existió una nueva estabilidad monetaria debido al regreso de las economías al patrón oro, lo que estableció cierta persistencia para el manejo de flujos de capital y transacciones de bienes y servicios entre los países; fue una etapa de fuerte crecimiento e innovación tecnológica aunado a un ambiente de confianza y emisión de crédito bancario que desembocó en las industrias eléctrica, química, petrolera y automotriz. De igual forma, en Estados Unidos existió un auge en industrias de bienes de consumo y entretenimiento debido a la expansión de las redes eléctricas (Marichal, 2010: 102). El apogeo de empresas e industrias estadounidenses llevó a un aumento en la venta de acciones y bonos en *Wall Street*. Aunque la sede de grandes bancos en *New York* comenzaba a tener fuerza, a diferencia de la crisis *subprime* – como se abordará más adelante –, en este momento de la historia, Inglaterra se colocaba como centro financiero internacional, no obstante, empresas pioneras de distintas disciplinas en Estados Unidos hicieron posible que los productos americanos tomaran posición por lo que la venta de acciones americanas se volvió popular dentro del país lo que a su vez, inundaba de financiamiento el proceso de innovación tecnológica en la industria americana.

Tanto el mercado de consumo como el inmobiliario tomaron fuerza para el crecimiento de Estados Unidos durante la década de los 20's. Aunque la producción y el empleo eran altos y aumentaban constantemente, el salario no lo hacía con el mismo

ritmo. Buena parte de la población de Estados Unidos era aún muy pobre, principalmente en el sur. En contraste al crecimiento y desarrollo que se vivía en estados del norte del país, existía una constante desigualdad entre los pobres y los ricos, en palabras de Galbraith (1955), aunque muchas personas eran todavía muy pobres, los acomodados confortablemente, los prósperos y adinerados, eran más ricos que nunca. En la realidad el capitalismo Norteamérica no pasaba indudablemente por una fase muy vigorosa.

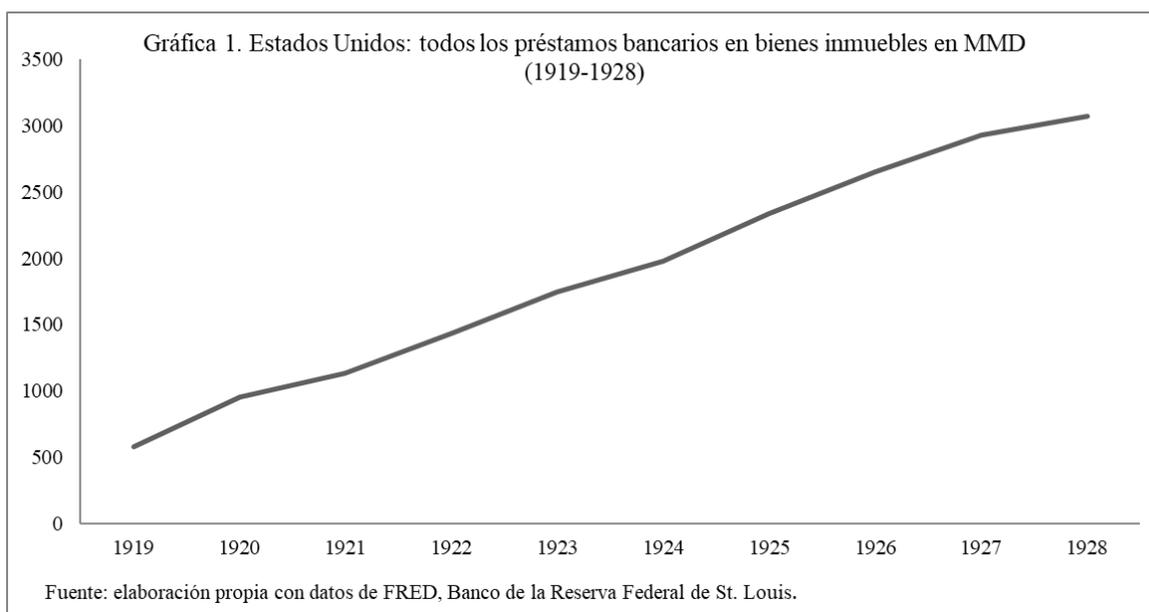
Durante la mitad esta década, existió un auge inmobiliario en Florida, principalmente en Miami, Miami Beach, Coral Gables, la costa este hasta Palm Beach al norte y las ciudades a orillas del Golfo, en donde se gestó el negocio de los bienes raíces. En él se dieron cita todos los elementos clásicos de la excitante burbuja especulativa (Galbraith, 1955: 17). El rápido aumento de la población estadounidense y la búsqueda por la comodidad y el lujo fueron factores por los cuales nuevas zonas que antes eran inhabitables se volvieron foco de atención para la venta y a su vez la subsecuente especulación por medio de inmobiliarias. A diferencia de ciudades en el noroeste de Estados Unidos, Florida carecía de buen servicio de transporte y de servicios domésticos sofisticados como los que se tenían en grandes ciudades del noroeste, sin embargo, su atractivo era paradisiaco con un clima cálido, aunado a las rentas que eran mucho menores; un claro ejemplo es la venta de acres cercanos a zonas costeras en Florida y el surgimiento de los Ángeles en el mismo estado. No obstante, eran zonas inhóspitas con poco acceso carretero y grandes zonas con manglares, las inmobiliarias no tardaron en venderlas como zonas potenciales para casas de verano cercanas a la playa.

El mecanismo por el cual se repartieron las tierras en Florida para su consecuente aumento de valor día a día fue por medio de la parcelación de tierras. Es decir, la división de los terrenos en dos o más terrenos independientes, junto a lo anterior, se realizaban pagos de al menos el 10% del valor inicial, según Galbraith (1955). El autor describe un ferviente sentimiento de los estadounidenses por hacerse ricos sin realizar esfuerzo físico.¹⁸ A mediados de 1925, los precios comenzaron a aumentar como consecuencia de

¹⁸ De acuerdo con Galbraith: “los diez buenos años veinte habían de pagarse con diez malos... en los treinta” (Galbraith, 1955: 17). Ésta cita nos recuerda al esquema de estabilidad de la economía construido por Minsky (1990 y 1992) en donde explica que cuando las economías se encuentran estables y desarrolladas, las unidades económicas como familias, empresas e incluso el propio gobierno suelen bajar la guardia en cuanto a su liquidez –como se vio en el segundo sub apartado del primer capítulo de la presente investigación– por lo que el endeudamiento de dichas unidades busca un mayor rendimiento lo que genera especulación. A lo anterior se puede sumar también burbujas generadas por la especulación lo que culmina con la explosión de las mismas en una crisis. Por otro lado, este sentimiento puede asociarse al sentimiento

la nula llegada que los trenes que transportaban las materias para la construcción de la urbe en la Florida pues se negaban a llevarlos. Aunado a lo anterior, durante algunos meses de 1926, la fiebre por el auge inmobiliario se disipó lo que bajó sus expectativas y a su vez el crecimiento en los precios de los terrenos; la disminución por la especulación de las propiedades se puede relacionar con los dos huracanes que devastaron en otoño de 1926 tanto a los terrenos como a la población que comenzaba a establecerse (Galbraith 1955: 20), por lo que el atractivo paradisiaco y relajante se disipaba perdiendo así el interés de la población por seguir especulando.

La **Gráfica 1** muestra el aumento en los préstamos bancarios usados en bienes raíces. En este sentido, se puede apreciar que previo a la crisis de 1929, se tuvo un auge en el sector inmobiliario así como un auge en préstamos dirigidos a la compra de bienes inmuebles. La gráfica se puede relacionar con el proceso de especulación que se tuvo en los predios vírgenes de Florida durante los años veinte.

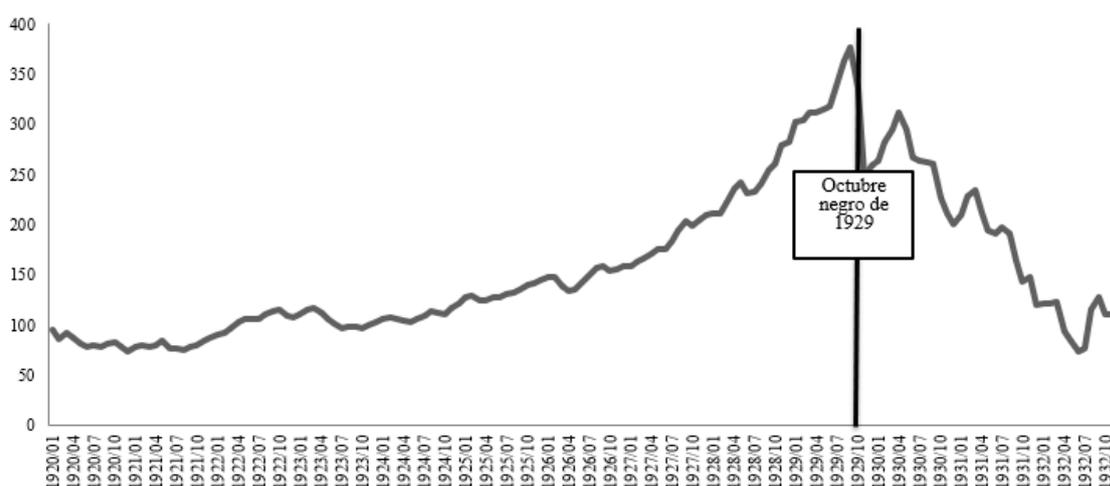


Los estadounidenses en vez de haber aprendido del pésimo final del auge especulativo que se vivió en Florida durante la primera mitad de la década, se llevaron el mensaje contrario. Es decir, aprendieron de la facilidad de hacerse ricos sin mayor esfuerzo con ayuda de la bolsa (Galbraith, 1955: 21). El autor menciona que es difícil precisar cuándo comenzó la expansión de la Bolsa de los años veinte (Galbraith 1957:

y deseo de los estadounidenses más marginados por tener una casa propia y quienes fueron los más afectados durante la crisis económica de 2007-2008.

22). Sin embargo, en la **Gráfica 2** se puede observar que durante ésta década se vivió un constante crecimiento en el comportamiento de la bolsa de valores, teniendo su punto máximo en septiembre de 1929 con su dramática caída en octubre del mismo año, mejor conocida como el Octubre negro y habitualmente recordada por el fatídico final de distintos empleados, empresarios y banqueros que optaron por saltar de los novedosos rascacielos de *Wall Street* antes de aceptar su ruina financiera y deudas que tenían con la sociedad que apostaron en el mercado.

Gráfica 2. Comportamiento real de la bolsa de valores de Nueva York, 1929- 1932(Promedio mensual de los valores diarios al cierre del índice de S&P).



Fuente: elaboración propia con datos de Robert J. Shiller, "Stock market data", Irrational Exuberance en Marichal (2010). Princeton:

También se puede observar la caída de la bolsa durante 1926¹⁹ debido al descenso en el auge especulativo de bienes raíces que se vivió en Florida. Otro factor que influyó en la caída de la bolsa durante el 26 se debe a que existieron dudas respecto al crecimiento del mercado en el año anterior, lo que explotó en incertidumbre y desacreditación por el aumento rápido e "injustificado" de los precios de los activos (Galbraith, 1955: 23).

Posterior a la leve caída de 1926, el aumento en la bolsa no dejó de parar hasta 1929, como se puede ver en la **Gráfica 2**, teniendo su mejor momento entre finales

¹⁹ En el ámbito internacional, las primeras señales fuera de Estados Unidos se vivieron en la bolsa de Berlín (Alemania), en palabras de Marichal (2010), con el desplome del 13 de mayo de 1927, con ello algunos de los principales banqueros de las economías centrales acordaron la disminución de las tasas de interés con el fin de ampliar la disponibilidad crediticia. Posteriormente se vivieron caídas de las bolsas europeas comenzando en 1928 debido al desplome del imperio industrial de Alfred Lowenstein; el contagio de incertidumbre, desplomes y bancarrotas llegó a Francia (específicamente a París en 1929) y con ello una reducción en actividades de los mercados financieros europeos durante éste periodo.

de 1926 y mediados de 1929.²⁰ A medida que la bolsa iba ganando terreno en la economía, en torno suyo, se puede decir que hay hombres importantes que hacen subir y bajar las acciones a su gusto. Según se iba desarrollando aquel período de ebullición, hombres importantes fueron cada vez más omnipotentes desde el punto de vista popular o, al menos, el especulativo (Galbraith, 1955: 27). En este sentido, a los compradores de activos, como sucedió en Florida con los terrenos, no era de su interés el propio activo. Es decir, para aquellos hombres, el pedazo de tierra adquirido era lo menos importante, la relevancia la tenía su constante revaloración, lo que a la larga se vuelve en una realidad un tanto ficticia inflada por la euforia del negocio y la expectativa de rendimiento sin la necesidad de esfuerzo muscular.

El aumento en la emisión de acciones y bonos fue posible debido a la dinámica de corporaciones norteamericanas incluyendo las del sector petrolero, acerero, automotriz, químico y eléctrico (Marichal, 2010: 105), junto con el sector inmobiliario que estaba ligado a algunos de los anteriores. Es decir, ante la necesidad de financiar la industria y junto a las buenas expectativas de movimiento de dinero, la inversión y el retorno “seguro” más un *plus* de ganancia, impulsaron la extensión de estos instrumentos de financiamiento dentro de la economía estadounidense.

Las buenas señales fueron otro factor fundamental que posibilitaron la inestabilidad en la economía durante el periodo de 1920 a 1929.²¹ Aunado a lo anterior, la ola de innovaciones tecnológicas facilitó el aumento de fondos de inversión en *New York*, que según Marichal (2010) pasaron de ser 40 en 1921 a 750 en 1929, lo que posibilitó la expansión crediticia. Sin embargo, éste aumento no iba dirigido a la rama productiva, los créditos emitidos fueron destinados a operaciones especulativas en la bolsa lo que contribuyó a la burbuja especulativo. El mercado de valores es un mercado complejo, empero en Estados Unidos, hasta el zapatero de *Wall Street* pudo comprar

²⁰ Aunque existió un aumento durante éste periodo, no todo iba a la alza. No todas las empresas se encontraban en plena producción, un ejemplo claro es el de Henry Ford quien cerró sus fábricas a mediados de 1927 debido a que se encontraba en un proceso de innovación pasando del *modelo T* a la creación del *modelo A*. No obstante, en vez de seguir con su producción con curso constante mientras innovaba en su área de investigación, decidió cerrar sus puertas, lo que indicaba su incapacidad de realizar las dos actividades al mismo tiempo (Galbraith, 1955: 23).

²¹ A nivel internacional también se vivió un panorama de crecimiento industrial aunado a innovaciones tecnológicas que a su vez posibilitaron el aumento del crédito y de la emisión de bonos y acciones en los mercados internacionales. Un ejemplo claro es el caso de las bolsas de Bruselas y Ámsterdam que experimentaron estabilidad posterior a su regreso al patrón oro, con ello atrajeron inversionistas de capital local y centroeuropeo (Marichal, 2010: 104).

títulos de valor con su salario y entrar en el juego especulativo que se vivió a finales de los años veinte en Estados Unidos.

Como se ha mencionado, en octubre de 1929 se vivió la caída de la bolsa de valores. La especulación y el crecimiento de la bolsa en la segunda mitad de la década de los veinte se gestó junto a la creciente y dudosa desconfianza del mercado como consecuencia de casos de corrupción impulsados por las nuevas tecnologías como las compras en corto y los *margin calls* (Bergia, 2014). Este tipo de actividades posibilitó que los inversionistas se endeudasen en sobre giro con los *brókeres*, de este modo al invertir y adquirir títulos, no tendrían que pagar el total. Para este momento, los banqueros e inversionistas no eran los únicos que se habían endeudado como causa del optimismo y relajación. Las familias también habían adquirido deuda para poder comprar bienes que quedaban fuera de su alcance como lo son automóviles, electrodomésticos como radios y títulos del mercado de capitales ya que “cualquiera podía entrar a invertir”.

Lo anterior provocó que ante la salida de fraudes y desconfianza que llevaron al jueves 25 de octubre, mejor conocido como “jueves negro” en el que la bolsa tuvo caídas de hasta el 11% con un cierre del 2%. Con el panorama anterior, todos los que tuviesen información de primera mano y conocimiento real de la bolsa comenzaron a dudar, por lo que para el lunes negro (lunes 29 de octubre) la bolsa cayó en 13% y el martes 30 de octubre, todos se apresuraban a vender provocando una tercera caída del 11%. Las familias, personas comunes y pequeños empresarios quienes habían también entrado en la ruleta rusa, fueron los últimos en poder vender sus acciones por lo que en gran medida quedaron en una fuerte ruina, como método para saldar sus deudas ante la presión de banqueros y *brókeres*, tuvieron que empeñar y vender hasta lo último de valor que les quedaba.

Posterior a la caída de la bolsa de valores en el octubre negro el país vivió una fuerte depresión desde 1929 hasta 1932²². Sin embargo, en 1933 llegó a la presidencia Franklin D. Roosevelt junto a su administración y un nuevo plan de trabajo llamado *New Deal* que consistió en un conjunto de políticas para sacar a Estados Unidos del bache que

²² La primera caída se dio el jueves 24 de octubre de 1929, el famosamente llamado “jueves negro”, sin embargo, ésta caída fue de tan solo el 2% del índice Dow Jones al final del día. Lo anterior provocó incertidumbre y pánico por lo que para el lunes 28 de octubre, el verdadero pánico y la estampida se culminaron junto a una caída del 13% del mismo índice. Los banqueros intentaron incentivar los mercados por medio de grandes compras, empero, para el siguiente día se perdió otro 11% gracias a la venta de títulos en forma de estampida o cascada por parte de la clase empresarial (Bergia, 2014).

vivían en el sector financiero, industrial y en el empleo como consecuencia de la especulación y caída vivida durante los veintes. Dentro de las políticas implementadas por el gobierno de Roosevelt, se encuentran la *Home Owners Loan Corporation* que dio seguridad a los dueños de casas con hipotecas vigentes por lo que adquirió la mayor parte de las hipotecas de los bancos reduciendo su valor nominal y transformándolos en valores de largo plazo con una tasa de interés baja, lo que ayudó a los propietarios pobres a que no se quedasen sin sus viviendas (Marichal, 2010: 124). Fue una medida que apoyó a la población a diferencia de las tomadas en la crisis de 2008 que dejaron a cientos de familias en la calle. Por otro lado, se creó la agencia Fannie Mae que apoyaba al mercado hipotecario dándole estabilidad.

Para el sector financiero se implementó la creación de la *Federal Deposit Insurance Corporation*, que es una agencia encargada en asegurar los depósitos bancarios, de ésta forma se podía evitar el pánico y la quiebra de los bancos. Otra agencia creada para la regulación del sistema financiero posterior a la crisis del 29 fue la *Securities and Exchange Commission* que se encargó en vigilar las operaciones de compra y venta por lo que podía ayudar a revisar la especulación. Junto con la creación de las anteriores instituciones, se ratificó la Ley *Glass Steagall Act* que separaba la banca comercial de la banca de inversión y que funcionó hasta su desmantelamiento con la administración Clinton lo que tuvo severas repercusiones y que gracias a ello se pudo cocinar la crisis de 2007–2008. La Ley *Glass Steagall Act* será brevemente analizada en el siguiente sub apartado.

2.1.4.- La ley *Glass-Steagall* y su repercusión en el sistema financiero estadounidense.

Contemplando el *mix* de sucesos que alimentaron el “*crack* del 29”, en Estados Unidos se suscitó una fuerte depresión que golpeó todos los estratos sociales, a la economía y la confianza que se tenía hacia los bancos y el sistema financiero. La administración de Franklin D. Roosevelt llegó en 1933 con la visión y promesa de terminar con la severa depresión, aunado a evitar una nueva especulación junto a una nueva crisis como la sucedida, para ello se implementaron una serie de medidas que conformaban al *New Deal*. Dentro de éstas medidas y leyes se encontró la *Banking Act* o también conocida como

Ley Glass-Steagall (G-S).²³ Ésta ley impuso la separación entre la banca de inversión y la banca comercial, de este modo, el ahorro depositado por familias no sería usado de forma especulativa en los mercados de capital.

Por medio de ésta Ley, Roosevelt logró recuperar la confianza de la población quienes habían optado por guardar sus ahorros “debajo del colchón” en vez de depositarlos en un banco, como consecuencia de la pérdida de credibilidad y confianza que habían ganado este sector. Como parte de la separación entre ambas bancas, los bancos comerciales no podrían llevar a cabo operaciones como la emisión y comercialización de valores. Por otro lado, la banca de inversión no podría recibir depósitos. Recordando lo visto en el **capítulo 1**, una parte fundamental para que el sistema financiero funcione son las familias y empresas, pues ellos depositan dinero en los bancos y de este modo, la banca comercial puede realizar préstamos en el circuito monetario previo a la transición al circuito monetario endógeno que se abordará más adelante con la creación e inserción de la fauna financiera durante los ochentas. Otro de los objetivos de la *Ley Glass Steagall* fue dinamizar nuevamente la circulación de depósitos y con ello la del crédito.

Roosevelt estaba enfocado en proteger a la población que había quedado más afectada y vulnerable. Algunos ejemplos de ellos son ciudadanos de pie, los minoristas y pequeños empresarios, ya que se les había perjudicado durante el *crack*. En este sentido, se les habían vendido productos sin dar detalles de lo que eran o sin ser claros en los destinos de sus depósitos, por lo que al momento del debacle financiero, buena parte quedó en la ruina.²⁴ Debido a lo anterior, ciertos sectores políticos y empresariales comenzaron a mostrar su descontento con la Ley. De igual forma, los bancos fueron

²³ Ésta Ley debe su nombre gracias al senador *Carter Glass* y al representante republicano *Alabama Henry Steagall*, quienes propusieron el implemento y estructura de la misma al mandatario Roosevelt.

²⁴ En palabras de Bergia: “Roosevelt quería proteger al ciudadano de a pie, al cliente minorista que forma la gran mayoría de la población. Por otro lado estaba el cliente mayorista. La diferencia entre estos dos tipos de cliente es que el minorista, al invertir su dinero en depósitos, realmente creía que estaba invirtiendo su dinero en depósitos y que ello no implicaba más riesgo. Se trata de un tipo de cliente que no tiene por qué ser un profesional de las finanzas. Por otro lado, el cliente mayorista (normalmente empresas), sí que se supone que tiene ciertos conocimientos avanzados sobre las finanzas. Esto implica que sabe en lo que está invirtiendo su dinero, y que es consciente del riesgo que conlleva (teniendo en cuenta que el banco emisor es totalmente transparente con sus productos, algo que no siempre ocurre). Por lo tanto, en el ‘*crack del 29*’ se había perjudicado al cliente minorista al no haber sido transparente con este en cuanto al producto que se le ofrecía y el destino final de sus depósitos. Es por ello que la separación entre banca comercial y banca de inversión, impulsada por Roosevelt y por sus apoyos dentro de su administración, estaba orientada a proteger a este tipo de cliente, y no al cliente mayorista que, aunque también se vio muy perjudicado por la crisis, teóricamente sabía el riesgo que conllevaban sus actividades de inversión. (Bergia, 2014: 15-16).

encontrando vacíos para poder aumentar su riesgo y rentabilidad. Según Bergia (2014), durante los 66 años que duró la *G-S*, fueron tres grupos los que estaban interesados en su derogación:

i) bancos comerciales: al dejar su fusión con la banca de inversión, su rentabilidad se vio reducida aunado a una baja en la “creatividad” pues sus equipos ya no estaban combinados con los de la banca de inversión quienes suelen estimular la creación e implementación de productos más variados.

ii) bancos de inversión: a comparación de la banca comercial, seguían teniendo buena rentabilidad, empero, convencionalmente éste tipo de bancos tienen balances “menos sanos” por lo que su asociación con los primeros era fundamental para su expansión.

iii) senadores y congresistas: pertenecientes a las distintas administraciones en las que duró la *G-S* y con intereses marcados por las ganancias de las acciones de las grandes corporaciones. Su participación fue fundamental para promover e implementar la desregulación del sector.

Desde 1956, los bancos comenzaban a buscar vacíos legales con el fin de contrarrestar las restricciones impuestas por la *G-S*. Para 1977, se dio un fuerte retroceso en camino hacia la desregulación del sector bancario ya que la *FED* comenzaba a contemplar que los bancos pudiesen tener subsidiarias con la capacidad de realizar actividades de inversión en bonos del estado y otros activos que pasaban del simple papel comercial. Sin embargo, en 1978, la *FED* autorizó la comercialización de valores garantizados con hipotecas. Entre 1986 y 1987, se modifica la sección 20 de la Ley, la cual enunciaba que los bancos comerciales no podían poseer otras compañías que llevaran actividades de inversión por lo que ahora tenían la posibilidad de tener filiales dedicadas al mercado de capitales. Con la llegada de Alan Greenspan como presidente de la *FED* en 1987, la Ley Glass-Steagall comenzaba a llegar a su recta final, pues el mandatario era partidario de su derogación. En 1988 iniciaron las autorizaciones otorgadas por la *FED* para el surgimiento del primer *Vehículo de Inversión en Títulos*. En decir, una figura financiera legal expresamente creada para la administración de valores respaldados por activos, creado por Citibank (Gómez, 2019: 4).

Entre 1989 y 1998 aumentaron las posibilidades que los bancos tenían para invertir, el porcentaje que la banca comercial podía tener como ingresos en actividades de banca de inversión y los 25 bancos más grandes comenzaron a operar en banca de

inversión. El último paso que impulsó la derogación fue la fusión entre Citicorp y Travelers, dicha fusión quedaba fuera del ya débil marco regulatorio de la *Glass-Steagall* debido a que el primero se dedicaba a banca comercial y el segundo a banca de inversión siendo una aseguradora importante. Sin embargo, ambos corporativos bancarios tenían un plazo de hasta dos años para ratificar de forma legal la fusión (Bergia, 2014:14-20). Para 1999 se deroga por completo la *Glass Steagall Act* dando paso a la *Gramm- Leach-Bliley Act*.

Durante y a la par del funcionamiento de la *G-S*, el sistema monetario y financiero internacional vivió cambios gracias al nuevo orden bipolar consecuente de la Segunda Guerra Mundial. Al ser Estados Unidos parte de los ganadores de la misma, y al necesitar reconstrucción, el mundo necesitaba un plan de financiamiento para la reconstrucción y el desarrollo, así como organismos internacionales que mediaran los conflictos y el financiamiento otorgado, de este modo nace *Bretton Woods* junto a una serie de organismos e instituciones internacionales.

2.1.5.- Bretton Woods (1944 –1971) y la internacionalización de las finanzas.

Bretton Woods en New Hampshire Estados Unidos, era el lugar idóneo algo lejos de la Guerra en donde en 1944 se realizó una conferencia, hoy denominada Conferencia Monetaria y Financiera de las Naciones Unidas, aun cuando las Naciones Unidas (*ONU*) todavía no existían (Marichal, 2010: 363). La misma sentó las bases para la creación del Fondo Monetarios Internacional (*FMI*) y el Banco Internacional de Reconstrucción y Desarrollo (hoy en día Banco Mundial). También planteó la creación de un organismo dedicado a regular el comercio internacional en una segunda reunión celebrada en la Habana, Cuba (1948). Sin embargo, únicamente se llegó al Acuerdo General de Aranceles al Comercio (*GATT*) el cual fue sustituido posteriormente por la Organización Mundial de comercio (*OMC*).

La conferencia reunió a delegados de países aliados de todo el mundo, como se puede observar en el **Cuadro 2**. Los principales actores en el debate económico de esta conferencia fueron Estados Unidos con Harry Dexter White e Inglaterra, con el ya famoso economista John Maynard Keynes. Por el lado británico, para Keynes era importante que todos los países tuviesen acceso al crédito para la reconstrucción de los daños provocados durante la guerra, así como para equilibrar su Balanza de Pagos. Para ello propuso la creación de un Banco Central Mundial el cual denominó *International Clearing Union*,

el cual emitiría una moneda universal llamada *bancor*, con ello los países con superávit comercial apoyarían a los países deficitarios en su búsqueda por la estabilidad con la condición de que todos los países que entrasen al esquema se comprometiesen a lograr una balanza comercial equilibrada. Sin embargo y por el lado estadounidense, los negociadores no veían con buenos ojos el “gastar” su superávit comercial en países deudores por lo que la propuesta de Dexter se implantó sobre la de Keynes (Marichal, 2010: 143).

Con el sistema diseñado en el *FMI*, los países tenían que aportar financiamiento por medio de cuotas. En este sentido, Estados Unidos se convirtió en el principal accionista por lo que su decisión y voto era más fuerte. Otra característica fundamental emanada de los acuerdos de *Bretton Woods*, fue el establecimiento de los lineamientos de política monetaria internacional, por lo que el dólar fue adoptado como moneda de referencia y con ello la paridad era de treinta y cinco dólares por cada onza de oro. Así los países acumularían reservas internacionales en dólares con una referencia de equivalente para el metal dorado. Es decir, los demás países ajustarían su tipo de cambio según el ancla de dólares que tenían como reservas, así como crearían acciones para intervenir en el mercado cambiario con el fin de mantener su tipo de cambio dentro de una banda cambiaria del 1% al 2% (Marichal, 2010: 144).

Para 1948, Estados Unidos había aceptado cubrir los déficits comerciales de sus socios, principalmente europeos por medio de créditos con la condición de que el dólar fuera aceptado como la *moneda de reserva*.²⁵ Con esta propuesta en marcha, Estados Unidos aceptaba el papel de banco central del mundo y a su vez comenzaba a demostrar la fortaleza y futura hegemonía de la cual disfrutaría durante un largo periodo.

²⁵ Para este momento, ni Latinoamérica (y tampoco Europa) había cumplido con los lineamientos de comercio, en palabras del autor “Ni los países europeos ni los latinoamericanos comulgaron con esta política. Debido al peso preponderante de Estados Unidos en el comercio mundial y a la fortaleza de su moneda se produjeron fuertes déficit comercial en los países más débiles, los cuales amenazaban con el paulatino vaciamiento de sus escasas reservas monetarias (Marichal, 2010: 147). Anteriormente, Gran Bretaña ya había tenido problemas con ataques especulativos en contra de la libra.

| Cuadro 2. Países que estuvieron en la conferencia de los Acuerdos de Bretton Woods | | |
|--|---|-----------------------------|
| País | Particularidad | Región |
| Estados Unidos | Anfitrión | América del Norte |
| Canadá | Perteneciente a la Commonwealth | |
| México | Uno de sus principales delegados fue el joven economista Victor Urquidí | |
| Costa Rica | La representación de delegados latinoamericanos fue la más grande con 19 países participantes (tomando en cuenta a México). | América Central y el Caribe |
| Cuba | | |
| República Dominicana | | |
| Haití | | |
| Guatemala | | |
| Ecuador | | |
| El Salvador | | |
| Honduras | | |
| Panamá | | |
| Nicaragua | | |
| Uruguay | | América del Sur |
| Venezuela | | |
| Perú | | |
| Paraguay | | |
| Bolivia | | |
| Brasil | | |
| Chile | | |
| Colombia | | |
| Gran Bretaña | | |
| Francia | | |
| Bélgica | | |
| Grecia | | |
| Islandia | | |
| Noruega | | |
| Luxemburgo | | |
| Países Bajos | | |
| Polonia | Fue uno de los países más afectados por la guerra | |
| Unión Soviética | Actual Rusia y países satélite | Europa Oriental |
| Yugoslavia | Países satélite de la Unión Soviética que funcionaban como bloque de contención ante el capitalismo | |
| Checoslovaquia | | |
| Egipto | | Norte de África |
| Etiopía | Es un país que siempre ha sido participativo manteniendo su independencia y sin haber sido colonizado | África |
| Liberia | | |
| Sudáfrica | | |
| Turquía | Asia Occidental | |
| Irak | | |
| Irán | | |
| Arabia Saudita | | |
| República Popular China | | |
| India | Entre los delegados de Gran Bretaña debido a su estado de colonia | Sur de Asia |
| Filipinas | | Sureste de Asia |
| Nueva Zelanda | | Oceanía |
| Australia | Perteneciente a la Commonwealth | |

Fuente: elaboración propia con datos de Marichal (2010).

*Se hace la distinción entre África del Norte tomando en cuenta a Egipto debido a su mayor acercamiento étnico y cultural con países de Asia Occidental que con el resto de África, en este sentido países como

Etiopia tienen en sus orígenes a la África negra como los batanues y su común es más con el cuerno africano que con los países árabes y bereberes del Norte de África.

El mundo se inundó de los llamados euro dólares, los cuales sirvieron principalmente a Europa y Japón para aliviar los estragos que había dejado la Segunda Guerra. No obstante, conforme se fueron volviendo nuevamente fuertes, empezó a surgir una rivalidad entre los países europeos, Japón y Estados Unidos. Por un lado, existió un aumento en las exportaciones de Alemania y Japón durante la década de los sesentas por lo que significaba un déficit comercial para Estados Unidos y una presión sobre el dólar (Marichal, 2010:171), también significaba un avance tecnológico, industrial y de modernización dentro de dichos países. Así mismo, durante la misma década de los sesentas, Francia adoptó una política monetaria agresiva de compra de oro; el jefe de estado francés deseaba limitar el poder militar y económico que Estados Unidos ejercía en Europa por lo que amenazaba constantemente con convertir una buena parte de las abundantes reservas francesas en dólares a oro (Marichal, 2010: 173), ello suponía un grave problema para Estados Unidos debido a la salida de gran cantidad de oro de sus arcas y con ello el dejar de sostener y guardar las reservas internacionales de oro que había estado acumulando durante la equivalencia del oro-dólar.

Debido a la incesante demanda mundial de oro, la Reserva Federal veía amenazadas sus propias reservas. En agosto de 1971 y bajo una reunión secreta, el mandatario estadounidense Richard Nixon junto a su equipo de trabajo vio viable suspender la “ventana de oro” de la *FED* por lo que el intercambio de dólares por oro se restringiría. Con lo anterior, y en palabras de Marichal (2010) “algunas naciones tuvieron que revaluar sus monedas de manera pronunciada, otras tuvieron que devaluar, iniciándose así la era de los tipos de cambio flexibles” (Marichal, 2010: 178). Así mismo, la era de *Bretton Woods* había llegado a su fin, empero, iniciaba la era de la globalización por lo que los grandes corporativos incluyendo bancos y empresas multinacionales asomaban su cabeza a los mercados ahora internacionales, cuya volatilidad también tenía presencia como consecuencia del abandono del patrón oro-dólar.

Posterior al *Bretton Woods*, durante los ochentas se conformaron los mercados financieros internacionales a partir de la desregulación y liberalización financiera. Es desde este momento en el que el desarrollo de la financiarización se dio a nivel internacional. Para el caso de Estados Unidos se dio fuertemente, aunque existía aún el

sistema de regulación de la *Glass- Steagall Act*, el sistema bancario y de capitales buscó la forma de iniciar su inserción en los mercados globales. Estados Unidos comenzaba a verse rebasado ya no únicamente por sus pares europeos, ahora también influían dichas empresas como los grandes bancos. Lo anterior se comenzó a posibilitar por medio de nuevas tecnologías impulsadas por la revolución tecnológica que trajo consigo el microchip. Dicha revolución tecnológica fue impulsada en Santa Clara, California al ser lanzado el primer micro procesador de Intel, con ello se había dado un paso en el remplazo masivo de las tecnologías usadas hasta el momento.²⁶

Existen distintas descripciones de la era posterior al *Bretton Woods*, es decir, de la era en la que se terminan de gestar las características que posibilitaron la crisis de 2007. Éstas descripciones incluyen la desregulación financiera que sustentó el auge de nuevos actores en el sector financiero, los avances tecnológicos que posibilitaron a su vez el uso de nuevos instrumentos financieros y la penetración de los nuevos actores e instrumentos en el mercado bursátil global:

Para Minsky (1990), la actual etapa en la que se encuentra el capitalismo es la del *money manager capitalism* o el *capitalismo administrador de dinero*. Como se recordará por el capítulo 1, esta etapa se caracteriza por el ascenso de nuevos actores del sistema financiero quienes buscaron a su vez nuevas formas de crear dinero endógeno. En este sentido, ante la aparición de fondos de pensiones, mutuos, fiduciarios y otros administradores de dinero principalmente de los trabajadores y familias, se plantearon novedosos productos financieros como objetivo de financiamiento. De este modo, en la concepción de Minsky, se comienza a gestar la fragilidad financiera en la economía ya que se pasa a un esquema de financiamiento no productivo con el que los agentes de la economía se sienten confiados y optimistas ante las grandiosas tasas de rendimiento y la buena marcha en el crecimiento económico del país.

Por otro lado, para Carlota Pérez (2002), el proceso que posibilitó el mecanismo de internacionalización de las finanzas y los mercados fue gracias a la *revolución*

²⁶ Empleando las palabras de Pérez: “Bob Noyce y Gordon Moore lanzaron al mercado el primer microprocesador de Intel, el precursor de la computadora en un *chip*. Se trataba del salto tecnológico, del *Big Bang*, que daba origen a un nuevo universo, el de la ubicuidad de la computación y las telecomunicaciones digitales. Los *chips* eran poderosos, baratos y abrían innumerables posibilidades a la tecnología y los negocios” (Pérez, 2002: 25). En este sentido, hay que distinguir que, aunque Carlota Pérez llama como *Big Bang* al salto tecnológico, en el presente trabajo se le asignará ese nombre al proceso de internacionalización de las finanzas, coincidiendo así con la terminología que Marichal (2010) usa para llamar a este proceso el *Big Bang* haciendo referencia a la interconexión de los mercados por medio de la tecnología sumado a la desregulación principalmente del mercado de capitales.

tecnológica que trajo consigo la era del *microchip*, de este modo se pudieron dar distintas innovaciones tecnológicas modernizando así la estructura productiva existente.²⁷ Así mismo, la autora describe que cada revolución sucede en un país núcleo el cual actúa como líder económico mundial. Durante esta etapa se puede identificar a Estados Unidos como el país nato en donde surgió la quinta revolución tecnológica descrita por Pérez. Ésta nueva etapa o *quinta revolución tecnológica* posibilitó la comunicación digital mundial por medio de nuevas tecnologías como lo fueron el internet, los satélites, etc. (Pérez, 2002:39), lo que a su vez facilitó la conexión de los mercados financieros y de valores a nivel internacional gestándose así una nueva forma de actuar de los mercados y adecuando los espacios físicos y virtuales para transacciones realizadas por bancos e intermediarios del sistema financiero.

En contraste con los dos autores anteriores, para Marichal (2010), el proceso de internacionalización de las finanzas comenzó con el llamado *Big Bang* que contemplaba la desregulación de los mercados de valores. El autor marca este inicio en el 27 de octubre de 1986, fecha en la que se pusieron en marcha reformas en Londres (Marichal, 2010: 229), la capital, el antiguo país hegemónico y el centro financiero del momento. Gracias a los avances tecnológicos que se habían estado dando, las operaciones financieras pasarían a convertirse en un enorme negocio en el que las transacciones pasaban a ser casi instantáneas. Tanto los bancos de Inglaterra como de Estados Unidos eran los que poseían la mayor cantidad de avances tecnológicos que podían ser empleados para sus operaciones, entre dichos avances podían destacar las novedosas computadoras y telecomunicaciones (Marichal, 2010: 30).²⁸ Otra característica de esta etapa fue la multiplicación de intermediarios financieros e instituciones inversoras alrededor del mundo, principalmente en Europa, Estados Unidos y Japón. Dichas instituciones manejaban carteras de valores y portafolios de inversión diversificados que incluían acciones y bonos tanto de gobiernos como de empresas globales. Se pueden destacar a

²⁷ Para Carlota Pérez una *revolución tecnológica* implica “una constelación de innovaciones técnicas estrechamente relacionadas” y a su vez “una explosión de nuevos productos, industrias e infraestructuras” (Pérez, 2002: 32-33).

²⁸ En palabras de Marichal “la internacionalización financiera no era una novedad para la banca inglesa, la cual mantenía extensas redes de sucursales en África, Medio Oriente, Asia y Oceanía desde finales del siglo XIX, y se había convertido en un valioso legado de lo que fue el viejo Imperio Británico”. Por otro lado, “en la capital británica ya se habían instalado desde hacía mucho los bancos estadounidenses de inversiones, que operaban con una agresividad que dejó boquiabierto a sus competidores europeos” (Marichal, 2010: 229-230). De este modo, la competencia por la hegemonía en el auge financiero internacional tambaleaba para la vieja Inglaterra.

los fondos de pensiones y firmas de inversión como principales actores en estos ejercicios que además incluían altos riesgos y pintaban buenos beneficios para la clase trabajadora.

Por último, para Toporowski (2020), a partir de la década de los setentas y hasta el 2008, se pasa a estar en la etapa del *capitalismo de los fondos de pensiones*, la cual se caracteriza por el impulso de los mercados de capitales por medio de contribuciones de planes de pensiones que se invierten en acciones por medio de los distintos fondos de inversión que comenzaron a surgir y tomaron fuerza durante los ochentas. De igual modo, existió una disminución de la intervención de bancos centrales y una progresiva desregulación de los sectores bancarios y financieros que se concretaron durante los noventas, principalmente en Estados Unidos con la derogación de la *Glass-Steagall Act* de 1933 y la puesta en marcha de la *Gramm-Leach-Bliley Act* de 1999.

Los autores anteriores enmarcan similitudes y distintas aristas de la misma etapa, aunque no periodización. Por un lado, Tanto para Minsky como para Toporowski, el análisis histórico de la etapa actual, se caracteriza principalmente por un aumento sustancial en actores del sistema financiero; de igual modo se puede observar que la inversión que proviene en buena medida de las aportaciones de la clase trabajadora hacia los fondos con la esperanza de llevarse una rebanada de pastel en un futuro, se dirige al sector especulativo en vez del sector productivo. Aunque Minsky se enfoca en la explicación del mecanismo de ésta etapa, Toporowski lo concreta y complementa señalando a los fondos – principalmente de pensión –, como los actores primordiales del capitalismo actual.

Por otro lado, tanto Carlota como Marichal señalan que en dicha etapa se pasa a un sistema financiero internacional y con prioridad de inversión en el mercado de capitales. Aunque para Pérez (2002), Estados Unidos ya es señalado como el centro de explosión tecnológico, Marichal hace mención que el *Big Bang* financiero aún se dio en Inglaterra y no en el país norteamericano, esto puede ser considerado cierto tomando en cuenta que en EUA aún fungía una fuerte regulación hacia el sector bancario y financiero, sin embargo, es este periodo en el que se van hacia abajo dichas leyes y se reformula el marco regulatorio.

Por último, se puede distinguir los factores que posibilitaron la globalización financiera y la internacionalización de las finanzas gracias al impulso tecnológico del *micro chip*. Aunado a lo anterior, los procesos y tendencias a la privatización de empresas públicas, incluyendo la privatización de la banca nacional, impulsaba la fusión y

adquisición de bancos nacionales por parte de otros mucho más grandes por lo que pasaban a convertirse en bancos privados y en muchos casos globales. De este modo, las antiguas sucursales podían convertirse en filiales con matrices en otros países, entrando así en la dinámica de las transacciones internacionales.

Como ya se mencionó, Inglaterra deja de ser el centro financiero del mundo gracias a las enormes agencias y fondos de inversión estadounidenses, incluyendo a los grandes bancos que comenzaron a ganar terreno en el mercado internacional, por lo que el mercado de valores de Estados Unidos se vuelve el más robusto. De igual forma, las empresas tecnológicas estadounidenses influyeron en la entrada de enormes capitales de inversión en el mercado de *Nasdaq* que cotizaba los valores de las mismas y en donde todo el mundo quería tener parte en la jugada de la nueva revolución tecnológica impulsada desde 1971 por el micro procesador.²⁹ Dicho mercado se vería afectado con una enorme caída que sacudiría a su vez a los mercados internacionales durante el 2001.

2.1.6.- Ley *Gramm-Leach-Bliley* (1999).

La Ley para la Modernización Financiera fue propuesta por los congresistas Gramm, Leach y Bliley, posteriormente fue concretada por el presidente Clinton en noviembre de 1999 como consecuencia ante la derogación de las leyes que le antecedieron: la ley *Glass-Steagall Act* de 1933 y la Ley de Grupos Bancarios de 1956. Este conjunto de marco jurídico anterior impedía a los grupos bancarios afiliarse con casas de bolsa y compañías de seguros por lo que, ante la globalización y entrada de competencia internacional con nuevos instrumentos financieros, de a poco en poco fue escarbando el sector bancario y financiero para poder llegar a una regulación más relajada para su beneficio.

De este modo, ésta nueva regulación permitió la fusión de la banca comercial – que se dedicaba principalmente a actividades más tradicionales como lo son depósitos y préstamos – junto a la banca de inversión – dedicada principalmente a actividades de mayor riesgo como seguros, valores en bolsa, etc. –. Con la fusión de ambas bancas se autorizaba la creación de grupos financieros. Así, se permitió la creación de instituciones bancarias conocidas como *bank-holding* las cuales son una figura financiera legal expresamente creada para la administración de valores respaldados por activos, Gómez

²⁹ El mercado de valores denominado como *Nasdaq* es uno de los dos mercados financieros con relevancia en Estados Unidos, en él se gesta la venta y cotización de valores principalmente de empresas vinculadas a la tecnología.

considera que pueden verse como el inicio de la consolidación de los *Shadow Bank* (Gómez, 2019). Junto a lo anterior se agregaron las especialidades de banca comercial, intermediación y colocación de valores y seguros.

En cuanto el sector bancario sintió el respiro legal que generaba la derogación de la *G-S*, los conglomerados bancarios no tardaron en dar frutos. En este sentido, Citigroup ratificó su existencia – misma que venía de la unión entre Citibank y Travelers como se mencionó en el sub apartado 2.1.4 –, otros ejemplos son la adquisición de J. P. Morgan – conocida popularmente por su trabajo en la banca de inversión – por parte de Chase Manhattan, de este modo pasarían a conformar J. P. Morgan Chase Co, ambos ejemplos minarían su caída durante los años previos al 2007–2008.

La necesidad de fusión por parte de la banca estadounidense se puede atribuir al cambio en el mercado global – como se mencionó al inicio del sub apartado –, donde la existencia de bancos gigantes con necesidades y mercados inmensos se fue creando en la era posterior a la Segunda Guerra Mundial y que tuvo un auge gracias a la invención del *micro chip* y la astucia de banqueros y empresarios, por lo que al ser eliminadas las restricciones que impedían evolucionar a la banca estadounidense de forma legal para poder conseguir mayor rentabilidad y un espacio en el mercado internacional – que en fuera de las fronteras ya estaban generando, principalmente en Europa y en Inglaterra –, fue necesario que existiesen éstas y muchas otras fusiones. Ya en los ochentas los distintos fondos de inversión comenzaban a colocar sus entradas en otros mercados, así como en proyectos de innovación que comenzaban a perpetrarlos.

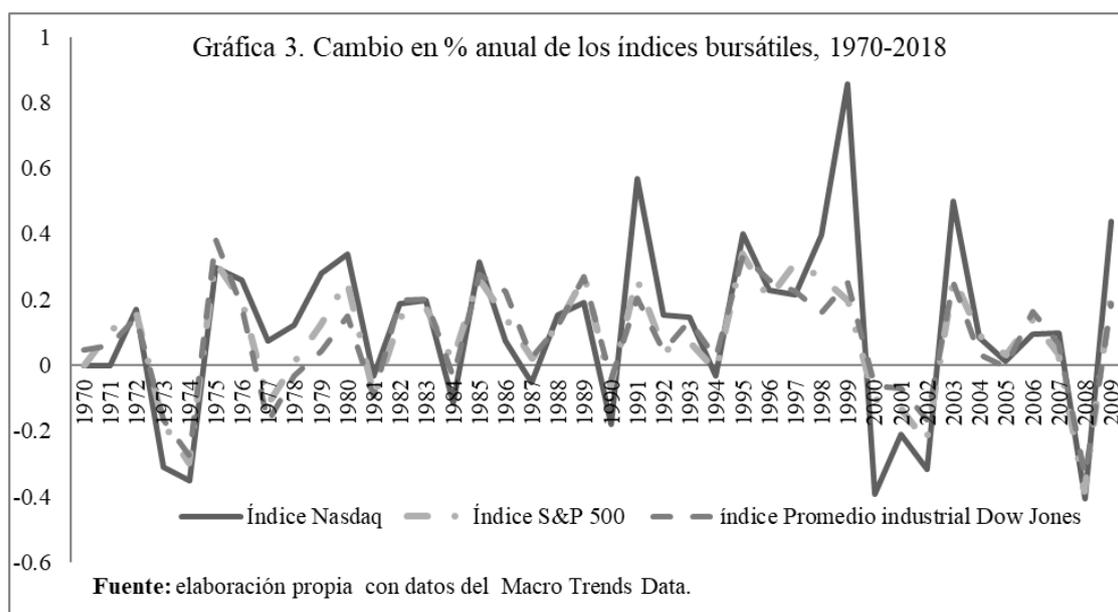
Durante 1994 y 2004 se dieron aproximadamente 3,517 fusiones entre bancos, cajas de ahorro, asociaciones de préstamos y de ahorros industriales (Bergia, 2014: 23). De este modo, la era de los conglomerados bancarios y los fondos comenzaba su auge de forma paralela a la era de las nuevas tecnologías.

2.1.7.- Crisis *dot com* (2001).

Con el cambio tecnológico que se empezó a dar de forma exponencial después de la Segunda Guerra Mundial, el aumento de su influencia y uso en sectores no productivos como lo son el bancario y el financiero comenzó a tener frutos gracias a la creación de nuevas formas de trabajo – más rápidos y sin tanto esfuerzo o desgaste físico, de tal forma que se pudiesen llevar a cabo con tan solo hacer un *clic* – así como de nuevos negocios. En este sentido, nació una *nueva economía* en donde se empezaron a insertar las empresas

de *internet* que llegaban a la *National Association of Securities Dealers Automated Quotation* (Nasdaq), revolucionando así la forma en la que se hacían las cosas. Durante los años noventa, existió un auge marcado de la preferencia por parte de los inversionistas hacia estas nuevas empresas ubicadas principalmente de forma simbólica en lo que se llama *Silicon Valley* en San Francisco, por lo que la euforia se vislumbraba una vez más en un mercado. Sin embargo, en esta ocasión se daría un auge económico, financiero y de apuestas a nuevos negocios en un sector donde las empresas se encontraban insertadas de forma intangible.

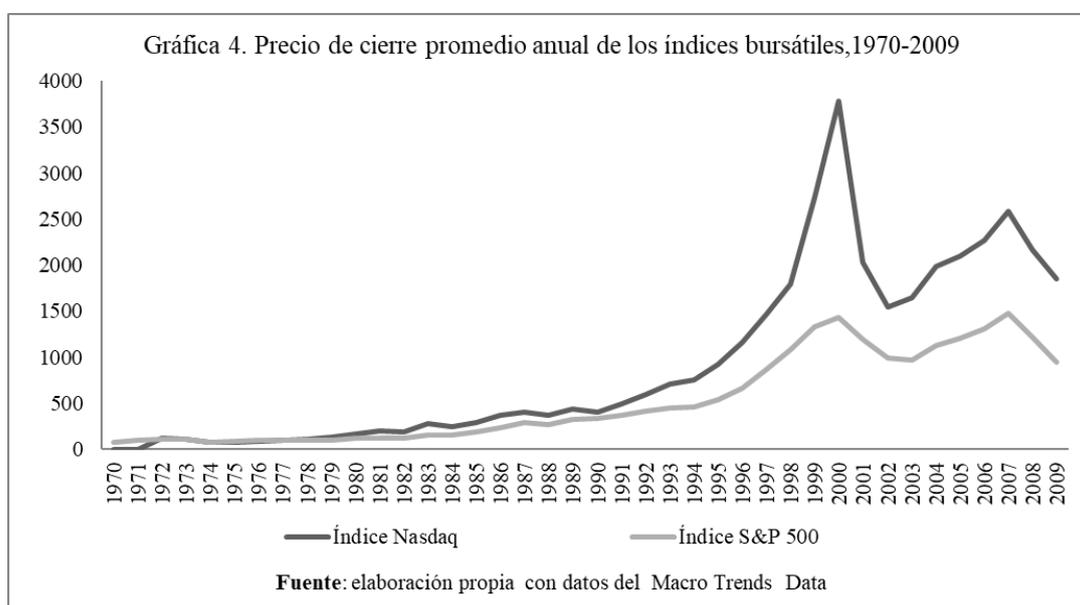
Ésta *nueva economía*, como la llamaban en aquella época, consistía principalmente en financiar a las nuevas empresas y su infraestructura dedicadas al sector tecnológico que ya no sólo pertenecía a la ciencia, ahora también estaba insertado en la vida cotidiana por medio de los distintos bienes y servicios que se ofrecían al público en general. Del mismo modo, los conglomerados y actores financieros entraban en el juego por medio de la inversión.



Como se puede apreciar en la **Gráfica 3**, aunque las tendencias de los tres índices (*Nasdaq*, S&P 500 y Dow Jones) han ido acompañadas desde 1971, fue a partir de 1997 donde el índice *Nasdaq* se despegó por completo de los otros dos. De este modo, se podría decir que los inversionistas vieron más apetecible y rentable el dirigir sus inversiones a empresas de la *nueva economía* del internet como lo fueron Amazon, E-Bay o Intel en lugar de aquellas más tradicionales del sector productivo. Así mismo y como ha sucedido en otras burbujas especulativas, la clase trabajadora también encontró rentable el dirigir

sus ahorros a fondos que invirtieran en las nuevas y fascinantes empresas tecnológicas. Aunque también existieron los astutos que invirtieron sin ayuda de intermediarios y que se guiaban por medio de lo que se hablaba en los foros de internet y tendencias que variaban día a día.

Por otro lado, en la **Gráfica 4** se puede observar el cierre promedio anual del índice *Nasdaq* y del índice S&P 500, en donde el paso de la inversión se fue realizando de poco en poco desde 1979 y aumentando de forma gradual incluso posterior a la crisis *dot com*. De este modo, durante los años noventa se puede apreciar un claro despegue del interés y preferencia de los inversionistas hacia empresas del internet. Aunque el mercado mostraba números prometedores, existían empresas que los maquillaban como fue el caso bien conocido principalmente de E-Bay, Amazon, Intell y Google. El principal auge se obtuvo a finales de los noventa e inicios del 2000 con una clara caída entre el 2001 y el 2002. Sin embargo, el índice *Nasdaq* no dejó de superar al S&P 500, esto se puede asociar a la creación de nuevas empresas y plataformas digitales y de comunicación social como lo son Facebook, Twitter, YouTube, etc. que han tenido fuerte presencia desde su aparición y gran crecimiento como conglomerados digitales.



Un efecto en el que trajeron consigo las empresas del internet fue el acelerar el proceso de inserción al mercado digital por parte de las empresas tradicionales y principalmente de los grandes conglomerados bancarios y del sector financiero. De este modo se anexaban y abrían sus puertas a la nueva era digital y a la nueva forma en la que se llevarían a cabo procesos económicos. Lo anterior también transformó el cómo se hacían las cosas e incluso como se llevarían a cabo los procesos sociales. Se obtuvo un

auge en innovaciones acarreado así al sector financiero con un nuevo despegue en instrumentos y en actores para posteriormente culminar de forma no tan dramática en una crisis a principios del nuevo siglo. Empero, estos factores posibilitaron junto al nuevo marco jurídico lo que explotaría entre 2007 y 2008 en Estados Unidos para tener un contagio internacional por medio del sector bancario y financiero.

Por último, otra consecuencia interna en Estados Unidos que influyó de forma directa para la creación de las condiciones de la crisis de hipotecas subprime de 2007-2008 fue que la FED tomó como medida para dinamizar a la economía el reducir la tasa de interés por debajo de la inflación posterior a la crisis del internet a principios del siglo XXI. De este modo, las condiciones para expandir el mercado inmobiliario estaban puestas sobre la mesa una vez más (Dabat, 2009: 44). Con ello, los actores financieros que incluían a los fondos de inversión pasaron a fijar su mirada del sector tecnológico al sector inmobiliario, sin mencionar los miles de hipotecas que se dieron como consecuencia e impulso de las bajas tasas de interés y el gran sueño americano de la clase media y baja por tener una casa propia.

2.2.- Comportamiento de la Banca y el sistema financiero previo a la crisis de 2007: la regulación/ desregulación.

Como se ha visto a lo largo del actual apartado 2.1, el proceso de conformación del sector bancario y financiero en Estados Unidos fue un proceso largo que contempló un pánico bancario, la conformación de la Reserva Federal (FED) – el Banco Central de Estados Unidos—, una especulación en el sector hipotecario y euforia por gran parte de su población durante los años 20's, así como el ascenso y ratificación de Estados Unidos como país hegemónico posterior a la Segunda Guerra Mundial, ya que impulsó la creación de las instituciones de cooperación económica, para el desarrollo y la construcción debido a las consecuencias que habían ocasionado la Segunda Gran Guerra. Por otro lado, también sufrió un alto grado de regulación interna en su sector bancario y financiero. Sin embargo, con el tiempo los propios actores de ambos sectores fueron buscando y luchando por la desregulación llegando así a lo que fue el sistema financiero y bancario en Estados Unidos previo a la crisis que detonó en 2007.

Una vez dado el giro en el marco regulatorio de la banca en EUA con la derogación de la *Glass-Steagall Act.* de 1933 y con el nuevo marco de la *Gramm–Leach–Bliley Act* de 1999, la banca y el sistema financiero en EUA sufrió una modificación

necesaria la cual influyó en los acontecimientos que cocinaron la crisis de 2007. Dicha modificación tuvo influencia en el aumento y ratificación de fusiones por parte de la banca comercial y de inversión, así como el paso a la globalización de los bancos. De igual forma, la fauna de los fondos que floreció durante los años ochenta pudo asomar su cabeza para poder ratificar sus actividades en el mercado de capitales, principalmente los *hedge funds* que influyeron en la titulización.

La mezcla entre el debilitamiento de la regulación en el sistema financiero y bancario en Estados Unidos y su transición internacional como potencia, donde el dólar se volvía la moneda hegemónica a nivel internacional, el mercado financiero se concretaba con una amplia diversificación en actores que incursionaban o definían su participación en el sistema financiero nacional llevándolo a actividades internacionales junto a una gama de nuevos productos financieros acompañados por las nuevas tecnologías.

La estructura de intermediación financiera que se conformó principalmente desde 1929 hasta 2007 influyó en gran medida en los acontecimientos de la crisis. De este modo, los bancos comerciales comenzaban a dejar de ser los actores principales. Por un lado, tanto las sociedades como bancos de inversión tomaron fuertemente la batuta durante buena parte del siglo XX para poder llevar a cabo actividades fuera del ámbito productivo y dejando así ganancias cuantiosas para quienes entrasen en el juego. Por otro lado, la conformación de los distintos tipos de Fondos –incluyendo fondos de inversión, mutuales,

| Cuadro 3. Estructura de intermediación financiera de 1929 a 2007 | | |
|---|---|-------------------------------|
| Tipo de empresa | Actividad | Ejemplo |
| Banco comercial | Departamentos especializados de los propios bancos comerciales que entran en el negocio | Bancos de Wall Street |
| Sociedades y bancos de inversión | Emisión y colocación de valores | Merril Lynch o Morgan Stanley |
| Fondos mutuales | Recolectan ahorros de millones de pequeños y medianos inversores | Fidelity |
| Edge Funds o Fondos de protección | Grandes operaciones especulativas de corto plazo operando a base de un alto nivel de endeudamiento | Quantum de Soros |
| Fondos de Pensiones | Adminstran los ahorros para el retiro de los trabajadores | |
| Compañías de seguros | Operan de forma similar a los fondos de pensiones pero se mantienen activos en las nuevas operaciones para preservar y valorizar sus reservas | American International Group |

Fuente: elaboración propia con datos de Dabat, 1999

fondos de protección, de pensión, etc. –, fungió como buena opción principalmente para la clase trabajadora que buscaba asegurar un patrimonio a mediano y largo plazo, así como a mejorar sus condiciones de vida, que, sin duda alguna, durante la era de oro del

capitalismo, el trabajador estadounidense disfrutaba de mejores condiciones que sus antecesores o que sus similares en otros países. Por último, las compañías de seguros iniciaban su transición apostando a catástrofes o a eventos menos esperados de tal forma que la población, empresas, etc. podría cubrirse y asegurar el seguimiento de sus condiciones por medio de las distintas opciones que este agente ofrecía.

En el **Cuadro 3** se puede visualizar la división y características de los distintos tipos de empresa o agentes que se dedican a la intermediación financiera. De igual manera, muestra el tipo de actividad que realizan junto a un ejemplo para poder visualizar de mejor forma la actividad y posición de estos en la economía.

2.2.1.- Crédito, instrumentos financieros y fondos de inversión: titularización, derivados financieros, CDO's, instrumentos sintéticos, hipotecas subprime y la euforia.

Con el debilitamiento de la ley *G-S* y casi en la puesta en marcha de la ley *GLBA*, durante la década de los noventa en *Wall-Street*, surgió una nueva forma de invertir gracias a la revolución tecnológica y a la entrada de nuevas empresas en el sector financiero y dedicadas al área de la informática, por ello es importante conocer los que en ese momento fueron las nuevas formas de instrumentos financieros ya que iniciaron la mecha de la bomba que culminó durante 2007 y 2008.

Por un lado, en el área hipotecaria se encuentra el uso de la titularización o *securitization*, como también se le conoció. Este instrumento consistió en una innovación financiera tal que cualquier persona que quisiese y pudiese invertir entraba por medio de la Bolsa de Valores, de este modo con su dinero se financiaban los nuevos préstamos hipotecarios.³⁰ En este sentido, no importaría el punto geográfico donde se encontrase el inversionista, ya que la titularización era un instrumento caracterizado por traspasar las fronteras para atraer inversión hacia los títulos que estaban respaldados por hipotecas (Centro de Estudios Espinosa Yglesias, 2010: 785). Es decir, la relación entre la titularización y las hipotecas se fundamentó en que las hipotecas pasaron a ser el respaldo de otros activos financieros bastante sofisticados, uno de los argumentos principales que amparaban el uso de hipotecas como respaldo era que el sector hipotecario era un mercado

³⁰ Como plantea Nesvetailova (2020: 60): “prácticamente cualquier activo financiero, desde préstamos para automóviles y préstamos para estudiantes, a las cuentas por cobrar de tarjetas de crédito y los propios MBS, se titularizarían. Y a medida que los préstamos se reempaquetaban y revendían como valores, los proveedores de préstamos buscando nuevos prestatarios para crear aún más crédito, que luego podrían pasar más en la cadena de titularización.”

seguro. De igual modo, los bancos dejaron de ser actores indispensables para el sector hipotecario dando paso al telón del sistema paralelo (*Shadow Banking*) y a los fondos de inversión como protagonistas en el auge especulativo que se vivió en Estados Unidos y traspasó sus fronteras.

Por otro lado, los derivados no pueden dejarse atrás, estos instrumentos basan su valor en el derivado – vaya la redundancia –. Es decir, en la evolución de los precios de otros activos, los cuales se llaman *subyacentes*. Los *subyacentes* pueden ser acciones, títulos de deuda, cestas de acciones y/o de títulos, bienes o incluso el precio de otros derivados, etc. La relación se establece por medio de un acto especulativo del tipo apuesta. Este instrumento se hizo popular desde la década de los noventa ya que se vendía como una protección contra el riesgo y/o incertidumbre que podía ser causada por la volatilidad de los mercados y que se manifestaba como consecuencia de la desregulación de los mismos. Sin embargo, los derivados fueron usados por los fondos de protección como instrumento de especulación (Dabat, 2009: 43-44).

Después de 1980 surgieron dos tipos de derivados. Por un lado, surgieron los futuros y opciones que son negociados como contratos estandarizados en bolsas públicas. De este modo, estos derivados pertenecen al financiamiento de mercado. Por el otro lado, surgen una variedad de derivados del mercado extrabursátil (*OTC*) diseñados para satisfacer necesidades específicas de ambas partes contratantes en la transacción por lo que este tipo de derivados están hechos de forma personalizada y son pertenecientes a un financiamiento de red (Guttmann, 2017: 33).

Otros instrumentos relevantes de la época fueron los *Collateralized Debt Obligation* o *CDO's* y sus derivados *CDO's sintéticos*. Es de interés para esta investigación hacer su mención pues los *CDO's* consisten en el empaquetamiento de valores respaldados por hipotecas, mismos que en algún punto previo a la crisis pasaron a ser paquetes de valores respaldados principalmente por hipotecas subprime o también conocidas como hipotecas basura, por lo que se vendieron activos altamente tóxicos sin informar al o los compradores finales acerca de su contenido. El fin de empaquetar distintos valores respaldados por hipotecas se encuentra en que no todas las hipotecas eran AAA o “seguras” para poder invertir en ellas, denominados así por las distintas agencias calificadoras más importantes.³¹ Es decir, no todas las hipotecas tenían el

³¹ AAA, *aaa* o *A/a+*, son algunas de las formas en las que agencias calificadoras como S&P o Moody's connotan como la mejor calificación a los activos, empresas o hasta gobiernos. De este modo, el

respaldo institucional real de las calificadoras las cuales se dedican a acreditar que dichos activos – en este caso hipotecas – son seguros y cubiertos por el deudor de tal modo que no generan riesgo para la inversión. En este sentido, el empaquetar distintos grados de hipotecas podía asegurar a su vez que el *CDO* fuese vendido ya que, en la realidad, los inversionistas no comprarían un empaquetado con respaldos tóxicos e información clara de los mismos y por el contrario preferirían adquirir un *CDO* considerado y vendido como diversificado. Empero, como se ha mencionado, en algún punto las calificadoras siguieron dando notas positivas y muy seguras a los instrumentos que estaban basados en basura. Un factor que contribuyó a la expansión de la crisis en otros países fue que ésta práctica no se quedó en el ámbito local. Es decir, los valores empaquetados salieron a los mercados globales sin saberse su verdadero nivel de riesgo, como consecuencia del desconocimiento del subyacente tóxico que daba soporte al paquete titularizado llamado *CDO* (Gómez, 2019: 8). De este modo, distintos fondos de inversión, bancos internacionales e inversores que trabajaban por su cuenta adquirieron los *CDO*'s basados en hipotecas subprime por lo que fue un canal de pánico y contagio por el cual cayó la economía internacional posterior a la crisis en Estados Unidos.

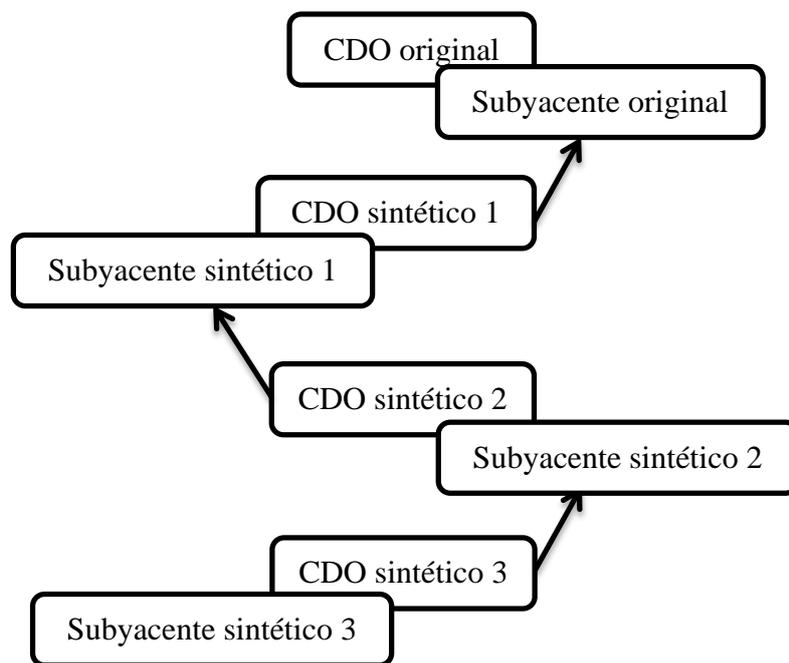
Por último, pero no menos importante, se encontraron los *CDO*'s *sintéticos* y los *CDS*, los cuales representaban un derivado de crédito y *swaps* de forma respectiva. Un *CDO sintético* consiste en apostar contra el subyacente – el valor del activo de la hipoteca – del *CDO original*. Como se puede apreciar en el **Diagrama 4**, del subyacente del *CDO original* puede surgir un *CDO sintético 1* que apostaría contra el *subyacente original*. De lo anterior, el *CDO sintético* tendría a su vez su propio subyacente el cual para fines prácticos de la presente investigación se llamará *subyacente sintético 1* y al cual se puede apostar en su contra surgiendo así el *CDO sintético 2* junto a su *subyacente sintético 2*. Lo anterior puede generar innumerables *CDO*'s *sintéticos* junto a sus correspondientes *subyacentes* y con ello generar tantas apuestas como inversionistas entusiastas por la optimista información y buen panorama. Este negocio de casino pasó a ser un atractivo para varias instituciones dedicadas a los seguros, así como para agentes dedicados a los derivados por lo que fue un mercado ampliamente prolífero.

inversionista puede considerar realizar la inversión o no. Sin embargo, los *CDO*'s llegaron a contener activos casi en su totalidad que debieron ser calificados como tóxicos e inseguros para la inversión. Los distintos fondos y bancos que poseían estos activos llegaron a sobornar a las calificadoras para que el mercado siguiese su rumbo con un horizonte “seguro y próspero”.

En cambio, los CDS (Credit Default Swap) son un contrato bilateral en donde las contrapartes acuerdan la transferencia del riesgo crediticio. De este modo, la parte que adquiere el riesgo – en este caso las aseguradoras – reciben un pago por una prima periódica por parte de quien vende el riesgo. Por lo que el vendedor de riesgo, recibirá a cambio un pago contingente si el default del crédito llegase a pasar (Martínez et al, 2019: 271).

Diagrama 4. Juego de apuesta de CDO sintético a CDO original.

Diagrama 4. Juego de apuesta de CDO sintético a CDO original.



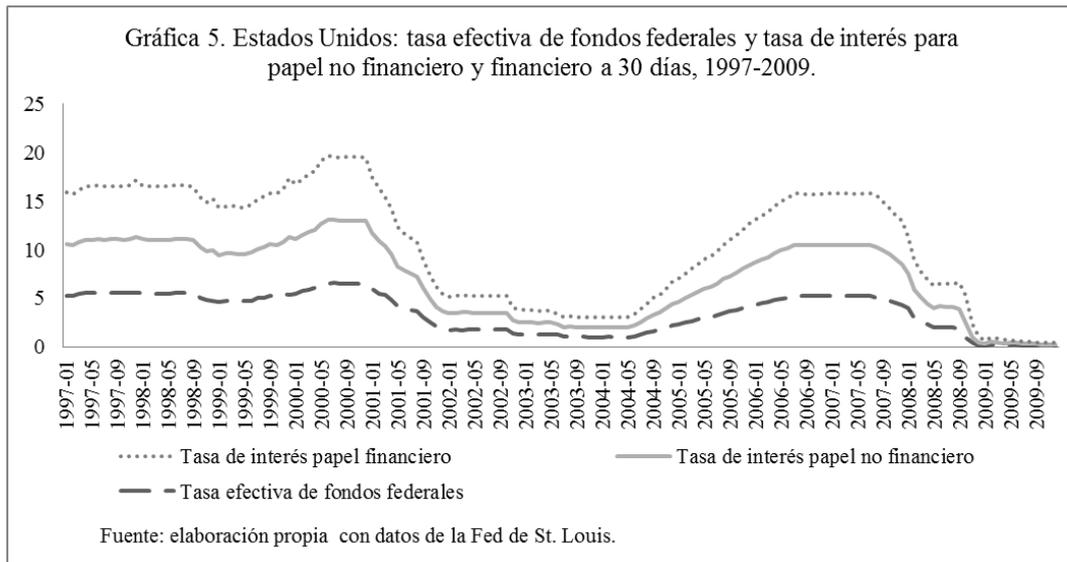
Ahora bien, teniendo el breviarío cultural de algunos instrumentos financieros que gozaron de relevancia previo y durante la crisis, se puede pasar a explicar ¿qué sucedía en las instituciones públicas y privadas con estos instrumentos? De modo tal que el conjunto de actores del sistema bancario y financiero comenzaron a relacionarse. Por un lado, las dos grandes instituciones hipotecarias respaldadas por el gobierno estadounidense, *Freddie Mac* y *Fannie Mae* – las cuales nacieron posterior a la segunda guerra mundial –, se ocuparon en financiar y conceder préstamos hipotecarios a la población. En este sentido y tomando en cuenta que la *FED* había reducido las tasas de interés, la población se tornó animada a adquirir préstamos hipotecarios con el fin de financiar la compra de inmuebles, gran cantidad de éstos créditos hipotecarios fueron de largo plazo por lo que la tasa pasaba de ser fija a variable después de algunos años.

Por otro lado, el conjunto de títulos respaldados por hipotecas fue vendidos de los bancos a los *hedge funds* o fondos de riesgo, de tal forma que quienes los compraban podían ser tanto clientes residentes de Estados Unidos, así como clientes fuera del sistema bancario y financiero de aquel país – provocando que existiera un contagio internacional debido a la relación entre bancos globales, inversionistas de todo el mundo y la burbuja que se comenzaba a gestar –. Por último, pero no menos importante, las calificadoras de riesgo –instituciones en quienes la población norteamericana y extranjera confiaba –, las cuales tenían como principal trabajo dar veredicto en cuanto calificación a instrumentos financieros, empresas e incluso países, se tornaron en otorgar o clasificar los títulos de deuda *subprime* como AAA. Es decir, una inversión de bajo riesgo y alto retorno. Una buena descripción para un instrumento que traería basura en su constitución (Centro de Estudios Espinosa Yglesias, 2010: 786), por lo que, en lugar de ser una inversión segura, pasa a ser una inversión de alto riesgo y con falta de claridad con los inversionistas en cuanto a su composición.

Lo anterior se complementó con el optimismo ante una política monetaria relajada caracterizada por la baja en la tasa de interés que la *FED* decretó como medida para contrarrestar los efectos de la recesión de 2001, por lo que de ese año a 2004 la tasa de interés fue bastante menor con el fin de impulsar a la economía estadounidense que se había encontrado en apuros. Como se puede observar en la **Gráfica 5**, la *federal funds rate* o tasa efectiva de fondos federales se mantuvo en una tendencia hacia la baja posterior a la crisis dot com, junto a ello las tasas de interés a treinta días del mercado de papel financiero y papel no financiero también tuvieron un comportamiento por debajo del 5% como medida de impulso en el mercado financiero de Estados Unidos.³² Sin embargo, a partir de finales de 2004, la *FED* modificó su tasa de referencia y con ello todas las tasas tuvieron que moverse a la par afectando así a los miles de estadounidenses que habían optado por adquirir créditos a la vivienda, créditos para autos y créditos por medio de tarjetas con el fin de complementar su consumo y como consecuencia a la tendencia de la disminución del poder adquisitivo real.³³

³² La tasa efectiva de fondos federales es la tasa de referencia con la que los bancos realizan préstamos entre sí a un día, de igual modo, ésta tasa de referencia impacta de forma indirecta en la tasa de interés de largo plazo por lo que afecta a su vez a los créditos hipotecarios.

³³ Posterior a la caída de las acciones de empresas tecnológicas en el mercado *Nasdaq*. De acuerdo con Carlos Marichal: “el banco central expandió la emisión monetaria de manera dramática y radical para asegurar la recuperación de los mercados de capitales y de la economía estadounidense en su conjunto. Nunca antes se había aplicado una política tan expansiva. A partir de enero de 2001 el banco central redujo la tasa de interés que se encontraba en el 6.5% hasta llegar al 1.7% a mediados de 2002 y luego apenas al



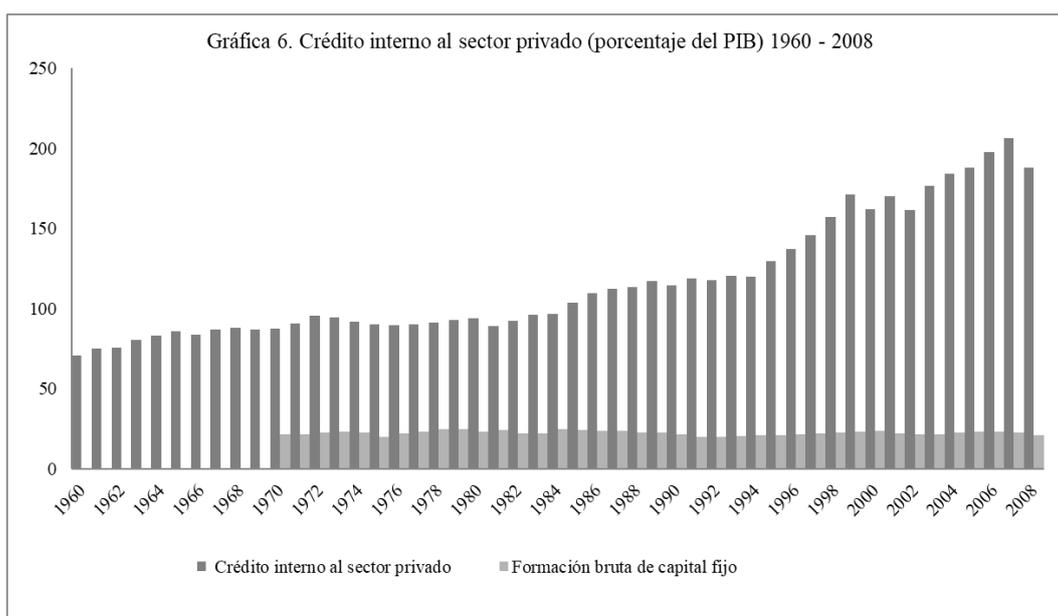
El mecanismo por el cual se relacionan los distintos actores para que la euforia crediticia culminara en una burbuja financiera y posteriormente fuese pinchada fue la creación de instrumentos, así como la titulización de las hipotecas y su comercialización en los mercados nacionales e internacionales (Martínez et al, 2019: 267). Es decir, ante la necesidad de viviendas por parte de la población y junto a un mercado de la vivienda en auge cultivado por grandes constructoras, las bajas tasas de interés impulsaron a que la concesión de créditos hipotecarios bajara sus estándares en cuanto a requisitos para su autorización. De este modo, personas que no tenían patrimonio, ingresos seguros o incluso trabajo, fueron acreedores de al menos un préstamo hipotecario. Las hipotecas fueron vendidas a la banca de inversión – algunos bancos de inversión importantes fueron *Lehman Brothers*, *Bear Stearns*, *Morgan Stanley*, *Goldman Sachs* y *JP Morgan Chase* –, de tal forma que estos bancos titulizaron las hipotecas en instrumentos como los *CDO*’s para ser vendidos y empaquetados a la fauna de fondos donde se incluyeron a los fondos de inversión y a los fondos de pensiones. Instrumentos como *CDO*’s sintéticos ayudaron a poner la mecha en la bomba o a poner la aguja en la burbuja, ya que se crearon apuestas entre las aseguradoras de los *CDO*’s – y otros instrumentos como *MBS*’s y *CDS*’s – y quienes fueron contra el subyacente.³⁴ Las aseguradoras cumplieron con el cobro de su

1% en 2003 y 2004” (Marichal, 2010:280). En este sentido, se puede apreciar la drástica reducción a la tasa en la **Gráfica 5** durante el periodo de finales del 2000 hasta mediados del 2004, fecha en la que la tasa fue nuevamente modificada hacia la alza por la *Federal Reserve*.

³⁴ Los valores respaldados por hipotecas (*MBS*) permitieron a los bancos aumentar sus hipotecas, con ello las finanzas tuvieron un efecto sistémico de crear una mayor demanda en el mercado (como el stock de viviendas no pudo crecer tan rápido), se provocó un crecimiento en los precios de los activos (Nesvetailova, 2019: 50). Éstos instrumentos fueron agrupados por los bancos, emitieron así *CDO*’s y posteriormente

prima hasta que la mecha explotó y la burbuja consigo, mejor conocida como la crisis subprime que se vislumbró el 15 de septiembre de 2008 con la bancarrota de Lehman Brothers y que trajo consigo fantasmas semejantes en apariencia a los de 1929 ya que ésta vez no saltaron de inmensos rascacielos los desesperados inversionistas y banqueros, sin embargo, sí salían con cajas y desilusiones cientos de trabajadores del sector bancario y bursátil .

A lo largo de la presente investigación se ha planteado que el crédito – en sus distintas formas de ser –, es el factor fundamental para poder: i) llevar a cabo procesos productivos; ii) para las familias se ha vuelto un elemento que mejora y apoya a la hora de adquirir bienes y servicios básicos o complementarios para seguir con el curso de su vida dentro de la economía capitalista que les rodea; y iii) puede ser un ingrediente poderoso en forma de deuda para adquirir instrumentos financieros fuera del alcance del poder adquisitivo.

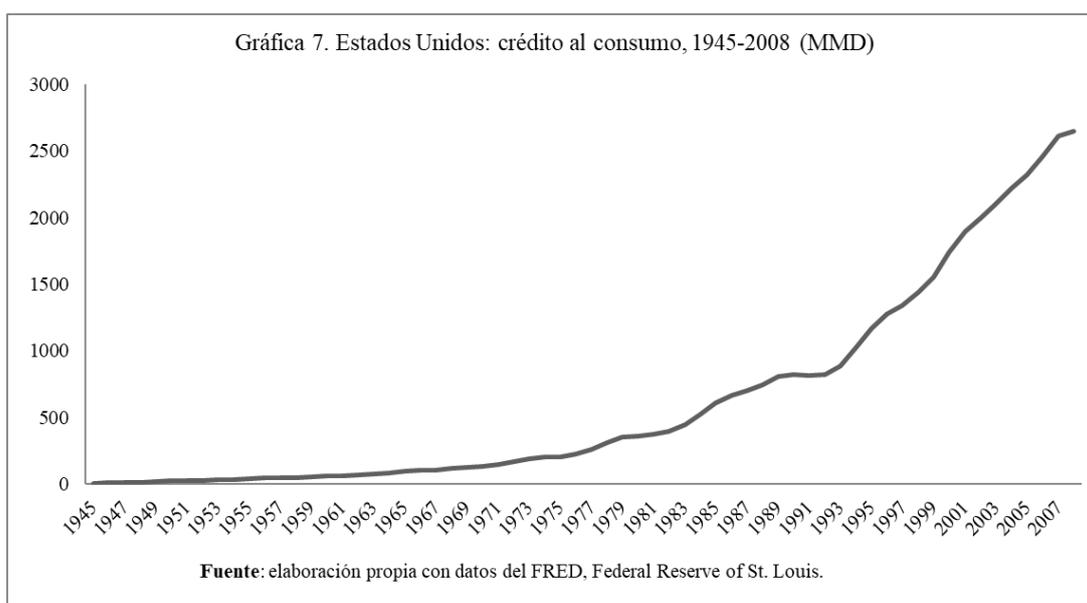


En este sentido, aunque el crédito y/o adquisición de deuda ha sido usado de forma histórica – como se ha mencionado – para comenzar o posibilitar procesos productivos en las empresas o para complementar el poder adquisitivo de las familias, así como para poder concretar el gasto de gobierno, la realidad próxima puede mostrar lo contrario. Es

fueron vendidos en tramos de distintos riesgos. Existía una red de compradores y vendedores en lo que se puede llamar financiamiento estructurado, empero, los fondos de cobertura devoraban los tramos, principalmente los tramos *senior* los cuales estaban conformados por activos tóxicos y calificados como triple A siendo los tramos más riesgosos (Guttman, 2017: 34).

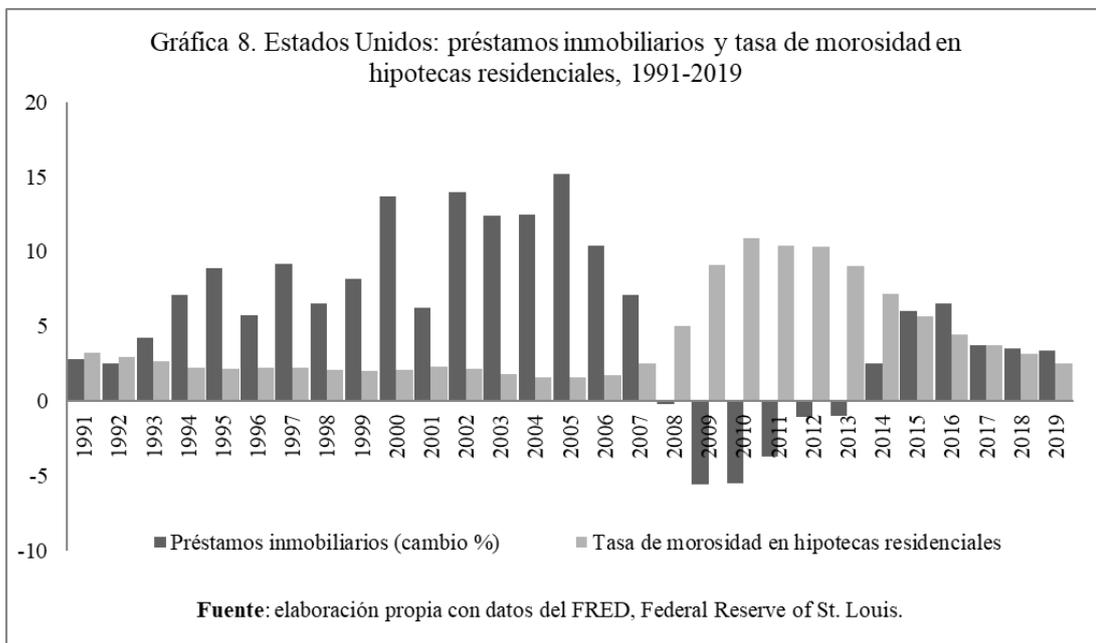
decir, en la **Gráfica 6**, se puede apreciar la tendencia poco significativa del uso del crédito en la creación o aumento de la formación bruta de capital fijo – es decir en el aprovechamiento del crédito con un fin meramente de inversión física –, por lo que el uso del crédito bancario, principalmente dirigido al sector privado se ha ido perfilando hacia otras actividades. En este sentido, se puede aproximar que uno de los usos no productivos que se le ha dado al crédito, se encuentra en las actividades relacionadas con la bolsa, la compra y el financiamiento de instrumentos financieros con el fin de obtener una ganancia sin la necesidad de invertir desgaste físico o intelectual más allá del requerido para entrar a la especulación.

Por otro lado, en apariencia se podría decir que las condiciones de vida de los trabajadores en el mercado formal de Estados Unidos gozan de sueldos y salarios con la capacidad de solventar desde la canasta básica estadounidense hasta los bienes y servicios considerados como “lujo”. Sin embargo, en la **Gráfica 7**, se muestra la tendencia alcista del crédito dirigido al consumo, lo que a su vez puede confirmar la disminución del poder adquisitivo real de la clase trabajadora – siendo este un fenómeno que no es único de Estados Unidos, más bien es un fenómeno propio del modo de producción capitalista –. Empero, esto no ha sido una barrera para la cultura consumista estadounidense, por lo que el crédito ha encontrado la manera de complementar o incluso sustituir de forma parcial a los sueldos y salarios para contrarrestar su caída real, el complemento perfecto y el instrumento ideal que ha sido históricamente insertado del ámbito productivo al doméstico.



Su importancia y crecimiento exponencial puede observarse en la misma gráfica. Sí se considera que ha tenido destellos de crecimiento en ciertos años como en los ochentas y principalmente en los noventas, se puede asociar al *boom* tecnológico y financiero que tuvo alcance para la economía doméstica. Desde los fondos de inversión los cuales se han ido alimentando del salario de los trabajadores, porque esa parte faltante podría haber sido cubierta por medio del crédito, hasta los artículos tecnológicos que llegaron a las tiendas departamentales como las computadoras, cámaras de video, consolas de video juegos, etc. que a su vez comenzaban a quedar fuera del alcance del salario, por lo que eran adquiridos también por medio de crédito. Estas acciones no están nada fuera de lo común ya que hoy en día son actividades cotidianas hasta dentro de la sociedad mexicana.

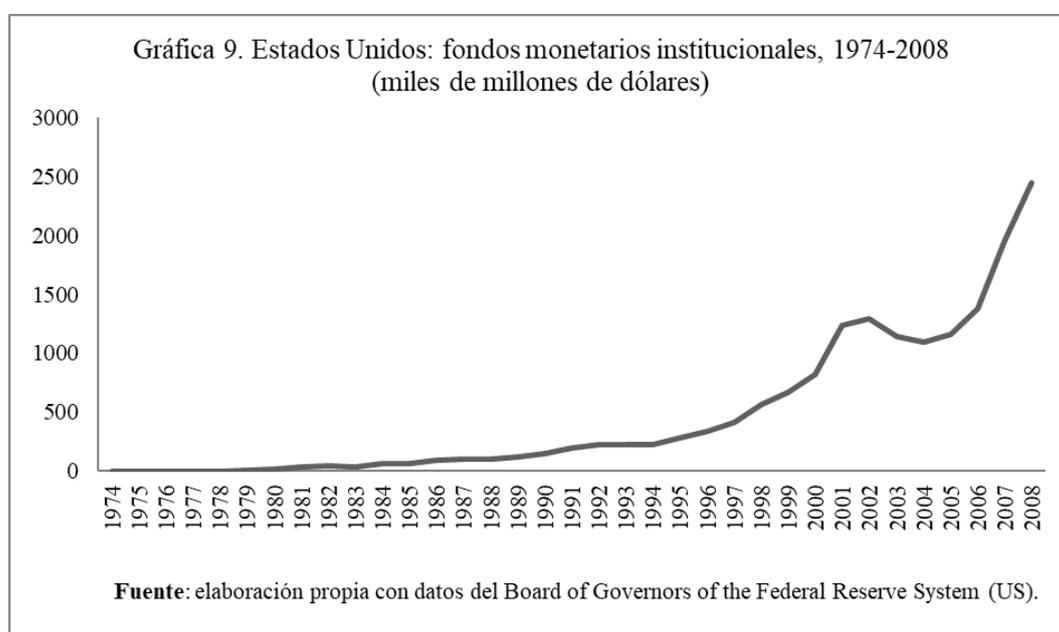
Debido al auge que tuvo el sector hipotecario en Estados Unidos, la proliferación de la concesión de préstamos para la vivienda se vio en aumento nuevamente a partir de la década de los noventas, empero, como se puede apreciar en la **Gráfica 8**, tuvo su primer despegue a finales del milenio junto a una caída provocada por la crisis *dot com*, sin embargo, repuntó junto al período de la baja en las tasas de interés hasta 2007, donde la



morosidad – es decir, el cúmulo de impagos de miles de estadounidenses – se dejó vislumbrar junto a la crisis subprime.³⁵

³⁵ Una práctica peligrosa que se efectuó con las hipotecas fue la rehipotecación por lo que el mismo paquete servía más de una vez como garantía respaldando así a una cadena de transacciones de recompra.

Por otro lado, como se ha mencionado en 1975, con la entrada de los fondos del mercado monetario (*FMM*) – inicialmente por fondos mutuos –, se atrajeron a los ahorradores tratándolos como accionistas que ganan tasas del mercado en sus acciones de fondos. Este tipo de instituciones podían ofrecer rendimientos más atractivos y, por lo tanto, desviar grandes cantidades de fondos de los bancos (Guttman, 2017:31). En este sentido, en la **Gráfica 9**, se puede observar el aumento constante de los *FMM* desde 1974 hasta 2019. Su principal auge se dispara durante la década de los noventa y disminuye durante el proceso de ajuste y aumento en la tasa de interés de la FED. Empero, los *FMM* muestran su mayor pico entre 2006 y 2008, es decir, previo a que la burbuja financiera explotase y aun cuando la crisis se encontraba en apogeo.



El éxito en general de los distintos tipos de fondos ha impulsado considerablemente la demanda de instrumentos financieros, tanto del mercado monetario como del mercado financiero y, por lo tanto, ha respaldado volúmenes de negociación en el mercado monetario mucho mayores, esto también fue impulsado gracias a las innovaciones financieras. De este modo, la gama de fondos se convirtió en el transporte principal para el ahorro por lo que sustituyó en cierta forma a la banca tradicional y el ahorro doméstico pasó a formar parte de una red especulativa que en parte forma parte de la estructura financiera paralela o también llamada *Shadow Banking* que junto a las instituciones “reguladoras” de estos mercados motivaron a la población para que siguiese entrando en las apuestas por medio de activos que en apariencia eran seguros.

2.2.2.- Agencias calificadoras: importancia e influencia para la crisis.

Las agencias calificadoras o de *rating* han existido en el mercado estadounidense brindando los primeros servicios de calificación de riesgos desde 1860 gracias a Henry V. Poor. Posteriormente las primeras calificadoras propiamente, surgieron en el año de 1909 con John Moody (Delgado, 2006: 303). En suma, una agencia calificadora es una entidad anónima con el objetivo exclusivo de “calificar” valores emitidos por un país o por una empresa. Sus ingresos derivan de comisiones que cobran por dar la calificación y, en este sentido, las calificaciones pueden ser susceptibles a no ser reales, más bien a ser compradas por quienes emiten los valores y títulos. Lo anterior influyó en la calificación de activos tóxicos como los derivados de los subprime. Otros ejemplos de activos que son calificados pueden ser valores emitidos por bancos, por países, así como de otros riesgos como lo son bonos soberanos, acciones, etc.

Ésta figura se introdujo en el mercado de capitales con el objetivo de facilitar la toma de decisiones por parte de los inversores. Las tres principales agencias de rating o calificadoras son Standard and Poor's (S&P), Moody's Investors Services y, Fitch Ratings. Éstas tres agencias toman en cuenta factores como la probabilidad de pago, capacidad del emisor de cumplir con sus compromisos financieros, así como la naturaleza y disposiciones de la obligación financiera. De este modo los inversionistas pueden usar las calificaciones emitidas como guías. Es decir, los compradores de valores pueden verificar si la inversión emana poco riesgo por lo que tendría una calificación alta, en cambio, si esa inversión representa mucho riesgo deberá tener una calificación menor y será menos atractivo para ser adquirido por inversionistas.

En el **Cuadro 4** se puede observar de forma desglosada el sistema de calificación de las tres principales calificadoras para activos de largo plazo (S&P, 2017 y 2019). Las agencias tienen distinta forma de connotar los niveles de riesgo de impago:

- i) riesgo *muy bajo* a *bajo*: incluye a todas las calificaciones de A y significa que la capacidad del emisor para cumplir con sus obligaciones es extremadamente fuerte (AAA, Aaa); es fuerte o que es más susceptible a los efectos adversos derivados de cambios en las condiciones económicas. Sin embargo, la capacidad del emisor para cumplir con sus compromisos financieros todavía es fuerte (AA, Aa, A).
- ii) *poco riesgo* a *riesgo moderado*: contempla a los poseedores de características que incurren en especulación de menor grado, empero, enfrentan constante incertidumbre y exposición ante situaciones financieras adversas, económicas o del negocio, por lo que

pueden llevar a que el emisor tenga una capacidad inadecuada para cumplir con sus compromisos financieros sobre la obligación adquirida (BBB, Bbb, BB, Bb y B).

iii) *riesgo moderado a riesgo alto*: contiene a los activos calificados que son actualmente vulnerables o muy vulnerables para cometer un incumplimiento de pago y dependen de condiciones financieras o del negocio que sean favorables. En caso de que las condiciones sean adversas, el emisor probablemente no tendrá la capacidad de cumplir con sus compromisos financieros sobre la obligación. (CCC, Ccc, CC, Cc y C)

iv) *suspensión de pago e impago*: considera que un incumplimiento de pago será general y que el deudor no pagará puntualmente ninguna o casi ninguna de sus obligaciones (D) por lo que se convierte en un activo tóxico con un riesgo especulativo alto.

| Cuadro 4. Calificaciones crediticias de emisiones a largo plazo | | | | |
|--|--------------------------------|-------------------------|---------|-------|
| Grado | Riesgo de impago | Inversión a largo plazo | | |
| | | Agencia Calificadora | | |
| | | Standard and Poor's | Moody's | Fitch |
| Inversión sin riesgo medio o alto | Riesgo muy bajo a riesgo bajo | AAA | Aaa | AAA |
| | | AA | Aa | AA |
| | | A | A | A |
| | Poco riesgo a riesgo moderado | BBB | Baa | BBB |
| | | BB | Ba | BB |
| | | B | B | B |
| Inversión de grado especulativo: Bonos Basura o <i>high yield</i> | Riesgo moderado a riesgo alto | CCC | Caa | CCC |
| | | CC | Ca | CC |
| | | C | C | C |
| | En suspensión de pago o impago | DDD | | DDD |
| | | DD | | DD |
| | | D | | D |

Fuente: elaboración propia con datos de cada calificadora

Por otra parte, en el **Cuadro 5** puede observarse el desglose de las calificaciones crediticias de corto plazo por parte de las tres agencias calificadoras (S&P, 2017 y 2019). El tipo de inversión se divide en:

A1, PRIME o F1: estas categorías de calificación significan una fuerte capacidad para cumplir con sus compromisos financieros. Dentro de esa categoría, las calificaciones

de ciertos emisores reciben el signo de “+”, el cual indica que su capacidad para cumplir sus compromisos financieros es extremadamente fuerte.

A2, PRIME 2 y F2 (+ y -): contemplan una calificación con un grado de capacidad satisfactoria para cumplir con sus compromisos financieros. No obstante, es algo más susceptible a los efectos adversos derivados de cambios circunstanciales en las condiciones económicas.

A3, PRIME 3 y F3 (+ y -): representan una capacidad adecuada para cumplir con sus obligaciones financieras. Sin embargo, es más probable que condiciones económicas adversas o circunstancias coyunturales debiliten la capacidad para cumplir con los compromisos financieros.

B (+ y -): consideran a aquellos que son vulnerables y contienen características especulativas representativas por lo que el riesgo de impago comienza a ser significativo.

C y NOT PRIME: muestra una vulnerabilidad para incumplir en el presente con las obligaciones, por lo que se encuentran en riesgo para derivar en una calificación de emisor de ‘SD’ o ‘D’.

SD: también conocido como *Selective Default*, considera la existencia de incumplimiento de una o más de sus obligaciones financieras, ya sea de largo o de corto plazo, incluyendo las calificadas y no calificadas, pero excluyendo los instrumentos híbridos clasificados como capital regulatorio o en impago.

D: considera que el incumplimiento de pago será general y que el deudor no pagará puntualmente ninguna o casi ninguna de sus obligaciones por lo que el grado de especulación es prácticamente total.

R: significa que debido a la condición financiera de incumplimiento y de especulación, está bajo supervisión regulatoria.

| Cuadro 5. Calificaciones crediticias de corto plazo. | | |
|--|-------------------|----------------|
| Agencia Calificadora | | |
| Standard and Poor`s | Moody's Investors | Fitch Raitings |
| A1 | PRIME 1 | F1 |
| | | F2+ |
| A2 | PRIME 2 | F2 |
| | | F2- |
| | | F3+ |
| A3 | PRIME 3 | F3 |
| | | F3- |
| | | B+ |
| B | NOT PRIME | B+ |
| C | | B- |
| D | | C+ |
| SD | NOT PRIME | C+ |
| R | | C- |
| | | D |
| Fuente: elaboración propia con datos de cada calificadora | | |

Tomando en cuenta las clasificaciones de las tres principales agencias de *rating*, el papel que tuvieron éstas en la crisis de 2007-2008 se debe al tipo de calificación que dieron a las hipotecas tóxicas y de alto riesgo, así como al método que usaron. En este sentido, el análisis en el que basaron su calificación utilizó la ratio de morosidad del mercado hipotecario. Es decir, las agencias basaron su calificación en el porcentaje de la cartera vencida que representaban las hipotecas. Este ratio de morosidad subió del 1% al 6% en solamente seis meses, para después incrementarse y alcanzar el 15%, el 20% y hasta el 30%. Los bonos procedentes de la titularización de hipotecas se emitían por tramos, denominándose bonos estructurados. Dichos tramos correspondieron a la calidad de las hipotecas, de tal forma que los intereses de los bonos del primer tramo correspondiente a las mejores hipotecas se pagaban con facilidad. Las del segundo tramo en principio también, pero el problema se suscita con el pago de los intereses a los del último tramo.

Las agencias, calificaron los bonos del primer tramo con una triple A. Las hipotecas subprime se incluyeron en productos financieros denominados obligaciones de

deuda garantizada (CDO), y las agencias calificadoras les dieron una evaluación dentro de la A. Los CDO tenían una rentabilidad mayor y se vendieron muy bien porque estaban bien calificados. Durante los años 2006 y 2007 se emitieron CDO respaldados por hipotecas *subprime* por importe de más de 200.000 millones de dólares. Basándose en el ratio de morosidad del 1% las agencias califican la titularización de las hipotecas como AAA e incluso muchos de los CDO. Así *Moody's* otorgó la calificación triple A al 75% de las emisiones de CDO examinadas, ya que analizó CDO's por importe de 750 millones de dólares y dio la calificación de triple A, a 563 millones de dólares. Cuando el ratio de morosidad se dispara al subir los tipos de interés y llega a ser del 30% muchos ellos cambiaron su calificación pasando de triple A, a tres en el transcurso de un día. Parece difícil creer que *Standard & Poor's* fuera incapaz de descubrir que detrás de los bonos estaban las famosas hipotecas subprime. Resulta más lógico pensar que la agencia, en lugar de cumplir con su obligación de conceder a los bonos una calificación baja (alto riesgo y baja liquidez), aconsejó al banco cómo diseñar el producto para que fuera lo más opaco posible. Luego le concedió la calificación AAA. Unos bonos con ese *rating* y un interés superior en dos puntos al de los bonos estadounidenses, se vendieron con mucha facilidad.

Debido a lo anterior, las agencias de calificación crediticia se convirtieron en un engranaje integral de la maquinaria, al haber obtenido grandes beneficios por otorgar calificaciones altas a los valores respaldados por préstamos de mala calidad. La nueva técnica significó que los bancos y sus empleados tenían nuevos esquemas de incentivos para sabotear tanto a los clientes, prestatarios y contrapartes financieras (Nesvetailova, 2019: 60). Algo de lo que no carecieron éstas agencias fue de falta de responsabilidad. Un ejemplo es el de Japón, ya que culpó a estas de tener un papel destacado en el proceso previo a la crisis que le afectó, aunque reclamó la responsabilidad de las agencias de calificación no tuvo éxito. Las agencias calificadoras manifiestan que su trabajo son “meras opiniones”.

2.2.3.- *Shadow Banking* o sistema financiero paralelo y su incursión en la crisis.

El presente subapartado busca dar una definición del *Shadow Bank* por medio del análisis de distintas interpretaciones tanto de autores como de instituciones con el fin de entender la importancia de la incidencia de la banca en la sombra (*BS*) para la crisis financiera de 2007.

La *BS* o también conocida como *Shadow Banking* fue un término acuñado por Paul McCulley en 2007, sin embargo, hasta la fecha no existe un consenso homogéneo en la academia que lo defina y concluya.³⁶ El *Shadow Bank* implica a distintos actores del sistema financiero que juegan un papel relativo a este concepto por lo que cada uno arroja su definición con el fin de no asumirse dentro de esta categoría. Por ejemplo, la banca tradicional, argumenta que el término hace referencia a un fondo de cobertura. Sin embargo, estos señalan a los fondos monetarios como los *Shadow Banks*, aunque ahí no termina la discusión ya que para estos últimos representa a los bancos *too big, too fail* (demasiado grandes para dejarlos caer), por lo que éste concepto en un sentido absoluto pareciera que no está definido (Pozar, 2017: 19) y que las propias instituciones financieras implicadas buscan señalarse entre sí para deshacerse de la responsabilidad que envuelven a las acciones de la *BS*.

Como se ha mencionado anteriormente, aunque no existe una definición concreta dentro de la academia, una amplia gama de autores e instituciones tomaron como referencia a McCulley, quién usó este término para referirse en primera instancia a los vehículos especiales de inversión (SIV), a los conductos y vehículos de propósito especial (SPV), que los bancos usaban para titularizar y descargar sus activos, así como hacía quienes atraen el financiamiento y arbitraje en torno a la regulación. (Engelen, 2017: 41). De igual forma, el autor caracteriza a los *Shadow Banks* por incidir en la transformación crediticia, de vencimientos y de liquidez.

Algunas autoridades financieras y bancarias como el Banco de Pagos Internacionales, la Organización Internacional de Comisiones de Valores y la Junta de Estabilidad Financiera definieron a la *BS* como las “Entidades y actividades estructuradas fuera del sistema bancario regulado que realizan funciones similares a la banca”. Es decir, se refieren a entidades de intermediación principalmente crediticia que se encuentran fuera de los balances bancarios (Guttmann, 2017: 26), por lo que a su vez consideran a la *BS* como instituciones ajenas a la banca tradicional y de inversión, que buscan vacíos legales en la regulación vigente para así llevar a cabo sus actividades de intermediadores

³⁶ Paul McCulley fue quien acuñó el término *Shadow Bank* a finales del verano de 2007. McCulley fungía como inversionista de bonos en *Pimco*, durante la cumbre anual de la *Federal Reserve* en Jackson Hole, Wyoming. En palabras, de McCulley (2007), el sistema de la banca en la sombra es “la sopa de letras de conductos, vehículos y estructuras de inversión no bancarios apalancados. A diferencia de los bancos reales regulados, que se financian con depósitos asegurados, respaldados por el acceso a la ventana de descuento de la Fed, los bancos en la sombra no regulados se financian con papel comercial no asegurado, que puede o no estar respaldado por líneas de liquidez de bancos reales”.

principalmente crediticios. Sin embargo, estas entidades no se encuentran del todo separadas de la banca tradicional y regulada ya que en palabras de Guttman (2017) “son formados como departamentos análogos de los bancos, de tal forma que son hasta cierto punto *independientes* en apariencia porque trabajan con la cartera de clientes de la banca que los creó y con el capital que ésta les proporciona”. Es decir, la banca, principalmente tradicional, es creadora de la *BS* por medio del desarrollo de departamentos paralelos y financiados con activos del banco creador, proporcionándoles así una amplia cartera de clientes.

Por otro lado, autores como Pozar (2008) y Pozar *et al.* (2010) caracterizan a este sistema como “un proceso de intermediación del crédito basado en la titulización” en donde existe una transformación crediticia de activos altamente tóxicos a activos a primera vista seguros. Es decir, el *Shadow Bank* dedica sus actividades en la titulización de las carteras de préstamos. Ésta titulización consiste en una “transformación crediticia”, lo que implica la eliminación del riesgo. Los tramos de seguridad crediticia se financian por medio del mercado monetario mediante la emisión de instrumentos –como se vio en el subapartado 2.2.1, se crearon nuevos instrumentos financieros como CDO’s y CDO’s–, por lo que sucede una metamorfosis en el vencimiento.³⁷ Las innovaciones financieras son el puente por el cual se busca facilitar las operaciones, principalmente las que conllevan un mayor monto de deuda, empero, esto no implica que haya una mayor conciencia del riesgo que se asume junto al apalancamiento (Guttman, 2017: 27). En este sentido, la *BS* se dedicó a titular las hipotecas bancarias por medio del empaquetamiento de los mismos. De este modo, incurrieron en una transformación crediticia de activos altamente tóxicos a activos AAA con ayuda de las grandes calificadoras, posterior a ello, los paquetes se vendieron a inversionistas como los fondos de cobertura o de pensiones y a su vez, miles de millones de personas los financiaron al ser clientes de dichos fondos

³⁷ En palabras de Pozar (2017): “el sistema del *Shadow Bank* intentó replicar la creación del dinero público a través de medios puramente privados”. Es decir, la banca en la sombra está caracterizada también por ser creadora de dinero endógeno. En este sentido, se podría decir que existe un carácter monetario del crédito de la banca en la sombra como lo existe con el del crédito público. De este modo, el crédito emitido por el Tesoro en Estados Unidos se respalda por medio de letras del tesoro, bonos, entre otros; por otro lado, el dinero que existe en la *BS* se respalda por medio de instrumentos financieros que son una consecuencia de las innovaciones tecnológicas aplicadas a este sistema. Al ser la banca en la sombra un intermediario crediticio y creador de dinero endógeno, pasa a financiar préstamos propios del mercado monetario en el mercado de capitales gracias a los instrumentos que emite. Sin embargo, existe un grave peligro en sus actividades como intermediario ya que no se encuentra dentro del marco de regulación por lo que no asegura para nada tener un respaldo monetario por medio del recibo de depósitos.

que no se encontraban únicamente en Estados Unidos y que incluso no manejaban clientes meramente estadounidenses.

Una característica fundamental de las instituciones que aplican innovaciones al sistema financiero en el que se encuentran es el escabullirse de la regulación. Es decir, la intención de la innovación es evadir la regulación por lo que pueden estar un tiempo fuera del marco que las restringe. Sin embargo, esto se acaba cuando provocan algún tipo de crisis en el sistema y las autoridades vuelven a reestructurarlo de tal modo que nuevamente se encuentren bajo las reglas del juego. Empero, como se ha mencionado anteriormente, las innovaciones tecnológicas y financieras se encuentran por lo general un paso delante de la regulación todo el tiempo, por lo que no es de extrañarse que en cuanto se reforma el sistema, rápidamente “se hallen” nuevas tecnologías e innovaciones que se apliquen al sistema financiero (Guttman, 2017: 28-29).

En perspectiva de Guttman (2017), el sistema bancario en la sombra tiene sus antecedentes en la creación del mercado del eurodólar en 1960 ya que cumplió con dos características fundamentales: i) se formó una red amplia y masiva de bancos privados y ii) se introdujeron nuevos instrumentos en el mercado monetario a través de los cuales los bancos podrían pedir prestados fondos adicionales con poca antelación. De este modo, se creó un mercado organizado por una red de bancos transnacionales vinculados entre sí a través de los dos sistemas de pagos computarizados *SWIFT* y *CHIPS*.

El *Shadow Bank* llevó al sistema financiero por medio de un amplio y complejo sistema de redes y afiliaciones dedicadas a la intermediación crediticia sin regulaciones. Es decir, el *SB* no pertenece a instituciones desordenadas, más bien a un complejo sistema donde se encuentra la vinculación entre departamentos paralelos creados por la banca tradicional, una amplia variedad de fondos que incluyen a los fondos mutuos del mercado monetario, fondos de cobertura e inversión así como agentes de bolsa y compañías financieras que funcionan dentro del sistema como los principales vehículos para el crédito y por último, el *SB* cuenta con innovadores instrumentos financieros e instrumentos monetarios diseñados de tal forma que se escabullen por los huecos y grietas de la regulación. En este punto se puede observar como el sistema bancario en la sombra es un sistema altamente desarrollado y bien articulado como el que describió Minsky (1992) en la hipótesis de la inestabilidad financiera. En este sentido, los *SB* tuvieron un papel sumamente relevante en la crisis de 2007–2008, debido a su inmersión en el papel de

intermediario crediticio no regulado y que gracias a ello y sus actividades anteriormente descritas, pudieron desestabilizar al sistema – aunque meramente estable no se encontraba – en donde la transformación del sistema financiero Estadounidense fue mecha para este tipo de actividades encabezadas por instituciones hipotecarias que emitieron valores respaldados por activos tóxicos, como lo fueron Fannie Mae y Freddie Mac; la banca tradicional que formó de paralelamente actores que emitieron bonos fuera de balance y sin restricción alguna; y por último, la “fauna” de fondos, liderados por los *FMM* que emitieron papel comercial respaldado por activos. De este modo, la banca en la sombra pasó a ser el conjunto del sistema financiero y de sus actores que terminaron por estallar la bomba de la crisis.

2.3.- Crisis y *FED* como salva guarda del sistema económico: fin de la fiesta, inyección de liquidez, dudas del regente y momento Minsky.

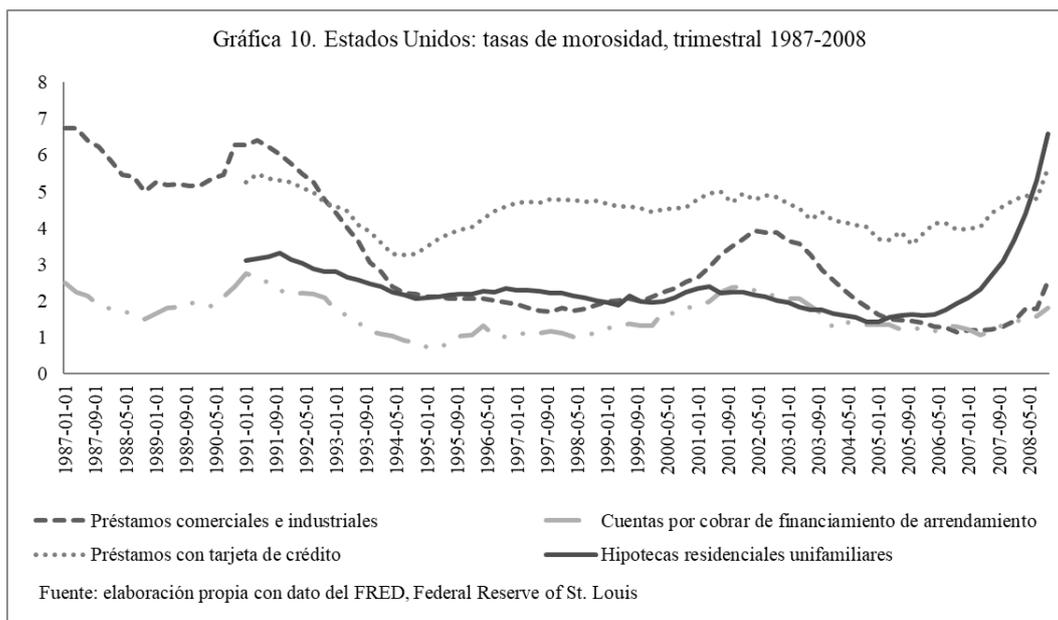
En el presente y penúltimo sub apartado del capítulo 2, dará un breve recuento de los sucesos que fungieron como señales próximas previos, así como de los acontecimientos durante la crisis de 2007–2008. Posterior al auge bursátil que se vivió durante la década de los noventas e inicios del nuevo siglo a nivel internacional, la expansión y diversificación de los mercados se reflejó con la entrada y salida de enormes fondos del extranjero, los cuales representaron oportunidades, aunque también riesgos para las finanzas nacionales y globales (Marichal, 2010: 269). En este sentido, junto a las innovaciones en instrumentos financieros, el mercado hipotecario también tuvo un fuerte impulso debido a las bajas tasas de interés que la *Federal Reserve* decretó como medida para impulsar a la economía posterior a la crisis *dot com* y a la incertidumbre que trajo a los mercados el atentado del 19 de septiembre de 2001 en las torres gemelas en *New York* propiciado por *Al Qaeda* e iniciando así una nueva etapa de guerra entre Estados Unidos y el Medio Oriente.

Como se ha mencionado, ante la política monetaria laxa que la *FED* mantuvo entre 2002 y mediados del 2004, se dio un fuerte aumento en la liquidez crediticia, de tal modo que esto fomentó el alza de la capacidad de consumo de la población estadounidense. En este sentido, el aumento en la demanda de vivienda y los llamados *créditos fáciles* impulsaron de forma visible a la industria de la construcción aunque esto fue consecuencia del maquillaje de la realidad en el poder adquisitivo de la población por lo

que la burbuja en el sector hipotecario se alimentó gradualmente ante el optimismo de los nuevos instrumentos financieros en dicho mercado (Marichal, 2010: 281).³⁸

Sin embargo, para el año 2006, el sector inmobiliario sufrió una fuerte contracción como consecuencia del aumento desmesurado en la demanda de viviendas y su posterior contracción. Sí se considera que el sector hipotecario no creció únicamente de los préstamos para vivienda sino más bien de la apertura para la creación de innumerables y activos basados en el subyacente de la hipoteca. Como se ha mencionado anteriormente, el optimismo de todos los involucrados, incluyendo gobierno, constructoras, sector privado, familias y el sistema financiero y bancario tenía que explotar. Empero, dio sus primeras advertencias durante el 2006 con el aumento de los incumplimientos de pagos ya que la mayor parte de las hipotecas que habían sido otorgadas tenían: 1) tasas ajustables denominadas *ARM's* (*Adjustable-Rate Mortgage*); y 2) éstas mismas hipotecas con tasas ajustables comenzaban a variar a partir de dicho año. Habían sido otorgadas a buena parte de los estratos más bajos de la población estadounidense, por lo que ante el aumento en las tasas que se cobraban, una gran cantidad de hipotecas comenzaron a convertirse en impagables y con ello se iniciaba un grave problema, siendo tan solo la punta del *iceberg* ya que las consecuencias no afectarían únicamente a la población de Estados Unidos, también habían entrado grandes conglomerados de bancos trasnacionales y diversos fondos de inversión – incluyendo fondos de pensiones de diversos países – por medio de la compra de activos como *CDO's* y *MBS's* así como sus correspondientes derivados, tanto de forma directa como por medio de *los hedge funds*.

³⁸ De este modo, la cultura del consumismo y los compradores de vivienda, automóviles, turistas, estudiantes, viables y no – y básicamente cualquiera que fuera preparado para firmar en la línea de puntos accedió fugazmente a la euforia del crédito. Surgió todo un segmento de préstamos de alto riesgo que incluye a los créditos fáciles o también llamados préstamos NINJA. Es decir, los préstamos a personas sin ingresos, sin trabajo y sin bienes por lo que fue un negocio perfecto pero fraudulento (Nesvetailova, 2020: 61).



Como se puede ver en la **Gráfica 10**, el aumento en la morosidad de préstamos se comenzó a disparar a mediados de 2006 con el impago de hipotecas de casas unifamiliares, a ello se comenzaron a sumar el impago de tarjetas de crédito, las cuales son usualmente usadas para la compra de bienes de consumo básicos y el pago de servicios. Otros impagos que también se presentaron, pero en menor medida fueron los de préstamos comerciales e industriales y el financiamiento por arrendamiento. Lo anterior da una perspectiva de lo que sucedía en la sociedad estadounidense entre 2006 y 2008 con las dificultades de impago, principalmente por parte de familias y la pequeña y mediana industria.

Con la suspensión de pago de hipotecas, quienes habían comprado los activos basados en las mismas cayeron, incluyendo fondos de inversión y sector bancario. A inicios de 2007, los funcionarios públicos seguían mostrándose optimistas y tachaban como erróneo que la caída en el sector hipotecario y de construcción tuviese una repercusión grave en los mercados, por lo que alentaban a que la economía seguiría creciendo.³⁹ Empero, entre marzo y septiembre de 2007, el sistema bancario y financiero

³⁹ Como plantea Marichal (2010: 294): “A mediados del mes de Agosto, el secretario del tesoro Henry Pulson, seguía insistiendo en que los problemas del mercado hipotecario estaban bajo control “ (Marichal, 2010: 294). En este sentido, las declaraciones de la administración de Estados Unidos únicamente minaban lo que ya era probable, un desplome generalizado como consecuencia de la desregulación y la fantasía por el repunte del sector inmobiliario ocasionando así especulación y éxtasis en los mercados y la economía en general.

mostró de forma visible lo contrario. En este sentido, para octubre, el director de *Merry Lynch* había renunciado como consecuencia del anuncio de sus pérdidas equivalentes a 5,500 millones de dólares en inversión de hipotecas *subprime*, junto a ello, la *Federal Reserve* comenzaría a actuar de forma precavida por medio de la baja en la tasa de interés del 4,57 al 4,5 y posteriormente al 4,2% en su tasa de referencia, de este modo intentaría aumentar el crédito disponible en los mercados.⁴⁰

Entre el 2007 y el 2008, el gobierno sabía de los riesgos que implicaba que la banca tuviese gigantescas corporaciones dedicadas a actividades comerciales y de inversión, por lo que el dejarles quebrar generaría una ola de afectados mucho mayor a la que se vio, en este sentido se puede discutir el término *too big too fail*, es decir, “demasiado grande para dejarlo caer”. Sin embargo, no fueron las máquinas de impresión de billetes y monedas de la *FED* quienes salvaron a los bancos, más bien el rescate financiero se dio gracias al fondo de rescate que devino de los contribuyentes. Es decir, la propia población afectada fue quien salvó a estos gigantes del sector bancario y financiero a pesar de haber sido los más afectados.

Para 2008 las aguas no se calmaron y *Bearn Stearns* cayó con un desplome de acciones del 90%. Un año antes, durante el 2007, había mostrado varias advertencias respecto a su quiebra junto a la caída de dos de sus fondos más importantes, su gradual decadencia en el mercado e incapacidad de operación de su fondo de cobertura. Como se vio en el primer capítulo del presente trabajo de investigación, durante la crisis, la mejor forma de solventarlo y salir es i) adaptarse rápidamente por medio de innovación o ii) ser absorbido por alguien más fuerte. Para el caso de *Bearn Stearns* la segunda opción fue su salida ya que el gigante *JP Morgan Chase* respaldado por la *FED* por medio de hasta 30 MMD, pactó la compra de la mayor parte de sus acciones por un precio de dos dólares por acción, posteriormente elevó el precio a diez dólares por acción. De este modo se evitaría una pérdida mayor.

⁴⁰ En el otro lado del atlántico, es decir, en Europa, las cosas no iban tan bien. Después de la caída de uno de los fondos de *Bearn Stearns* durante julio de 2007, en Londres – el segundo centro financiero más importante –, *Caliber Global Investment Ltd.* un reconocido fondo de inversión se desplomó como consecuencia de un efecto dominó. Más tarde, los mercados no dejaron de cimbrarse y en esta ocasión *Northen Rock*, uno de los bancos más importantes de Inglaterra, sufrió una corrida masiva ocasionando así su muy probable quiebra. Sin embargo, el gobierno actuó por medio de un préstamo equivalente a 25 mil millones de libras esterlinas (Marichal, 2010: 294-295).

Entre mayo y agosto del 2008, las dos grandes agencias hipotecarias respaldadas por el gobierno estadounidense se sumaban al reporte de pérdidas en sus estados de resultados. Como consecuencia de lo anterior, el 30 de julio el gobierno de Bush firmó un Plan de Recuperación Económica que ayudaría a rescatar a ambas instituciones hipotecarias, con ello se inyectan 300 mil millones de dólares (Marichal, 2010: 296- 297). De este modo, el gobierno junto a la *FED* intentó poner fin a la fiesta que se había gestado y gozado desde los noventas. Tanto *Fannie Mae* y *Freddie Mac* tuvieron que ser nacionalizadas (Harvey, 2009: 8) el 7 de septiembre tras no resolver sus problemas con las deudas hipotecarias que poseían y que representaban más de la mitad de las existentes en Estados Unidos.

A la par, otros dos grandes del sector – *Goldman Sachs* y *Lehman Brothers* – comenzaban a flaquear, anunciando así bajas en sus ganancias anuales. Una vez que las personas dejaron de pagar sus créditos, hipotecas y demás deudas adquiridas, los prestatarios mostraron su naturaleza desestabilizadora. El 14 de septiembre marcó el proceso de quiebra e incertidumbre en los mercados con la caída de *Lehman Brothers* tras haber sido dejado a la deriva por las autoridades correspondientes con la idea de que sí se salvaba a éste banco, podría correrse un “riesgo moral”.⁴¹ Sin embargo, lanzaron un mensaje contrario a los mercados al “salvar a unas instituciones y dejar quebrar a otras”. Esta acción repercutió severamente en los mercados internacionales y en instituciones fuera de Estados Unidos ya que múltiples e innumerables firmas tenían papeles de deuda manejados por *Lehman*. Como consecuencia de lo anterior, *American International Group* (AIG), la aseguradora más grande de EUA, había invertido en cientos de miles de millones en títulos de hipotecas, siendo que la gran mayoría eran altamente tóxicos por lo que también se cimbró en el mercado su caída.⁴² Para el 17 de septiembre, la *FED*

⁴¹ Como señala Marichal (2010: 300): “Unas semanas antes del colapso de *Lehman*, los tres hombres más influyentes del sector financiero oficial de Estados Unidos se habían reunido para discutir la suerte de esta prestigiosa firma. Ben Bernanke, director de la Reserva Federal, Henry Paulson, secretario del Tesoro, y Timothy Geithner, director del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, analizaron la posibilidad rescatar a *Lehman* tal como se hizo con *Fannie Mae* y *Freddie Mac*. Sin embargo, concluyeron que no querían incentivar el *riesgo moral*, es decir, el peligro de que *Lehman* mintiera y tomara riesgos innecesarios al saber que podría ser rescatado. Además, temían que incluso la noticia de un posible rescate pudiera convertirse en un incentivo perverso para que otras instituciones financieras actuaran de manera imprudente y confiaran en la intervención gubernamental como red de seguridad.”

⁴² En palabras de Nesvetailova (2020: 65): “AIG, la gigantesca aseguradora estuvo atrapada en una espiral descendente de su propia creación, con valores predeterminados cayendo en cascada por las estructuras. En teoría, los CDS escritos por AIG tenía cobertura por más de 440.000 millones de dólares en bonos, dinero que AIG simplemente no tenía. Por lo que la calificación del crédito otorgado fue rebajada en el mercado, con consecuencias materiales: la aseguradora ahora necesitaba aportar más garantías para garantizar su capacidad de pago. La firma no pudo hacer eso, posterior a su caída y quiebra fue rescatada por el gobierno

actuó y le rescató por medio de un préstamo de 85 MMD, con ello se logró estabilizar el 80% de sus acciones y el gobierno pasó a convertirse en dueño efectivo y asegurador (Marichal, 2010: 301).

Inmediatamente después de la quiebra de Lehman Brothers, la atención se centró en el ecosistema de los mercados interbancarios, al que, en retrospectiva, se le atribuyó la acumulación de apalancamiento excesivo antes de la crisis y de servir como canales de contagio entre bancos y jurisdicciones después de la crisis, por lo que múltiples bancos centrales coordinaron acciones el día 18 de septiembre para contrarrestar la falta de liquidez en los mercados. Un conducto importante de la crisis hacia el exterior fue la estrecha relación entre títulos de deuda del gobierno que fueron llevados a los mercados financieros internacionales y que fueron adquiridos por gobiernos de la periferia como medida de aumento en sus reservas para prever una futura estabilidad monetaria y financiera; de igual modo, el aumento constante de flujos de capital del exterior hacia el mercado bancario y de las bolsas de Estados Unidos canalizados por bancos globales y fondos de inversión en *New York* (Marichal, 2010: 283).⁴³

La crisis económica del 2007-2008 fue multifacética. Por un lado, se expresó en buena medida como una crisis hipotecaria en Estados Unidos con un efecto dominó globalizado. Tuvo lugar en los mercados internacionales por medio de un fenómeno de cartera vencida aunado a una interconexión de compra y venta de valores que se había disparado posterior a la era del *Bretton Woods* y a la desregulación de la banca y el sistema financiero internacional. Por otro lado, había sido captada como una crisis de liquidez la cual se caracteriza por la falta de crédito de corto plazo, empero, con la caída de *Lehman* y *AIG* se le vio como una crisis de insolvencia ya que los agentes financieros no pueden hacer frente al pago de sus obligaciones, existiendo así la posibilidad de bancarrota.

por un monto de \$ 85 mil millones en préstamos para AIG a cambio de un 80 por ciento participación en la empresa”.

⁴³ Marichal (2010: 283) llama a este proceso *reciclaje de reservas internacionales*. Es decir, es el proceso mediante el cual los bancos centrales de países de la periferia, países petroleros e incluso países asiáticos como Japón, compraron los títulos de deuda del gobierno estadounidense con el fin de acumular reservas internacionales, la banca local aprovechaba las bajas tasas de interés tanto nacionales como de Estados Unidos para adquirir deuda en su país – en este caso Japón – y así tomaban el dinero barato y lo invertían en valores con rendimientos altos en Nueva York.

2.4.- Conclusiones parciales del capítulo.

En el presente capítulo, se ha ahondado en la historia del sistema bancario y financiero, regulatorio y de innovación financiera de Estados Unidos. En este sentido, fueron cuatro los factores que posibilitaron en conjunto el debacle de la crisis que explotaría en septiembre de 2008: i) el proceso de desregulación que sufrió el sistema financiero junto a la internacionalización de las finanzas ; ii) los avances tecnológicos y de innovación financiera; iii) la política monetaria blanda que mantuvo la *FED* posterior a la crisis *dot com*; y por último, iv) la combinación de las actividades de apalancamiento de los agentes del sistema bancario y financiero junto con la emisión del llamado crédito fácil para los estratos más bajos de la población.

En primer lugar, se encuentra el proceso de regulación y desregulación del sector bancario y financiero. De este modo, principalmente con la derogación de la ley *G-S*, durante el mandato Clinton, impulsó lo que ya se venía cocinando de forma *ilegal* dentro de las actividades de dicho sector. En este sentido, la *G-S* había sido creada con el fin de la separación entre la banca comercial y de inversión en 1933 para proteger a los depositantes de la banca comercial ante la volatilidad del sistema bursátil en el que se encuentran las actividades de la banca de inversión. Sin embargo, con la entrada en vigencia de la *Gramm – Leach – Bliley Act*, nuevamente la banca tradicional irrumpía en el mundo el sector bursátil pero ahora en uno que se encontraba interconectado gracias a los avances tecnológicos propiciados por el microprocesador y a la globalización que había alcanzado – desde luego – al sector bancario y financiero internacional. Con el nuevo marco de regulación – que en buena medida fue laxo –, las instituciones de inversión incurrieron en apalancamientos sustancialmente amplios que pusieron en peligro sus balances. Como consecuencia de la puesta en marcha de la *GLBA* el aumento en tamaño y necesidades de los bancos se vislumbró con las subsiguientes funciones y aumento de tamaño de los conglomerados. Junto a lo anterior se dio la combinación del ahorro de millones de americanos (principalmente) y el capital dirigido a inversión, de este modo se llevó el ahorro a los mercados de capitales que se conformaron a nivel internacional.

En segundo lugar, y de la mano con el proceso – principalmente – de desregulación, se observaron avances tecnológicos que no sólo beneficiaron a la industria de la ciencia y tecnología, dichas innovaciones alcanzaron a la economía doméstica e inculcaron lo que hoy en día se conoce como la cultura consumista estadounidense. De

igual modo, revolucionaron al sector financiero y bancario, agregando así nuevas formas de trabajar a través de *clicks* en ordenadores sofisticados que interconectaron las bolsas estadounidenses con otras latitudes. Sin embargo, ahí no terminó el proceso de impacto ya que, gracias a la innovación, también surgieron nuevos instrumentos de inversión, principalmente *vehículos* financieros dentro de los que se encontraron los derivados, CDO's y CDO's sintéticos junto a un esquema de financiamiento con tasa variable en el mercado hipotecario, mejor conocidos como *Adjustable-Rate Mortgage (ARM's)*.

Un tercer elemento que agregó gasolina y prendió la mecha del incendio fue la política monetaria blanda de la *FED* en combinación con las actividades de los distintos actores del sistema bancario y financiero. De este modo, la baja en la tasa de interés impulsó aún más las actividades de apalancamiento en un proceso de dinero barato, por lo que las familias, bancos e instituciones – no solo estadounidenses – incurrieron en adquirir grandes montos de crédito, de tal forma que existió un proceso de inestabilidad económica como lo describió Minsky (1992). En este sentido, los grandes bancos de inversión se tornaron interesados ante el aumento en la popularidad de activos respaldados por hipotecas por lo que este mercado ya no estaba administrado únicamente por medio de instituciones gubernamentales como lo fueron Fannie Mae y Freddie Mac, ahora también entraban grandes firmas internacionales y privadas que inyectaban miles de dólares en la compra de dichos activos. Otros actores que tuvieron relevancia de forma sutil durante el proceso de especulación en el sector bancario y los nuevos activos derivados de ellos fueron las agencias de evaluación de riesgo como *Standard and Poor's* y *Moody's*, ya que influyeron en los mercados por medio de sus estimaciones que tendieron a ser positivas para calificar los empaquetamientos altamente riesgosos y tóxicos.

El cuarto elemento fue en parte consecuencia de los tres anteriores ya que ante la creación de las condiciones del marco regulatorio y la política monetaria baja, se pudo generar más crédito y condiciones de apalancamiento por parte de los actores del sistema financiero internacional, junto a lo anterior, las innovaciones financieras trajeron consigo instrumentos con los que diversificaron sus carteras – principalmente de fondos de inversión –, empero, trajeron consigo alto riesgo ya que existía una falta de información para los compradores por parte de vendedores junto a una compra masiva a escala internacional, lo que sirvió en parte como conducto para el contagio de la crisis. En este sentido, las familias acreedoras a créditos baratos para la adquisición de bienes inmuebles

y las que apostaron por entrar al ruedo de la bolsa por medio de los distintos fondos, fueron las más vulnerables ya que el mal manejo de las apuestas terminó como por arte de magia con su trabajo de años tras la crisis.

Capítulo 3. Crédito, regulación e innovación financiera en Estados Unidos a 10 años de la crisis de 2007-2008.

El presente capítulo está dividido en cinco subapartados de tal forma que se aborden i) la regulación del sistema financiero y bancario; ii) el comportamiento del crédito en el sistema económico; iii) los *Shadow Banks*; iv) las innovaciones del sistema financiero y v) las conclusiones parciales del capítulo. Los temas partirán desde una perspectiva posterior a la crisis hipotecaria en Estados Unidos, por lo que servirán como un contraste y balance previo a las conclusiones finales que pertenecen al capítulo cuarto del presente trabajo de investigación.

Así, se podrá apreciar sí después de la primera gran crisis del siglo XXI, las reglas de regulación para el sistema bancario y financiero realmente cambiaron o sí únicamente ha sido para aparentar y/o calmar las expectativas del sistema. Así mismo se analizará de forma breve la ley *Dodd Frank* y el *Volker Act* impulsadas por el mandatario Obama de tal forma que se pueda dar una vista al ámbito regulatorio dentro de las fronteras de Estados Unidos. Así mismo se revisará en un contexto internacional el Acuerdo de Capital Basilea III junto al surgimiento de dicho acuerdo y sus componentes como base para la regulación de la internacionalización de las finanzas.

Una preocupación continua subyacente a lo largo de todo el capítulo es ver como se permitió a la creación del sistema paralelo o también llamado *Shadow Bank*, por lo que se cuestionará el uso y endurecimiento de políticas regulatorias generalizadas como un factor en la falla para poder mediar al sector bancario y financiero.

A manera de contrastar el comportamiento del crédito, las tasas de morosidad post crisis y la formación bruta de capital fijo como ejemplo para visualizar que su comportamiento a la baja no ha cambiado, se dará un contexto general de la economía estadounidense. Por último, se expondrán algunos ejemplos que se consideran importantes para las innovaciones en el sistema financiero y bancario, principalmente durante la actual contingencia sanitaria, de tal forma que se ahondará en las nuevas plataformas y bancos digitales.

3.1.- Regulación financiera en Estados Unidos posterior a la crisis: Ley Dodd Frank, Acta Volker y Basilea III y el *Shadow Banking*.

Cuando sobreviene la debacle financiera, la fiesta ha terminado y llegan los tiempos de analizar lo que se hizo mal y cómo se puede impedir que ocurra de nuevo. De este modo,

pronto se emprende la tarea más práctica de establecer un sistema regulatorio adecuado y un conjunto de salvaguardas efectivos (Pérez, 2002: 27). Dentro de las primeras fallas de la regulación que llevan a las crisis se encuentra el visible deslindamiento y la nula identificación de los actores reales que toman las decisiones. Es decir, los bancos no las toman por sí mismos, más bien son individuos quienes de forma poco acertada las toman, siendo éstas especulativas o de alto apalancamiento con el fin de beneficiarse. De acuerdo con Goodhart (2017), las múltiples y diversas responsabilidades no son asumidas en los distintos niveles jerárquicos que componen una sola institución financiera, por lo que una de las debilidades dentro de la regulación del sistema financiero – al menos en Estados Unidos – es la inviabilidad de personalizar una ley de acuerdo a la estructura interna de cada institución ya que los supervisores terminarán culpando a sus subordinados – y así progresivamente dentro de la cadena jerárquica de mando – sobre la falta de información de las actividades llevadas a cabo por cada trabajador con el fin de obtener incentivos. Por otro lado, y ante la visible realidad de que la banca es ahora mucho más grande, compleja y ya no solo trabaja con capital nacional formando así, parte del sistema financiero internacional, la alternativa de implementar sanciones administrativas más altas vislumbraría y pondría topes a quienes se encargan en administrarlos.

Un último factor que considera Goodhart (2017) es la información asimétrica que ronda al mercado financiero, aunado a la creación constante de instrumentos que son de fácil acceso para el público en general provocando una mina constante de entrada de clientes nuevos, pero sin la información completa sobre los activos e instrumentos que compran o comienzan a utilizar por lo que la ventaja del manejo y uso de éstos queda dentro del propio sistema financiero lejos del alcance de las personas. Lo anterior también provoca fallas en la eficacia del marco regulatorio que se rige, ya que, ante la entrada de nuevos instrumentos, éstos tienen la ventaja de estar fuera de dicho margen de regulación, al menos hasta que sea reformado, cosa que no sucede con la frecuencia que debería de tener.

Posterior a la crisis financiera de 2007, autores como Engelen (2017:49) consideran que la respuesta a la gran recesión ha sido notablemente débil. En este sentido, sí se consideran antecedentes dentro del marco regulatorio de Estados Unidos y las grandes crisis, posterior al “*crack* del 29” y a la Gran Depresión que le siguió, la respuesta por parte del gobierno fue la creación de un plan nacional para combatir los estragos que aquejaban a la población en diversas dimensiones, dentro del mismo se instauraron

múltiples instancias y reformas dentro de la que se encontró la *Glass- Steagall Act*, también surgieron empresas patrocinadas por el gobierno. Por ejemplo, en el sector bancario se instauraron las garantías de los depósitos y se impulsaron proyectos de reactivación económica por medio de gasto público dirigido a infraestructura en todo el país junto a un plan de estado de bienestar. Sin embargo, posterior a la crisis de 2007, la historia no fue la misma.

Bajo la nueva administración de Barack Obama a inicios de 2009, el mandatario estadounidense había reconocido la necesidad de una reforma que alcanzara a *Wall Street* de tal forma que existiera mayor regulación y protección a la población. De éste modo la *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* fue emitida formalmente y entró en vigor el 21 de julio del 2010, dicha reforma establece que su fin es “promover la estabilidad financiera de los Estados Unidos mejorando la rendición de cuentas y transparencia en el sistema financiero, para poner fin a la banca *too big too fail*, para proteger al contribuyente estadounidense al poner fin a los rescates, protegiendo a los consumidores de prácticas de servicios financieros y de otros fines” (United States Congress, 2010: 1).⁴⁴

Parte de las acciones implementadas dentro de la *Dodd-Frank* al sistema financiero fue la consumación de una oficina de protección al consumidor albergada en la *Federal Reserve* y con independencia en su labor. Dicha oficina tendría la autoridad y capacidad de dar a la población información clara y precisa respecto a productos financieros como hipotecas y tarjetas de crédito, con el fin de protegerlos ante prácticas engañosas o tarifas abusivas. De acuerdo con Dodd (2010), la crisis económica fue impulsada por una falla generalizada para proteger a los consumidores de las malas prácticas que se llevaban a cabo en el sistema bancario y financiero.

Como se mencionó anteriormente, la reforma impulsada por el gobierno de Barack Obama buscó detener la posibilidad de que ante una crisis los contribuyentes tengan que rescatar a las grandes firmas que se colocaron en posiciones altamente apalancadas por medio de fondos del gobierno.⁴⁵ Este punto especifica que se busca cerrar a las empresas

⁴⁴ El nombre de la reforma se atribuye al senador Christopher Dodd del Estado de Connecticut y al representante Barney Frank del Estado de Massachusetts, ambos demócratas (Sánchez, 2012).

⁴⁵ Uno de los principales incentivos por lo que las empresas y firmas financieras asumen riesgo es por la creencia de que el gobierno arrojará salvavidas en caso de necesitarlos por lo que lo toman como incentivo para aumentar su tamaño y por consiguiente el tamaño de los riesgos

financieras que quiebran sin amenazar a la economía ni a los contribuyentes. Para ello surge el Consejo de Supervisión de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Board*) que trabajará para prevenir los llamados riesgos sistémicos por medio de la identificación y monitoreo de las grandes firmas, productos y actividades que podrían conducir al riesgo, con ello dará recomendaciones para que la regulación en el sistema sea más precisa y estricta.⁴⁶

Una de las reglas fundamentales que componen a la reforma es la *Volker Rule* la cual en palabras de Sánchez (2012) busca prevenir una nueva crisis financiera por medio del establecimiento de requisitos sobre el capital y el nivel de endeudamiento de la banca estadounidense. Aunado a lo anterior, dicha regla implementa regulaciones tanto a bancos como a sus afiliados, sociedades de cartera y fondos – incluyendo de cobertura y capital privado –, con el fin de prevenir los llamados *too big too fail* (Dodd, 2010: 4).

A primera vista pareciera que la reforma *Dodd Frank* ha sido un gran cambio para la regulación bancaria y financiera en Estados Unidos, sin embargo, el aumento del riesgo sistémico seguiría por medio de la interconectividad de instituciones fallidas del sector. Por otro lado, parte de los asesores económicos del presidente Obama fueron personas involucradas dentro de la construcción del sistema financiero previo a la crisis. Por último, se debe destacar que posterior a la crisis y aunque se puso en marcha la reforma, ningún ejecutivo ni responsable de las grandes firmas fue demandado penalmente ni llevado a juicio, por lo que como lo analiza Goodhart (2017), existen fallas en la regulación para sancionar a los responsables de ir minando lo que fue la crisis.

Durante marzo del 2018, el ex mandatario Donald Trump lanzó la iniciativa para derogar a la *Dodd Frank*, una de las promesas que había propuesto durante su campaña electoral y la cual cumpliría; gran parte del senado demócrata se unió al republicano para apoyar el desmantelamiento de la reforma regulatoria al sistema financiero en 2010. De este modo, parte de la banca que se consideraba *too big too fail* quedarían eximidos de las reglas que la antigua reforma les había impuesto. Con este cambio, se daría pie a que

⁴⁶ El *Financial Stability Oversight Council* se conformará por un consejo de 9 miembros, expertos que regulen el ámbito financiero federal y un miembro independiente, presididos por el secretario del tesoro en turno y un conjunto de reguladores. Su trabajo principal será el emitir recomendaciones a la *Federal Reserve* sobre reglas cada vez más estrictas acerca del capital, el apalancamiento, liquidez, gestión de riesgos y otros requisitos a medida que las empresas crecen en tamaño y complejidad. Entro otros aspectos regulatorios, tendría la autorización de exigir que una entidad financiera no bancaria sea regulada por la *FED* en caso de que su quiebra representara un riesgo para la estabilidad estadounidense (Dodd, 2010: 3).

la banca tenga más control sobre su capital y que menos bancos estén examinados por la *FED*.

En el ámbito de regulación financiera internacional, una de las respuestas fue la puesta en marcha de Basilea III, evidenciando las finanzas no bancarias y las innovaciones del sistema financiero como los derivados.⁴⁷ Como señala Ugarteche (2014: 336), el principal objeto de la tercera edición de Basilea es reforzar los capitales de los bancos así como regular la relación entre los activos y los pasivos, evitando así que la banca realice operaciones con posición especulativa o ponzi que podrían conducir a su inminente quiebra. Aunque para ese momento Basilea es conformada por 27 países, únicamente 10 han cumplido con los requerimientos de capital requeridos, por lo que los restantes 17 países no han promovido el fortalecimiento de su banca, es de destacar que dentro de éstos se incluyen a Gran Bretaña y a Estados Unidos, donde se encuentran buena cantidad de monopolios bancarios del mundo.

En general, se puede reconocer que la regulación en el sistema financiero estadounidense ha regresado en parte a las características que le formaron previo a la crisis del 2007 por lo que el aprendizaje respecto a la banca con gran poder y poca regulación a la cual temer se ha quedado en el olvido. De igual modo, deja en claro que, aunque la banca e instituciones del sistema financiero quiebren y tambaleen a la economía por las malas decisiones que pocos toman, en realidad a éstos tampoco se les castigará haciendo caso omiso a lo que bien dijo Goodhart (2017). Pareciera que la respuesta serían reformas a nivel internacional, sin embargo, aunque existe una tercera actualización del acuerdo de Basilea, ésta no es realmente eficaz, ya que no obliga a los países que conforman el acuerdo a cambiar su sistema o actualizarlo por lo que la cooperación internacional termina siendo igual de ineficaz.

⁴⁷ Debido a la inestabilidad financiera internacional visibilizada con la crisis de deuda de países latinoamericanos, surge en 1988 el Acuerdo de Capital de Basilea, los principales objetivos de este acuerdo fueron que el nuevo marco sirviera para fortalecer la solidez y estabilidad del sistema bancario internacional. Para 1996, tuvo lugar la conferencia del G7 en Lyon, su objetivo de mediano plazo fue “la aplicación de mejores medidas para hacer frente a los riesgos relacionados con el funcionamiento de los mercados financieros globales”, proponiendo así la adopción de fuertes normas prudenciales en las economías emergentes aumentando la cooperación con sus respectivas autoridades de supervisión. Por otro lado, Basilea II fue discutido durante 1997 y actualizó el marco de convergencia de medidas y estándares de capital de 1988 de tal forma que no afectase a los 25 principios de Basilea I. Por último, Basilea III surgió por lo rápido en lo que la actualización de Basilea II había dejado de ser suficiente tras el inicio de la crisis de 2007 (Ugarteche, 2014: 323 –336).

3.2.- *Shadow Banks* posterior a la crisis y el factor que lo possibilitó.

Las acciones de regulación hacia el sistema bancario y financiero se hicieron presentes desde las distintas instituciones. Como se abordó en el sub apartado anterior, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea desarrolló una serie de distintos documentos que trabajan el problema de la regulación. Sin embargo, el descubrimiento de la influencia del *Shadow Banking* o la banca paralela en palabras de Nesvetailova (2017:48) “fue un asunto diferente”. Tuvieron que pasar 2 años para que el G20, en su reunión llevada a cabo en Seúl, capital de la República de Corea, se ordenara un seguimiento a la evolución de este sector.

Un obstáculo con el que se ha encontrado la teoría y las políticas de regulación en cuanto a la banca en la sombra sigue siendo la falta de claridad respecto a la definición de éste sector. Aunque existe un acuerdo general que lo categoriza como intermediación financiera fuera de la banca regulada, aun así, su concepto difiere entre los países. Por ejemplo, para China se interpreta como la banca informal o ilegal. En cambio, para Estados Unidos y Gran Bretaña (el primer y el segundo centro financiero) significan los fondos – toda la fauna de fondos financieros – o las filiales bancarias con ubicación en paraísos fiscales (Toporowski en Nesvetailova, 2017: 181). La discusión respecto a la definición de la banca en la sombra se dio en el capítulo dos del presente trabajo, empero, es importante, aún después de doce años post crisis, señalar que se sigue sin tener un consenso concreto y que ello impide de manera formal y concreta, llevar a cabo el decreto de políticas que le regulen.

Nesvetailova (2017: 182- 187) considera que el sistema de la banca en la sombra es incentivado a través de la propia regulación. En decir, en las economías complejas desde un punto de vista financiero, la política de establecer altos márgenes de requisitos de capital para los bancos funge como un mecanismo de creación y mantenimiento para el *Shadow Bank*. El aparato inicia con la imposición general de los requisitos, generando la proliferación de activos malos en los balances de la banca. Los requisitos de adecuación servirán para mantener un capital que coincida con el riesgo de sus activos, sin embargo, en la práctica no se puede conocer el riesgo real debido a que se desconoce el futuro y estas medidas quedan un tanto sesgadas ya que son aplicadas basándose en la base de la historia pasada. Una vez establecidos los requisitos, aumenta el incentivo de los bancos por establecer subsidiarias en el sistema paralelo y de este modo eliminan de sus balances

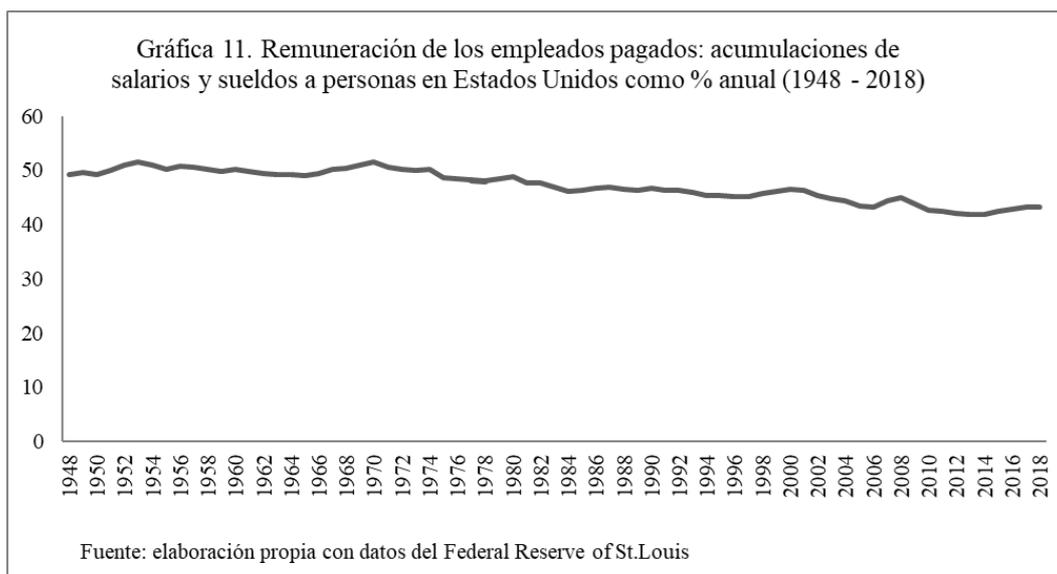
regulados los préstamos riesgosos transfiriéndolos a la banca paralela por medio de los vehículos de inversión y de propósito especial.⁴⁸

La lógica por la cual es importante señalar a los requisitos de capital como una regulación generalizada que funge como factor creador y de incentivo para la banca en la sombra es que estos requisitos son creados a manera de cubrir cualquier déficit que ponga en riesgo a la entidad bancaria. El aumento del capital social fortalece al banco, el problema surge cuando es una regla generalizada, ya que esto dañaría a los activos del sistema bancario (Toporowski en Nesvetailova, 2017: 183), provocando una inflación en el mercado de capitales si los inversionistas presionan aumentando sus compras y las entidades bancarias restringen la emisión de activos.

3.3.- Comportamiento de crédito en la economía estadounidense.

El crédito ha tenido una transición respecto al objetivo con el que fue creado. Es decir, de ser introducido y usado para posibilitar los procesos productivos pasó a complementar o incluso en algunos casos, llegar a sustituir al salario de la clase trabajadora, para finalmente pasar a financiar procesos meramente especulativos; fue un instrumento importante desde el inicio del sector bancario ya que el negocio para los banqueros se encontraba en recibir depósitos para posteriormente emitir créditos con una promesa de pago a futuro. Como se ha visto a lo largo del capítulo dos, se posibilitó el financiamiento en industrias, ciencia, tecnología y sectores novedosos, por lo que a su vez influyó en la evolución misma de la industria ya asentada, la guerra y el consumo doméstico. En este sentido, durante el siglo XX, el crédito no tuvo un papel exclusivo de financiar dichos procesos y avances, éste instrumento pasó de posibilitar la apertura y marcha de nuevos negocios a financiar la reproducción social de la población y posteriormente a financiar procesos especulativos. Es decir, el crédito comenzó a complementar al salario ante la caída real del poder adquisitivo de los trabajadores – principalmente de la clase media y baja – por lo que el aumento del consumismo en el estilo de vida estadounidense se alimentó de instrumentos como las tarjetas de crédito, créditos para autos e hipotecas. Por otro lado, comenzó a financiar los procesos financieros por medio de instrumentos cada vez más novedosos.

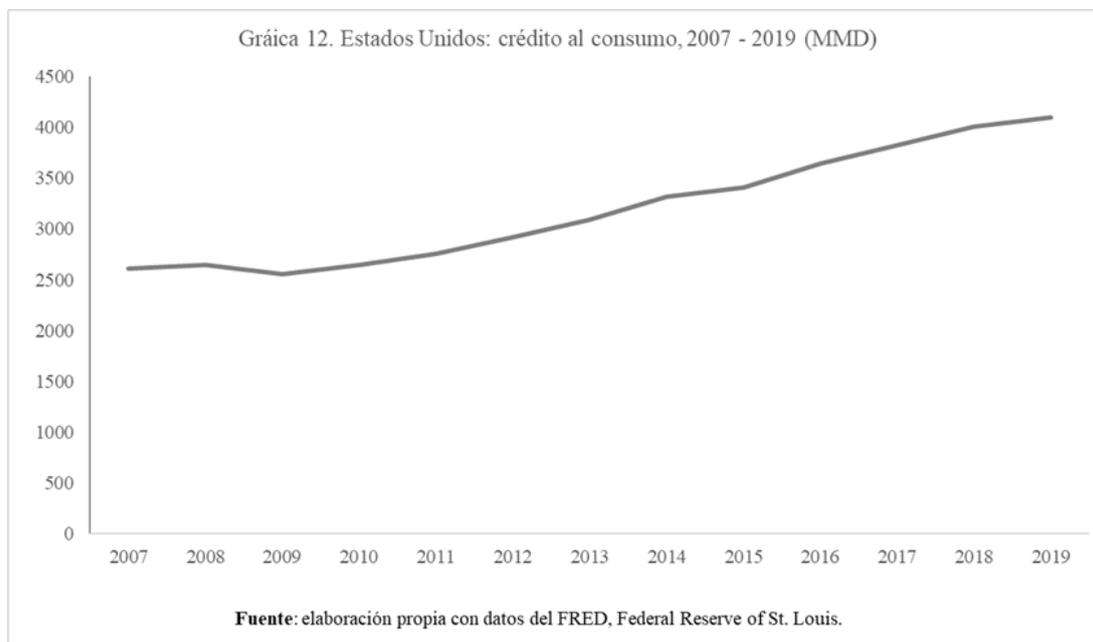
⁴⁸ Ejemplos típicos de la banca en la sombra son los fondos de cobertura o vehículos de propósito especial con balances fuera de la regulación y mayormente opacos.



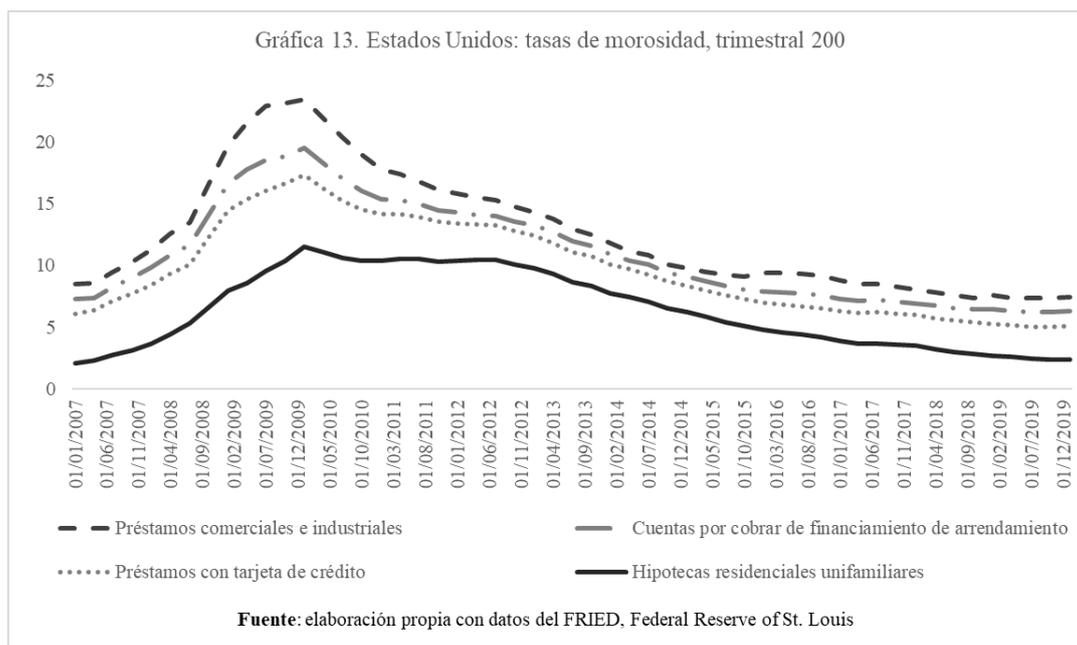
La caída en el salario real ha sido uno de los factores fundamentales para que el crédito funja con gran relevancia y como sustituto para poder seguir sosteniendo las necesidades básicas de los trabajadores. En la **Gráfica 11** se muestra la participación porcentual del salario en los últimos 70 años en Estados Unidos.⁴⁹ Aunque no marca un descenso abrupto del salario, sí ejemplifica perfectamente la tendencia a la caída del poder adquisitivo de la población trabajadora. Sí a lo anterior se suma la cultura consumista en la que se vive alrededor del planeta y la tendencia a la privatización de los servicios públicos como son la salud, educación, seguridad y transporte – por mencionar algunos–, se puede dar una suposición básica: el crédito es un factor fundamental en la economía doméstica actual. Sin embargo, esto acarrea problemas dentro de los cuales, se pueden encontrar: i) la clase trabajadora – como se ha mencionado anteriormente – recurriendo al crédito para poder tener acceso a bienes y servicios básicos; ii) ante un movimiento en las tasas de interés, el crédito puede pasar a ser una herramienta fatal para quienes tienen menor percepción salarial y una nula educación financiera; y iii) la falta de regulación en el sistema financiero y bancario atrae a mayor cantidad de personas por medio de la

⁴⁹ La caída del salario real se discutirá en posteriores trabajos debido ya que se considera de gran importancia, y su discusión amerita una extensión distinta a la de una sola mención o cuartilla. Se hace mención de la misma ya que se toma como factor secundario que posibilita a una crisis debido a que la caída del salario trae consigo a un aumento en la demanda de crédito y que si dichos créditos – en las distintas formas que se puede proporcionar a la población – son otorgados, sin medidas regulatorias adecuadas, posibilitarían la caída masiva de impago por insolvencia y, por consiguiente, debilitaría a los acreedores y el sistema financiero y bancario al que pertenecen.

llamada inclusión financiera pero podría ayudar a perpetuar y acrecentar la brecha de desigualdad económica en la que viven.

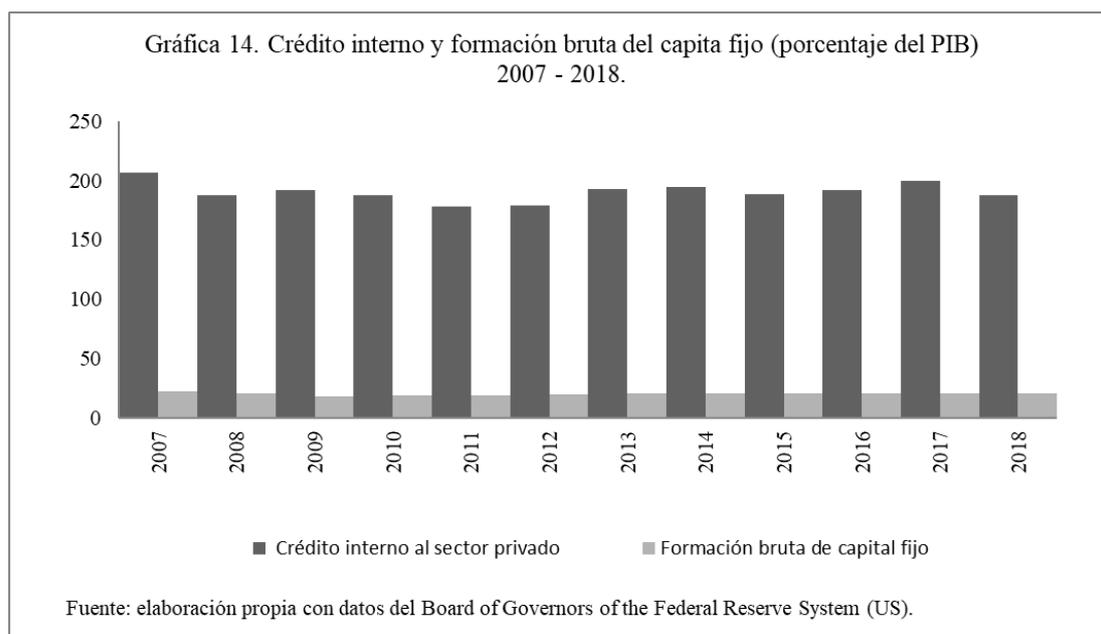


A pesar de las recientes experiencias que dejó la crisis del 2007, la tendencia al uso del crédito para el consumo no disminuyó, por el contrario, siguió al alza tal como se muestra en la **Gráfica 12**. En este sentido, el uso del crédito de forma doméstica pareció disminuir entre 2007 a 2009, sin embargo, posterior a ello volvió a aumentar constantemente hasta el año 2019. No es de esperarse que, dentro de la economía más consumista, su población se prive de adquirir bienes materiales e intangibles, aunque esto los lleve a contraer deudas por medio de préstamos. Por otro lado, la disminución de programas sociales durante el mandato de Donald Trump también pudo haber contribuido a que la población más vulnerable optase por herramientas de deuda para poder sobrevivir.



Algo que puede considerarse de forma positiva es que las tasas de morosidad en distintos tipos de financiamiento han disminuido lo cual puede ser observado en la **Gráfica 13**. Previo y durante la crisis de 2007, éstas tasas habían aumentado, lo cual hace referencia a que la tasa de impago y de personas incumpliendo con sus obligaciones como lo son hipotecas y tarjetas de crédito – por poner dos ejemplos comunes –, se encontraban en aumento y fue una de las razones por las cuales se comenzó a minar la crisis que explotó visiblemente en 2008 ya que habían surgido instrumentos financieros que se basaban en los subyacentes de éstos. Sin embargo, la curva comenzó a descender a finales de 2009 y comenzó a aplanarse hasta el año 2015.

Como se ha mencionado anteriormente, la tendencia del capital dirigido al sector especulativo no ha sido contrarrestado después de la crisis de 2007-2008. Aunque no debe malinterpretarse lo anterior, el capital se moverá sin restricción al campo o área que mayor beneficio le dé. Empero, la falta de un marco que regule las acciones especulativas de forma clara, trastorna su uso y pone en peligro al propio sistema financiero. En este sentido, en la **Gráfica 14** se puede observar como desde los noventas – y en realidad desde antes como se vio en la **Gráfica 6** y en el capítulo dos – el crédito interno al sector privado es mucho mayor que el dirigido a la inversión en maquinaria, equipo y en construcción de nuevas plantas productivas. Lo anterior puede responder a dos factores: el crédito doméstico y el dirigido al sector especulativo.



En suma, las condiciones del sistema financiero y del uso del crédito no han cambiado mucho a comparación de las que existieron previo a la crisis del 2007. Lo anterior tiene múltiples caras dentro de las cuales se puede destacar la necesidad de deuda doméstica en la economía estadounidense – y en realidad en muchas economías incluyendo la mexicana –; aunque la morosidad ha sido reducida de forma drástica, esto no significa que las familias dejen de apalancarse con tal de saldar sus deudas anteriores; por último, habría que investigar de forma más exhaustiva hacia dónde se está dirigiendo el capital, ya que en el área productiva no se ha reflejado. Con ello se puede hacer una última mención la cual es el aumento en el financiamiento a empresas de tecnología – sí como sucedió durante los noventas en EUA – dedicadas a la medicina, pero ello ha sido algo más reciente debido a la contingencia sanitaria acarreada por el Covid-19.

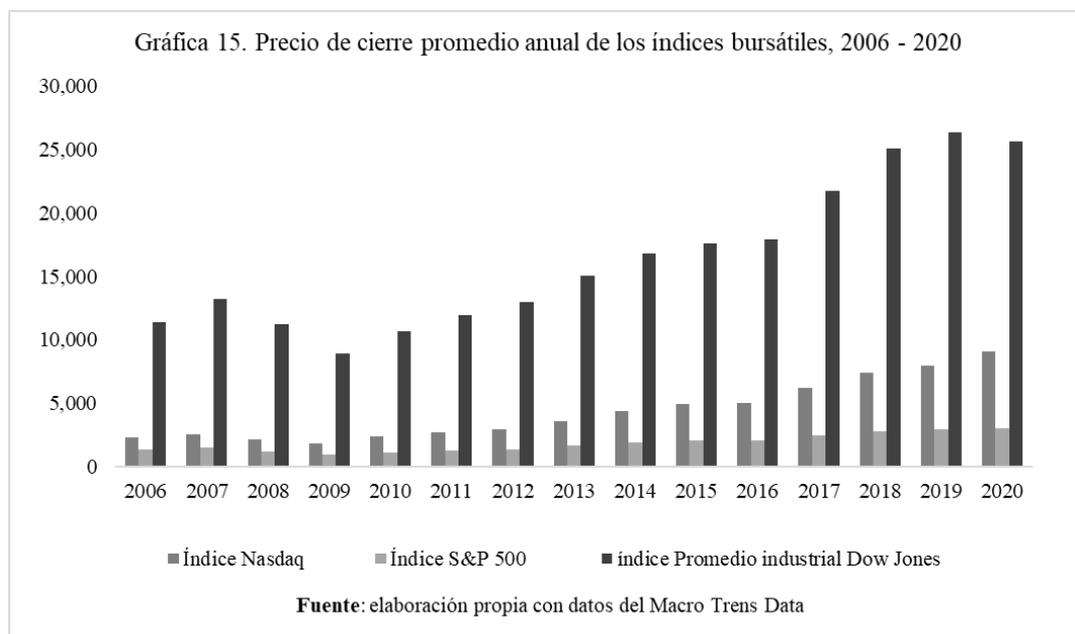
3.4.- Innovación en el sistema financiero: Plataformas y bancos digitales de concesión del crédito.

La mayoría de los estudios publicados respecto a la innovación provienen después del 2009. En este sentido, una amplia definición emana de los reguladores, quienes describen a la innovación financiera como la introducción de “algo nuevo que reduce los costos, los riesgos o proporciona un producto, servicio o instrumento mejorado y satisfaciendo así las demandas de los participantes dentro de un sistema financiero” (Nesvetailova, 2019: 55). En este sentido, durante las dos últimas décadas, la compra y venta de instrumentos y acciones ha sufrido grandes cambios, los cuales se ven reflejados con el tipo de

comercio que ha transitado de ser físico a ser meramente o en su mayor parte electrónico en las principales Bolsas de Valores del mundo. Ésta nueva era de la tecnología en el sector financiero se ha logrado gracias a grandes líneas de comunicación y a novedosos ordenadores que son capaces de analizar noticias y datos comerciales por medio de algoritmos de tal forma que pueden encontrar estrategias comerciales en microsegundos. Sin embargo, el uso de éstas tecnologías y el almacenamiento de datos históricos requieren de sistemas costosos por lo que el número de grandes operadores es pequeño.

Un factor que también posibilita el actuar del mercado de valores hoy en día es la fragmentación. Es decir, el mercado se ha ido subdividiendo en respuesta a las necesidades, comportamiento y productos ofrecidos. Sin embargo, el mercado de capitales que existe hoy deja que desear ya que puede llegar a ser injusto con los inversionistas. Lo anterior se puede deber a la falta de claridad en el proceso de compra/venta llevados a cabo por medio de los ordenadores. Deben considerarse los factores políticos, de gobierno y/o de regulación como respuesta al funcionamiento del mercado de capitales, ya que éstos se encuentran inmersos en cualquier mercado y el de valores no es la excepción. El gran reto para este mercado como sistema son los intermediarios, quienes crearon estas vías de compra/venta, pero a su vez se interponen de forma oportunista, ya que tienen un acceso completo a la información del mercado respecto a las compras, precios y tendencias. Debido a lo anterior, se busca una gobernanza que gestione los conflictos de interés entre las partes, contrario a ello la mala regulación aprovecha los conflictos de intereses con el fin de beneficiarse y enriquecerse. El mercado no puede, es ni será perfecto, empero se debería buscar invertir en normas, reglas y regulaciones que beneficien al mercado en general. La buena gobernanza se pudo apreciar en gran parte del siglo XX con las normas nacientes del *New Deal*, en tanto al

siglo XXI se ha manifestado una mala gobernanza del mercado de capitales que fue modificado posterior a la *Gramm Leach Bliley*.



Aunque el mercado ha sufrido cambios de aumento y disminución en las reglas, posterior a la crisis del 2007, los índices bursátiles siguieron aumentando. La **Gráfica 15** está compuesta por la evolución del cierre anual de los tres principales índices bursátiles – de los cuales se habló en el capítulo 2 – en un periodo de 14 años. El primer índice es el *Nasdaq*, el cual está básicamente compuesto por empresas de tecnología o que se consideran como innovadoras, entre ellas se pueden destacar empresas dedicadas a la innovación tecnológica en software como *Microsoft* y *Adobe*, de la fabricación de semiconductores como *Intel* o de tecnología en hardware y almacenamiento como *Apple*; otras dedicadas al servicio de comunicación como *T-Mobile Us* o *Facebook*;; del servicio de entretenimiento como *Netflix*; de igual modo se empresas dedicadas al procesamiento de datos como *PayPal* con su sistema de pagos en línea a nivel internacional; también se pueden destacar empresas como *Intuitive Surgical* dedicadas al sector salud o *gileadSciences* y *Amgen* dedicadas a la biotecnología; y por último del *e-commerce* como *Amazon*.

El segundo índice es el *Standar&Poors 500* mejor conocido como el *S&P500 Índice*, el cual aglomera acciones de las 500 principales empresas de Estados Unidos y se puede considerar como el índice de referencia por excelencia. Éste índice contiene parte

de las empresas del índice de *Nasdaq* ya que considera a las empresas con mayor relevancia, incluyendo a las de ciencia y tecnología. Algunos ejemplos – sin repetir a los del índice anterior – son *Boeing* dedicada al subsector aeroespacial y de defensa; empresas dedicadas al sector financiero y de banca como *Wells Fargo*, *Bank of America* y *JP Morgan Chase*; por otro lado se pueden encontrar empresa de entretenimiento como *The Walt Disney Company*; también aparecen empresas del sector salud como *UnitedHealth Group*, *Johnson & Johnson* y *Pfizer*, ésta última encargada en crear una de las vacunas para combatir la pandemia del Covid-19.

El tercer índice es el *Dow Jones*, el cual aglomera a las acciones de 30 empresas, de éstas no todas forman parte de las principales empresas en Estados Unidos según su capital, por lo que está compuesto por empresas que también se encuentran en los dos índices anteriores, más otras pertenecientes a sociedades anónimas. Dentro de las empresas que cotizan éste promedio industria se encuentran de maquinaria para a construcción y camiones pesados como *Caterpillar*; del sector financiero como *Goldman Sachs* y *American Express*; de la industria de indumentaria y de accesorios como *Nike*; también se encuentran del área de restaurantes como *McDonald's* y de la industria refresquera como *The Coca-Cola Company*.

En suma, éstos tres índices aglomeran, ya sea por capital o importancia, las acciones de grandes empresas dedicadas a diversas industrias. Lo último a destacar de la **Gráfica 15** es que del 2019 al 2020, el *Dow Jones* disminuyó de forma significativa, en cambio el *Nasdaq* aumentó y el *Standar&Poors500* prácticamente se mantuvo constante. Quizá valdría la pena analizar las acciones de forma detenida para empresas de entretenimiento, empresas dedicadas al sector farmacéutico y de la salud y para empresas del sector financiero. Aunque éste no es el fin de la presente investigación, se puede dar una aproximación del comportamiento de las mismas tomando en cuenta las condiciones que trajo consigo la pandemia. En este sentido, no es difícil de imaginar que, durante el año del 2020, el capital se movió hacía dichos sectores, además de haberse movido hacia instrumentos financieros estratégicos de los mismos.

Por otro lado, y en el ambiente de la contingencia sanitaria, los avances en la tecnología digital han funcionado como herramienta para el sostén de la economía, incluyendo el de la economía doméstica donde se ha dado presencia en la compra del mandado y artículos para el hogar por medio de aplicaciones móviles y páginas *web* de

las propias tiendas o de quienes ofrecen los productos. De igual forma, los servicios financieros se han dinamizado por medio de la implementación de cajeros automáticos y de aplicaciones móviles que ofrecen las instituciones bancarias. Previo a la crisis sanitaria del Covid-19, la tendencia a la digitalización de los instrumentos financieros, así como de servicios bancarios ha sido una realidad fugaz. Tanto los bancos más conocidos como los que comienzan a tener presencia gracias a su modalidad totalmente digital – es decir, de nuevos bancos que no requieren de construcciones físicas, gran cantidad de trabajadores y de maquinaria, así como de equipo para llevar a cabo sus actividades – ha sido tendencia y se ha posicionado como una herramienta indispensable durante los últimos meses de confinamiento.

El sector bancario suele comportarse de forma oligopólica, donde un reducido número de grandes bancos son los dragones acumuladores de la mayor parte de activos, cuentas bancarias en el mercado y en general mayor actividad, cerrando así –al menos en la teoría – las puertas a la mayor parte de pequeños bancos y de nuevos actores que intentan entrar al negocio. Los nuevos personajes del sector bancario, y principalmente del *Fintech*, dedicados al financiamiento doméstico y a sectores no bancarizados de la población, entran al sector bancario y financiero mediante un esquema de trabajo en gran parte digital, siendo ésta una de sus ventajas competitivas en el área y una innovación a la cual, los anteriores actores han tenido que adaptarse. Ésta nueva banca digital se centra en las generaciones más jóvenes, a quienes se le ha cerrado o puesto trabas a la hora de abrir cuentas y adquirir tarjetas de débito y de crédito. De este modo, la banca digital brinda apertura de una cuenta al alcance de un *clic*.

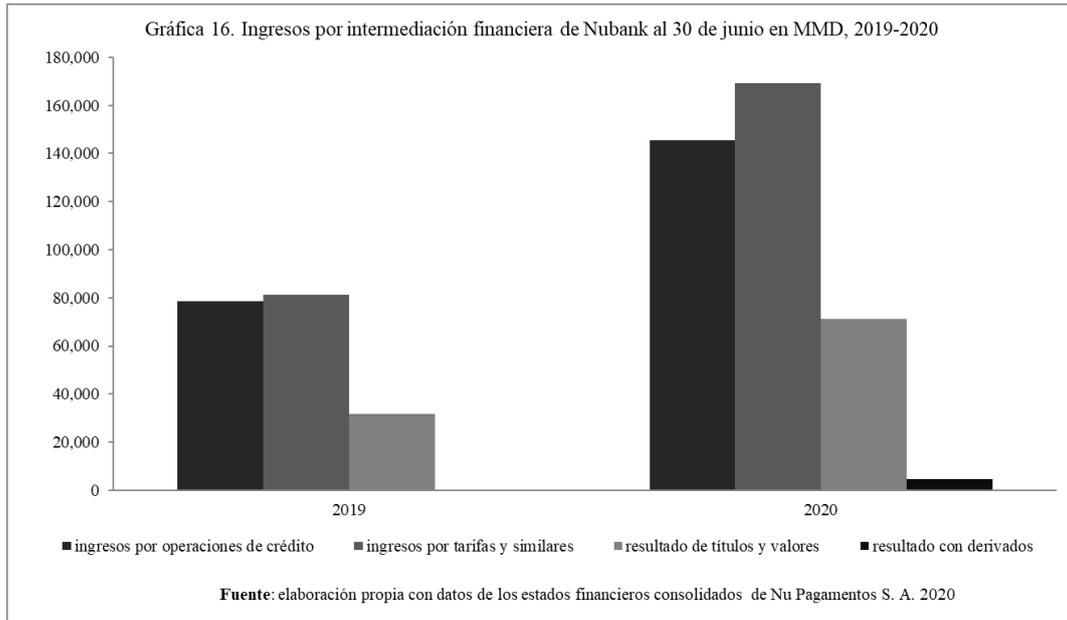
Tomando en cuenta que tanto la generación *millennial* con *GenZ* han crecido y nacido – según el caso – junto a la última revolución tecnológica que incluye a la nueva era digital, la alternativa y viabilidad de ahorro de tiempo y desgaste físico para la apertura de cuentas bancarias funge como la herramienta perfecta para los nuevos potenciales consumidores, por lo que, quienes pertenecen a alguna de éstas dos generaciones, ponen en una balanza la elección entre un mar de papeleo y un par de *clicks*. De éste modo durante los últimos años, la población más joven ha comido, estudiado y trabajado desde que el mundo se volvió más digital que análogo.

Dentro de los servicios del *Fintech* se pueden encontrar desde los más básicos como el manejo de cuenta, pagos electrónicos y transferencias hasta la concesión de

crédito o *crowdlending*, transacciones internacionales, intercambio de divisas e incluso, a raíz de la crisis financiera del 2007, también surgió el *crowdfunding* inmobiliario. Ahora bien, la mayor parte de estos términos parecen confusos – como tradicionalmente la banca y el mercado financiero se han encargado por complejizar conceptos para el entendimiento nulo de la población –, por lo que es importante ponerle nombre y apellido a quienes encabezan y realizan éste tipo de actividades.

Tomando en cuenta la apertura de la nueva banca digital y de sus facilidades para la entrada de clientes, plataformas como *Nubank* o *Ualá* han tenido una aceptación positiva por la población latinoamericana. Para el caso del primero, éste banco surgió de la necesidad de un colombiano por abrir una cuenta en Brasil y al encontrarse con el “No” de la banca brasileña ante su necesidad, decidió crear su propio banco con un bosquejo digital de trabajo y operación. En su sitio *web* ilustran con un bonito color morado el gran tamaño de su mercado al ser el número uno en banca digital en América Latina, brindando servicios en Brasil, Colombia, Argentina y recientemente con entrada a México. De éste modo, se ha posicionado fuertemente gracias a la tecnología que ha creado y maneja, brindando así seguridad digital, como ellos mismos lo denominan en su página de internet. Dentro de los servicios que ofrece se puede destacar que no cobran anualidad ni comisiones por el uso de sus tarjetas de crédito que tienen convenio de trabajo con *MasterCard Gold* y apertura de cuentas que de igual modo no generan comisiones por su manejo.

En la **Gráfica 16** se puede apreciar que durante el 2020 el aumento del ingreso de *Nubank* tan solo en Brasil fue significativo, por lo que en 2019 pasó de tener una entrada de 191,355 MDD a 390, 522 MDD en el 2020. El aumento de número de cuentas, uso de sus tarjetas de crédito, inversión en títulos, valores y derivados se ve reflejado en el aumento de sus ingresos. Buena parte de este incremento se debe a su popularidad y uso durante el confinamiento. Los clientes del gigante brasileño han ido optando por la banca digital para la inversión en activos y para su uso por medio de la compra con tarjeta de crédito. De este modo, la pandemia les ha caído como anillo al dedo a bancos que trabajan de forma digital al 100% pues su esquema de funcionamiento estaba previamente consolidada y estructurada a comparación del proceso hacia la digitalización de la banca tradicional que ha sido lenta durante los últimos años.



La banca tradicional se ha ido renovando incluso previo a la crisis del Covid-19 con aplicaciones móviles por medio de las cuales cada quien puede realizar operaciones básicas como por ejemplo el manejo de cuenta y transferencias electrónicas – sustituyendo los depósitos bancarios y en buena parte la actividad física llevada a cabo por empleados – con ello, buscan su lugar dentro de la nueva banca digital. Sin embargo, han mostrado debilidades en protección a sus cuentas habientes provocados por fraudes telefónicos y por medio de mensajes de texto. Recientemente han salido a la luz noticias de clientes de distintos bancos conocidos en México, a quienes se les ha robado sumas de dinero y en las que las entidades bancarias no siempre han encontrado una solución en beneficio de sus clientes. Un problema que ha devenido junto a la digitalización, y que no es exclusivo de la vieja guardia, la vulnerabilidad de la información de los clientes.

¿Será éste el fin de la banca tradicional? En realidad, es impredecible, quizá sea un gran paso para la digitalización de los servicios bancarios y financieros, empero, es uno muy pequeño tomando en cuenta la ferviente y constante transformación de este mercado y las lentas leyes que lo regulan, pero la historia de la liebre y la tortuga es para otro día.

3.5.- Conclusiones parciales del capítulo.

Durante el presente y penúltimo capítulo se pudo realizar un recuento respecto al comportamiento del sector bancario y financiero, la regulación, el crédito y las innovaciones aplicadas en el mismo sector, así como la nueva banca digital y los nuevos instrumentos de inversión impulsados por medio de aplicaciones móviles, todo bajo un contexto a diez años de la crisis *subprime* en Estados Unidos.

En primera instancia, se pudo observar que aunque surgieron reformas a la ley en el sistema bancario y financiero estadounidense durante los dos mandatos de Barak Obama, no tuvieron un impacto real y mucho menos se llevó a cabo algún tipo de justicia que compensara a todo aquel – dentro y fuera de las fronteras estadounidenses – a quien se haya afectado por el mal manejo, el apalancamiento y la irresponsabilidad de bancos, fondos – de inversión, seguros, etc. – aseguradores, calificadoras, entre otros actores y que gracias a ellos se propició en buena medida la crisis del 2007, dejando como impacto una crisis con contagio internacional y a miles de familias sin ahorros, casa y trabajo. Así mismo, se puede concluir que la regulación por sí sola no puede efectuar – como por arte de magia – un buen manejo o camino a la transparencia y restricción de los agentes de la banca y el mercado financiero. Más allá del aumento y endurecimiento o disminución y ablandamiento de las políticas que regulen a este sector, se debe tomar en cuenta y llevar a cabo un trabajo constante respecto a las nuevas tecnologías y nuevos agentes que podrían surgir como consecuencia de políticas generalizadas o bajo contextos de nueva tecnología que no es contemplada en la política y que en ese momento deja de ser funcional. Para ambos casos, se puede aprender que la constancia en regulación no significa el endurecimiento de la misma o el decreto de una ley que quede asentada por 50 años.

En suma, el marco de regulación está caracterizado por un desfase y por ende en desventaja ante la creación de innovaciones y surgimiento de nuevos actores del sistema. Actualmente ésta desventaja no es más que una consecuencia del aumento rápido en el cambio tecnológico. El surgimiento de la banca en la sombra fue ocasionado – de acuerdo a Nesvetailova (2017) – por un endurecimiento en las normas de capital social requerido para el funcionamiento de la banca. Por otro lado, la desaparición entre las normas que separaban la banca de inversión de la banca tradicional terminó indirectamente en actividades de alto apalancamiento previo a la crisis de 2007. En este sentido, el marco regulatorio se encuentra en todo momento desfasado y desactualizado respecto a las

actividades, no significa que deba existir más o menos regulación. En realidad, los encargados en supervisar al sistema bancario y financiero deberían poner atención y centrar su trabajo en la creación e impulso de normas que no dejen fuera a los nuevos instrumentos y actores.

Por otro lado, el comportamiento del uso del crédito para la economía doméstica no ha cambiado. Es decir, ante el poco o nulo aumento en el salario real, la población estadounidense ha seguido usando al crédito para realizar pago y compra de artículos de primera necesidad, autos, casas, seguros médicos, gastos por estudios superiores, entre otros. El uso del crédito es un instrumento que no debe ser malo, sin embargo, su mal manejo sumado a tasas de interés que podrían variar, sumerge en un espiral de contraer deuda para saldar deuda posicionando a familias y empresas en posición ponzi, lo que a mediano plazo se vuelve insostenible. Si los instrumentos financieros están basados en deuda de terceros y la misma entra en moratoria, la venta de este tipo de instrumentos de forma deliberada ocasiona lo que se vivió en 2007. Así mismo, la tendencia de dirigir el financiamiento a sectores no productivos no ha cesado por lo que los mercados financieros internacionales siguen siendo prioridad para el financiamiento en lugar de serlo los sectores productivos.

El surgimiento de los nuevos actores digitales muestra un nuevo paradigma respecto a las limitaciones actuales del marco tanto de actividades que éstas pueden o no llevar a cabo como de su propio funcionamiento e instrumentos y herramientas que pueden o no ofrecer al consumidor. El diseño e implementación de las políticas que regulan a cualquier sector suelen enfocarse en lo existente por lo que es evidente que los supervisores del sector bancario y financiero no iban a imaginar la existencia de bancos, fondos de seguros, inversión, entre otros actores digitales, sin embargo, esto no exime que las normas se estén actualizando en todo momento con el fin de prevenir conductas que pongan en riesgo al sector, la economía o a los propios inversionistas y consumidores, como ya se ha visto con anterioridad y también durante los últimos meses.

Capítulo 4. Conclusiones finales.

Como mencionado en el epígrafe, para el sistema bancario y financiero, la “música” iba descendiendo y lo que había sido una fiesta llena de alegría, especulación, desregulación e innovaciones llegaba a su fin con el cese total de la música y la quiebra de los *big too fail* en 2008.

A lo largo de la presente investigación se han involucrado tres factores fundamentales – el crédito, la regulación y las innovaciones – que por medio de un proceso histórico posibilitaron la crisis subprime. Por lo que en el presente capítulo se recapitulará en los ejes más importantes analizados en las conclusiones parciales dadas en los capítulos anteriores a manera de dar de forma general conclusión al trabajo.

En primera instancia se dio un análisis teórico respecto al crédito, los esquemas de financiamiento y el impulso del ciclo económico. La necesidad de emisión de crédito es esencial para dar inicio al proceso de producción en la economía, y de este modo impulsar al ciclo económico. Se necesitan circunstancias específicas para que el financiamiento de las entidades dentro de la economía no incurra en posición especulativa y mucho menos en una ponzi. Es importante recordar que la creación del endeudamiento en forma de crédito – principalmente en el caso de las empresas – tiene como fin financiar al sector productivo por medio de la formación bruta de capital fijo, por lo que su desvío hacía el sector especulativo de la economía no sólo no genera e impulsa al ciclo, también reproduce esquemas de apalancamiento por medio de nuevos instrumentos que benefician a pocos.

Visto desde una perspectiva schumpeteriana, y en términos darwinistas sobre el comportamiento de los agentes económicos, en el presente trabajo se apreció al sistema bancario y financiero. En este sentido, el ciclo económico ha sido impulsado por las innovaciones, permitiendo que los innovadores y quienes sean capaces de la adaptación sigan existiendo en las nuevas instancias. Sin embargo, aquellos que no tienen esa capacidad adaptativa tan desatada, quiebran – y mueren – o son absorbidos por los más fuertes – como sucede en las adquisiciones y fusiones. La “ley del más fuerte” es clara y visible a la hora de analizar la conducta de las entidades bancarias y los actores financieros en general. Aunque muestran una gran debilidad impulsada por la euforia de políticas regulatorias laxas o políticas de regulación desfasadas, como es el caso de la banca en la sombra. En este sector se cumple la premisa del impulso económico a través de la

innovación y creación de nuevos instrumentos y, en este sentido, en los momentos de crisis, las entidades que no pueden mantenerse en función, ni adaptarse al nuevo paradigma tecnológico, quiebran o son absorbidas. Es importante aclarar que la crisis no es fruto exclusivo de un solo factor, ella siempre será resultado de la combinación entre diversas variables que confluyen hacia la generalización de la fragilidad financiera. Así mismo, durante el capítulo primero se analizaron las premisas dadas por Minsky a lo largo de su carrera por lo que se señala que la crisis *subprime* surge en buena medida debido al esquema de financiamiento dado gracias a las condiciones regulatorias previo a ella. Es decir, en términos minskyanos, la dinámica de incremento de la fragilidad financiera se dio por la estructura de pasivos y de la capacidad de solvencia de las empresas, familias, gobiernos, pero, principalmente, por la estructura financiera de las entidades del sistema bancario y financiero que, debido a un aumento en requerimientos de capital durante los años ochenta, comenzó a proliferar de forma paralela a la economía el sistema bancario en la sombra.

Durante el segundo capítulo se profundizó en la historia del sector bancario, financiero y regulatorio gestado en Estados Unidos durante cien años y, principalmente, durante el siglo XX. Se pudo encontrar que, aunado a los tres principales factores de esta tesis, el proceso de internacionalización de las finanzas fue fundamental para el contagio de la crisis *subprime* alrededor del mundo. En este sentido se puede observar que el proceso regulatorio sufrió distintas etapas de aumento y disminución en las medidas y leyes que norman a la banca y a los agentes financieros por lo que la derogación formal de la Ley *Glass Steagall Act* y la puesta en marcha de la *Gramm – Leach – Bliley Act* fue decisivo para que los conglomerados financieros actuaran sin restricción de labores que separasen a la banca tradicional y a la banca de inversión pero ahora en un escenario internacional que no tenía fronteras en el sistema financiero; aunado a lo anterior, el incremento paulatino y constante de requerimientos de capital para los bancos a partir de los años ochenta influyó en la creación silenciosa del sistema bancario paralelo mejor conocido como *Shadow Bank*, mismos que mantuvieron fuera del balance legal los enormes márgenes de pasivos de la banca y fondos de inversión. Junto a lo anterior, la disminución de las tasas de interés como una medida pro cíclica impulsada por la *FED* para dinamizar a la economía después de la crisis *dot com* impulsando así el aumento de créditos y sobre todo de créditos baratos, promoviendo desde un factor regulatorio la crisis.

El proceso de innovación y avances tecnológicos, principalmente a partir de la invención del microprocesador durante los setentas, influyó para conectar como jamás se había visto antes al mundo en general y en este sentido al sector financiero internacional ocasionando una internacionalización de las finanzas donde surgieron procesos de fusión bancaria y privatizaciones a gran escala en el sector. De igual forma, nacieron múltiples instrumentos financieros que llevaron inversión de un país específico a los mercados internacionales. Durante los ochentas surgieron y tomaron fuerza distintos fondos, los cuales participaron en la compra de dichos instrumentos con el fin de llenar sus bolsillos y el de sus inversionistas que en muchos casos fueron pensionados, familias de clase media, entre otros, por lo que el aumento en el apalancamiento y compra de activos proliferó junto a la concesión crediticia y principalmente la concesión de hipotecas a muy buenas tasas de interés de quienes las adquirirían por lo que la invención de instrumentos respaldados por hipotecas no se dejó en la simple idea y nacieron los valores respaldados por hipotecas que fueron a su vez empaquetados en *Mortgage Backed Securities (MBS)* y a su vez surgieron los *Collateral Debt Obligation (CDO)*, creando así instrumentos que estaban respaldados por la garantía de pago de las hipotecas que empaquetaba y por otro lado derivados del crédito emitidos para obtener una remuneración a un corto plazo en vez de a largo plazo como es el caso de las hipotecas. Con la bursatilización de activos y creación de nuevos instrumentos no se tardó en llevar los mismos a los mercados internacionales de tal forma que bancos y fondos de inversión los adquirieron. Sin embargo, las letras pequeñas de dichos instrumentos respecto a su nivel de riesgo y el maquillaje plasmado por parte de instituciones calificadoras como *Standard and Poors* y *Moody's* no se dejó ver hasta el 2007.

Retomando a una de los epígrafes de la tesis, aunque la música sonaba y los actores no dejaban de bailar, el ambiente comenzó a tornarse pesado con el ajuste de las tasas de interés por parte de la *FED* ocasionando así que miles de estadounidenses dejaran caer de forma progresiva en moratoria su hipoteca por lo que los instrumentos respaldados en las mismas tenían un valor de riesgo real como tóxico. En suma, estos factores fueron desmenuzados del tal forma que se puede destacar que el proceso de desregulación en el sistema bancario y financiero junto a la internacionalización de las finanzas, los avances tecnológicos y de innovación financiera así como el cambio en la política monetaria de la *FED* junto a la combinación de las actividades de apalancamiento y la emisión del

llamado crédito fácil en la economía estadounidense, formaron parte de los principales factores que impulsaron a la crisis en 2007–2008.

Por último, se realizó un balance del sistema financiero y bancario en Estados Unidos a diez años de la crisis *subprime*. Se puede concluir que dicho sistema no ha cambiado ni se ha reformado en realidad, ya que ninguna de las reformas y leyes impulsadas posterior al 2008 buscó enjuiciar ni cambiar de fondo al sistema. En este sentido, la falta de justicia hacía quienes ocasionaron y alentaron la burbuja por medio de creación y venta de instrumentos basados en deuda y que llegaron a caer en mora por lo que los mismos pasaron a ser de inversión riesgosa no cambiaron su calificación en los mercados gracias a la estructura corrupta que se lleva a cabo en el sistema financiero y bancario. Las reglas del juego en dicho sector no propiciaran por sí solas un cambio y una verdadera regulación; en realidad se necesitaría de un cambio en todos los niveles – desde quien oferta, quien demanda, quien intermedia y califica y supervisa –, es decir por parte de todos los agentes insertados en la banca y finanzas en los mercados internacionales. Lo anterior es demasiado difícil por lo que tiende a una utopía ya que es imposible imaginar que se deje de lucrar con los ahorros, trabajo y sueños de la clase trabajadora por beneficio de pocos. Se debe considerar un marco jurídico y regulatorio adecuado a las innovaciones aplicadas en el sistema financiero, tal que frene la idea de que el gobierno sí o sí salvará a quienes incurran en actos que lleven a la quiebra.

Es importante tomar en cuenta que con frecuencia existen cambios tecnológicos y cambios que impactan a los mercados y agentes por medio de innovaciones, por lo que estos cambios también significan nuevos agujeros y debilidades en las leyes vigentes. Como se ha mencionado en el capítulo 3, existe un constante desfase entre las políticas de regulación y lo que se puede o no hacer en el sistema bancario y financiero gracias a las innovaciones tecnológicas aplicadas al mismo. Como ejemplo actual, se puede considerar a la nueva banca digital, los nuevos intermediarios digitales que usan aplicaciones móviles para invertir en la bolsa, entre otros, como ventajosos en el ámbito de regulación hasta que ésta no cambia o se le suman nuevas reglas y leyes por lo que es necesario que las autoridades y encargados en supervisar estén atentos a los cambios en todo momento y no dejen envejecer al marco de regulación.

Tanto la regulación como el comportamiento del crédito en la economía estadounidense no cambiaron, respecto a la segunda se pudo observar que aunque la

morosidad respecto al uso del crédito en tarjetas, hipotecas, créditos industriales y el financiamiento en arrendamiento disminuyó, sin embargo, el crédito en sí mismo siguió con la tendencia a la alza, se puede decir que la población siguió usando y aumentando su uso por el mismo pero sin caer en el impago, por lo que al menos una lección ha quedado: el uso del crédito no es malo ni innecesario, ya que el mismo aporta en el inicio del ciclo productivo, sin embargo, el no saber manejarlo aunado a una precariedad en ingresos tiende a la morosidad y a una posición financiera ponzi. Otra tendencia que no cambió fue la del financiamiento dirigida a sectores no productivos, por lo que el desvío de la misma hacía los mercados financieros internacionales parece que no cambiará de dirección.

Como se ha mencionado anteriormente, la aparición de nuevos actores con esquemas totalmente digitales ha caído como anillo al dedo para la comodidad de las nuevas generaciones y durante la actual contingencia sanitaria y el confinamiento de la misma ha sido una excelente alternativa para que la economía doméstica siga su curso. Así mismo, la aparición de *app's* para invertir en instrumentos ha provocado que hasta los más ajenos a las ciencias sociales entren, como sí de un juego de celular se tratase. Hace trece años era inimaginable que con tan solo un *click* se pudiera realizar todo tipo de movimiento bancario, de compra de instrumentos o seguimiento de la inversión hecha, por lo que sigue siendo importante que las normas se estén actualizando con el fin de prevenir conductas que pongan en riesgo al sector, la economía o a los propios inversionistas y consumidores, como ya se ha visto con anterioridad y también durante los últimos meses.

Finalmente, a lo largo del trabajo se pudo comprobar que la estructura crediticia, la regulación financiera junto a las innovaciones impulsadas en el mismo sector, y el comportamiento de los grandes actores financieros fueron factores que, por medio de un peculiar proceso histórico, crearon las condiciones “perfectas” para propiciar la crisis del 2007–2008. Además, se ha evidenciado que la incesante actualización de las medidas regulatorias de la actividad financiera no significa que automáticamente tengamos a un mayor número de agentes regulados, ya que las “reglas del juego” siempre estarán a un paso atrás de la innovación financiera. Además, habría que mencionar que es muy difícil concebir a un conjunto de normas generales que cubran la totalidad de las operaciones del sistema financiero, justamente por la heterogeneidad de los actores que componen el sector. Sin embargo, a pesar de esas limitantes, la regulación es el único instrumento que

se puede lanzar por medio de las instituciones encargadas de supervisar la dinámica del sector financiero y, al menos, intentar “disciplinar” a los proveedores de crédito.

5.-Bibliografía.

Bergia Sada, F. D. (2014). *La ley Glass-Steagall: origen, aplicación y derogación*.

Centro de Estudios Espinosa Yglesias. (2010). *Análisis comparado sobre la crisis y los rescates financieros de México (1995) y los Estados Unidos (2008)*. *El Trimestre Económico*, 773-828.

Correa, E. (1998). *Crisis y desregulación financiera*. Siglo XXI.

Crespo, J. (20 de mayo de 2007). El pánico de 1907. El país. 20 de mayo de 2007.

Recuperado de

https://elpais.com/diario/2007/05/20/negocio/1179666864_850215.html

Dabat, A. (2009). La crisis financiera en Estados Unidos y sus consecuencias internacionales. *Problemas del desarrollo*, 40(157), 39-74.

Delgado Guzmán, A. (2006). Calificadoras y costos financieros asociados con la calificación Riesgo-País. Revista: Reforma Financiera en América Latina. Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales. Buenos Aires. Argentina, 303-313.

Dodd, C. (2010). Resumen: Restauración de la estabilidad financiera estadounidense. *Comité Senatorial de Banca, Vivienda y Asuntos Urbanos*, 1, 11.

Engelen, E. (2017). How Shadow Banking Became Non-bank Finance. *Shadow Banking: Scope, Origins and Theories*, 40-74.

Galbraith, J. K. (1975). *Money, Where it Came. Whence it Went*.

Galbraith, J. K. (2009). *The great crash 1929*. Houghton Mifflin Harcourt.

Girón, A. (2000). Schumpeter: aportaciones al pensamiento económico. *Comercio Exterior*, 4, 1078-1084.

Girón, A., & Chapoy, A. (2009). Financiarización y titulización: un momento Minsky. *Economía unam*, 6(16), 44-56.

Girón, A. (2012). Regulando el sistema financiero paralelo. Instituto de Investigaciones Económicas (IIEc-UNAM), 61-78.

Goodhart, C. (2017). Has regulatory reform been misdirected?. *Journal of Financial Regulation and Compliance*.

González, A. G., Vázquez, E. C., & Quintana, A. (Eds.). (2015). *Circuitos monetarios, fragilidad financiera y cambio estructural*. Universidad Nacional Autónoma de México.

Gómez, M. (2019). El surgimiento de la inestabilidad financiera a través de los bancos sombra: el caso de Estados Unidos. *REVISTA DE ECONOMÍA POLÍTICA Y DESARROLLO*, 1(1).

Greenspan, A. (2010). The crisis. *Revista de economía institucional*, 12(22), 15-60.

Guttman, R. (2017). The transformation of banking. *Shadow Banking: Scope, Origins and Theories*, 25-39.

Ramírez, H. E. (2012). David Harvey, El enigma del capital y las crisis del capitalismo, Ediciones Akal, Madrid 2012. *Revista Escuela de Historia*, 11(2), 1-3.

Hernández, F.(2009) La crisis financiera de 2008: ¿De dónde viene? *Revista de Historia Internacional*. (36): 73-86.

Kregel, J. (2006). Estabilidad financiera internacional, flujos de capital y transferencias netas hacia los países en desarrollo. *Correa, E. y Girón, A. Reforma financiera en América Latina*. CLACSO, Argentina, 315-333.

Keynes, J. M. (2003). *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Fondo de cultura económica.

Keynes, J. M., Moggridge, D. E., & Johnson, E. S. (1971). *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (Vol. 1). London: Macmillan, p. 151.

Marichal, C. & Mendez J. (2002). *El sistema Bancario en México: El pánico de 1907 y su impacto regional: Observaciones preliminares*. México.

Marichal, C. (2010). *Nueva historia de las grandes crisis financieras: una perspectiva global, 1873-2008*. Debate.

Martínez Cabañas, B. R., Ladrón De Guevara Cortés, R., & Madrid Paredones, R. M. (2019). *El papel de las calificadoras de riesgo en la crisis subprime*. Fides et Ratio-

Revista de Difusión cultural y científica de la Universidad La Salle en Bolivia, 17(17), 259-294.

Mattli, W. (2019). *Darkness by design: The hidden power in global capital markets*. Princeton University Press.

Minsky, H. P. (1957). Central banking and money market changes. *The Quarterly Journal of Economics*, 71(2), 171-187.

Minsky, H. P. (1982). Can “it” happen again? A reprise. *Challenge*, 25(3), 5-13.

Minsky, H. P., & Vaughan, M. D. (1990a). Debt and business cycles. *Business Economics*, 23-28.

Minsky, H.P. (1990b), ‘Schumpeter: finance and evolution,’ in Arnold Heertje and Mark Perlman (eds), *Evolving Market Technology and Market Structure: Studies in Schumpeterian*.

Minsky, H. P. (1992). The financial instability hypothesis. *The Jerome Levy Economics Institute Working Paper*, (74).

Miranda, M. R. (2014). Fundación del Sistema de la Reserva Federal en Estados Unidos. *Economía Informa*, 385, 56-69.

Nesvetailova, A. (Ed.). (2017). *Shadow banking: Scope, origins and theories*. Routledge.

Nesvetailova, A., & Palan, R. (2020). *Sabotage: The Hidden Nature of Finance*. Hachette UK.

Pérez, C. (2005). *Revoluciones tecnológicas y capital financiero: la dinámica de las grandes burbujas financieras y las épocas de bonanza*. Siglo XXI.

Pozar, Z. (2007). Shadow banking: a United States view. *Shadow Banking: Scope, Origins and Theories*, 19-23.

Sánchez, A. M. G. (2012). La reforma financiera del gobierno del presidente Barack Obama:¿ un nuevo paradigma sobre la relación entre estado y mercado en Estados Unidos. *Politai*, 3(5), 97-110.

Santana, R. (1996). La teoría deuda-deflación del ciclo de Fisher y la teoría sobre la crisis financiera de Minsky: una comparación. *Investigación económica*, 56(215), 45-75.

Schumpeter, J. A. (2002). *Ciclos económicos: análisis teórico, histórico y estadístico del proceso capitalista* (Vol. 5). Universidad de Zaragoza.

Schumpeter, J. A. (1944). *Teoría del desenvolvimiento económico: una investigación sobre ganancias, capital, crédito y ciclo económico*. Fondo de Cultura Económica.

S&P Global Ratings. (2017). *Entendiendo las definiciones de Calificaciones de Standard & Poor's*.

S&P Global Ratings (2019). *Definiciones de Calificaciones de S&P Global Ratings*.

Toporowski, J. (2016). *Crédito y crisis de Marx a Minsky*. Editorial Miguel Ángel Porrúa.

United States. Congress. (2010). Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act: Conference Report (to Accompany HR 4173) (Vol. 111, No. 517). US Government Printing Office.

Whalen, C. J. (2012). Money manager capitalism. In *Handbook of Critical Issues in Finance*. Edward Elgar Publishing.

Wray, L. R. (2012). Global financial crisis: A Minskyan interpretation of the causes, the fed's bailout, and the future. *Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, (711).