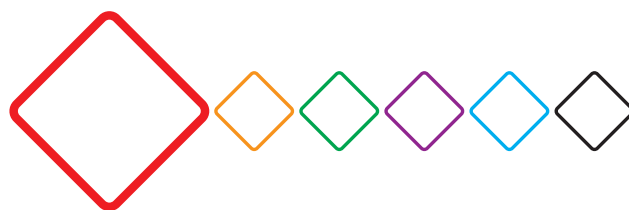


TEORÍAS DE LA FINANCIARIZACIÓN Y CRISIS FINANCIERA DEL 2018

Servando Beltrán Robles¹



RESUMEN

Para analizar las posibles razones que provocaron la crisis financiera del 2008 en este artículo se compara el papel de tres hipótesis metodológicas a saber: la hipótesis de Friedman (1962) que considera que la sociedad de libre mercado es la que más libertad genera a quienes participan en esta. La hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky (1986), la cual afirma que el mercado no puede conducir al equilibrio de pleno empleo y que los ciclos de negocios se deben a atributos financieros propios del sistema capitalista. Y una hipótesis de causación circular acumulativa utilizada por Myrdal (1957) pero aplicada como una explicación alternativa de cómo se originó la crisis financiera del 2008 desde una perspectiva histórica y considerando que dicha crisis tiene una especificidad financiarizada. Se concluirá que dicha crisis se creó por una relación compleja de eventos que fueron acumulando efectos negativos en la economía estadounidense hasta que esta situación se volvió insostenible.

Palabras clave: Causación circular acumulativa, financiarización, neoliberalismo, crisis financieras.

Clasificación JEL: B20, G20, N22.

INTRODUCCIÓN

La crisis financiera del 2008 es considerada por muchos expertos el acontecimiento económico más importante en los últimos 35 años. Dicha crisis abrió la caja de pandora de problemas económicos y sociales acumulados por décadas: laxitud de la política monetaria, eliminación de las restricciones y supervisión a los movimientos de capitales, malas decisiones tomadas por las instituciones financieras derivadas del dilema de agencia, etc.

En el plano académico a nivel de las instituciones universitarias y centros de investigación más prestigiosos de Estados Unidos, esta crisis, a su vez, evidenció otra a saber, en la profesión del economista, la falta de realismo de los supuestos de la teoría ortodoxa. Economistas de diferentes adscripciones han hecho tal crítica. Según Myrdal (1957), el supuesto de equilibrio estable es una

falsa analogía que no se debe utilizar para explicar los cambios que operan en el sistema social. Afirma que uno de los problemas es que la teoría convencional realiza análisis económico mediante la abstracción de los factores no económicos, que si se consideraran entonces el supuesto de equilibrio estable caería por tierra ya que el resto de los factores no económicos cuando reaccionan lo hacen de manera desequilibrante. Pero ¿Cómo fue que llegamos a esta crisis en los albores del siglo XXI?, ¿Qué fue lo que falló?, ¿Cuáles fueron las verdaderas causas que inicialmente crearon este problema? Estas preguntas son en las que se enfoca el presente análisis.

A fin de lograr esto, se explican tres hipótesis metodológicas utilizadas por diferentes corrientes: la hipótesis de Friedman (1962) en la que la sociedad de libre mercado es una forma de organización que brinda más libertad a quienes forman parte de ésta. La hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky (1986, p. 230) quien considera que “los mecanismos de mercado capitalista no pueden conducir a un equilibrio de pleno empleo y estabilidad en precios de manera sostenida y los ciclos de negocios graves se deben a atributos financieros que son esenciales al capitalismo”; y una hipótesis alternativa de causación circular acumulativa utilizada por Myrdal (1957), Nurkse (1955, pp. 13-14) y Wicksell (1898) a partir de la idea general de Nurkse: “existe una constelación circular de fuerzas que tienden a actuar y a reaccionar las unas sobre las otras de manera tal que mantienen un mismo estado de las cosas reforzándose continuamente.” La causación circular acumulativa en principio puede ser un círculo virtuoso o vicioso pero como lo que aquí se pretende es entender la crisis del 2008, esta debe provenir de un círculo vicioso.

Las fuerzas que en este caso se consideran relevantes son economía, finanzas y sociedad en el marco de cuatro procesos diferenciados pero íntimamente relacionados: implementación de las políticas neoliberales, globalización, financiarización y cambio tecnológico, que son los que le han dado una nueva forma al mundo que conocemos en la actualidad y que aumentan su grado de integración y en el que Estados Unidos ha sido su origen y mayor impulsor. En particular

¹ Maestro en Ciencias Económicas de la Universidad Autónoma Metropolitana. [sertris@gmail.com].

es relevante el proceso de financiarización porque es el que caracteriza a la crisis financiera del 2008. Para efectos del presente análisis se define financiarización de acuerdo a Epstein (2005, p. 1) “como un incremento en el rol de los motivos, mercados y actores financieros en la operación de las economías”. Por otro lado, no existe una sola definición de globalización, sin embargo, de manera llana de acuerdo a Holton (1998, p. 11) se la entenderá en este análisis como “la intensificación de las relaciones económicas, políticas, sociales y culturales a través de las fronteras”.

Planteado el contexto introductorio de la presente investigación, esta se estudiará de la siguiente forma: en la primera sección se presenta la historia económica previa a esta crisis y cómo el pensamiento económico neoliberal fue influyendo en los distintos sectores de la vida social, siendo una de las causas por las cuales se adoptaron políticas económicas que eventualmente favorecieron que se produjera la crisis financiera del 2008. En la segunda sección se expone la teoría de Minsky en el marco del postkeynesianismo, que explica el origen de las crisis desde una perspectiva en la que las posiciones de financiamiento riesgosas es lo que las provoca, ya que considera al sistema financiero inestable por naturaleza. En la tercera sección, a partir de la idea de causación circular acumulativa de Myrdal (1957), se presenta una concepción simple sobre el origen de las crisis como un problema multidimensional en el cual economía, finanzas y sociedad se entrelazan a través de los procesos de liberalización, globalización, financiarización y cambio tecnológico, considerando a cada una de estas dimensiones esencial para explicar la crisis pero que en el caso de la del 2008 tiene una especificidad financiarizada.

Se concluirá que la crisis financiera del 2008 puede ser vista como un momento Minsky: los agentes financieros pasaron de una posición financiera de liquidez y solvencia a una de especulación y debilidad de acuerdo a la hipótesis de inestabilidad financiera, pero a diferencia de esta, en la hipótesis de causación circular acumulativa, dicha crisis se generó porque el sistema capitalista en general es susceptible a las crisis, cualquier falla se transmite acumulativamente con el tiempo si no se corrige y en particular con el aumento del tamaño, sofisticación e integración del sector financiero, las fallas cometidas en este, se magnificaron y transmitieron a toda la economía a través de dicho sector.

1. ANTECEDENTES

La década de los setentas fue marcada por el conflicto en el ámbito económico y político; esto generó transformaciones profundas que perdurarían en las décadas siguientes. El presidente Nixon abandonó el acuerdo de Breton-Woods en 1971 para corregir el déficit comercial de Estados Unidos generado por la guerra de Vietnam, terminando así con la convertibilidad del dólar en oro. Fue la primera vez en la que Estados Unidos tenía déficit comercial en el siglo XX. En los primeros cinco años el mundo continuaba dividido en dos sistemas económicos: el capitalismo liderado por Estados Unidos y el Estado socialista dirigido por la URSS; en esta década se presentarían dos crisis del petróleo, una en 1973 de embargo petrolero de países árabes y otra en 1979 por el conflicto entre Irán e Irak que congeló las exportaciones de petróleo iraníes. Dichas crisis producirían el fenómeno de la estanflación en Estados Unidos, el cual consistió en que este país en la época importaba la mitad del consumo interno de petróleo, así que, cuando al cuadruplicarse el precio de éste, aumentaron los costos de producción en consecuencia los precios internos generaron inflación; y en tanto los salarios contractuales son rígidos al alza en el corto plazo ello reduce el poder adquisitivo y el consumo creando la recesión.

Las políticas keynesianas hasta entonces habían gozado de una buena aceptación en Europa Occidental y Estados Unidos; había sido la forma en cómo se había creado un Estado benefactor que podía dar cara al Estado socialista y sustentar políticas sociales y de gasto público, fomentar la inversión y políticas de desarrollo. Sin embargo, los problemas en la economía que se presentaron incluso antes de la estanflación se atribuyeron a que las políticas keynesianas no eran adecuadas, por lo que el keynesianismo perdió credibilidad. Al mismo tiempo, en la década de 1970 se observó un resurgimiento del apoyo a las ideas del libre mercado asociadas a lo que se conoce como el *laissez-faire*, entendido como libre mercado con casi nula intervención del gobierno en la economía.

De acuerdo a Burguin (2012) la abogacía del libre mercado en su versión más estridente surgió en los setentas después de un largo periodo de debate, en una generación de economistas orientados hacia la especialización académica. Milton Friedman es quizás el exponente más influyente de lo que aquí denomino neoliberalismo moderno, pues defendía la ideología del libre mercado por razones filosóficas pero además por razones prácticas; su doctrina neoliberal se encuentra

en su libro *Capitalismo y Libertad* (1962) en la que promueve el libre mercado considerándolo eficiente y a la intervención del Estado como algo que obstaculiza esta eficiencia, logrando el efecto contrario al que desea lograr en los diferentes ámbitos de la vida económica. En cuanto a las corporaciones considera que el accionista es el motor de la organización, al cual el administrador y el resto de los empleados deben ser socialmente responsables; el objetivo de la empresa debe ser el de maximizar los beneficios para los accionistas como compensación por el riesgo que asumen, y la empresa no debe tener ninguna responsabilidad hacia la sociedad porque su única preocupación debe ser incrementar los beneficios pues de lo contrario se llega al totalitarismo.

Para el Presidente Ronald Reagan, las ideas de Friedman le eran familiares y compartían una visión muy similar sobre la libertad de los mercados y la empresa, eran viejos conocidos desde los sesentas. Cuando Reagan finalmente llega a la presidencia de Estados Unidos a principios de 1981 las posturas de Friedman toman un vuelo aún más alto. La retórica del Partido Republicano hacía énfasis en el liberalismo, en un momento en el que el pueblo de Estados Unidos estaba más abierto a escuchar propuestas renovadas sobre cómo debía ser la conducción de la economía. La clase política necesitaba crear un nuevo discurso y proponer alternativas que fueran más atractivas ante un mundo en el que la URSS representaba el antagonismo político a nivel internacional en su proyecto socialista; en consecuencia se estaba configurando un nuevo orden internacional, se perfilaba un capitalismo que prometía mayor libertad y mejores condiciones de vida y un socialismo que tenía como objetivo dirigirse hacia la igualdad social y la eliminación de clases, con un sistema de producción dirigido y planificado por el Estado.

De esta manera se presentan las condiciones políticas propicias para el despegue del proyecto neoliberal en Estados Unidos y en el resto del mundo impulsado por los gobiernos de Ronald Reagan en Estados Unidos y Margaret Thatcher en el Reino Unido en los años ochenta. Se implementa una política de liberalización económica a gran escala, en la cual se afirmaba que el objetivo era mejorar la competitividad de las empresas financieras y no financieras. Como condición se requería eliminar o disminuir lo más posible las restricciones y controles a las empresas, realizar privatización, disminuir el tamaño del Estado, bajar las tasas de impuestos a las empresas, dismantelar los sindicatos con la intención de flexibilizar el mercado de trabajo, disminuir sustancialmente barreras arancelarias y subsidios. En esta competencia algunos países logran

adaptarse con crecimiento económico rápido como China y otros países asiáticos, mientras que otros en vías de desarrollo tienen dificultades para lograr inclusive un crecimiento sostenido como México o Argentina.

A partir de las políticas neoliberales deliberadamente adoptadas por muchos gobiernos siguiendo a Estados Unidos, se presenta un proceso fuerte y acelerado de desregulación de los mercados. Lo que se proponía era aumentar la eficiencia de los mercados, así como la competitividad y productividad de las empresas de los diferentes sectores. Sin embargo, un sector destaca del resto, el financiero. Para que se presentara el crecimiento en tamaño e influencia del sector financiero se necesitó que se conjugaran otros factores que en décadas pasadas no se habían dado con tanta intensidad²: innovación financiera que consiste en la creación de nuevos productos financieros y cambios en prácticas e instituciones, la presencia de excedentes y recursos para ser canalizados al sector financiero y a esto le corresponde que los beneficios del sector financiero sean atractivos, avances en las tecnologías de las comunicaciones y la información que facilitan y aceleran las transferencias de flujos de liquidez y finalmente la globalización, que es un proceso integrador en todos los niveles.

3. CAUSACIÓN CIRCULAR ACUMULATIVA Y FINANCIARIZACIÓN

Es innegable que actualmente las finanzas han aumentado su influencia sobre la economía y la sociedad a un grado tal que muchos expertos dicen que ésta ha tomado el control de ambas; sin embargo, no hay que perder de vista que las relaciones sociales se expresan a su vez a través de las finanzas y manifiestan su dinámica incluso la concentración de la propiedad del capital financiero. Esto se realiza en el marco de la globalización, liberalización, financiarización y cambio tecnológico que son los procesos más importantes de transformación en el mundo moderno.

En economía al elaborar teoría se suele darle una excesiva importancia a algún factor por encima de los demás y esto facilita su instrumentalización, pero existe el riesgo de que la explicación se vuelva parcial; esto es una limitación de la teoría neoclásica, que además, tiene una necesidad por ver un equilibrio estable en todos los fenómenos económicos y la perfección de los mercados, como si la economía fuese un sistema completo aislado del resto de los fenómenos, pero esto no es así pues la economía es un sistema imbuido en una realidad en la que predomina lo social en lo inmediato y en el último análisis predomina la naturaleza. Al

² Hilferding (1910) en su obra *Capital Financiero*, ya hablaba de la creciente importancia de las finanzas en el capitalismo desde un enfoque marxista pero afirmando que la concentración del capital se estaba estabilizando. Sin embargo, en la actualidad se deja de lado la interpretación de capital financiero de Hilferding como fusión entre capital bancario e industrial.

considerar lo social vemos que representa un shock en la teoría neoclásica porque de hecho, como lo señala Myrdal (1957), éste reacciona de manera normalmente desequilibrante y por eso es que no lo incluye, pues de hacerlo el supuesto de equilibrio estable no se sostiene. Precisamente las desigualdades sociales como la pobreza y la desigualdad del ingreso actúan de esta forma, incluso llegado al caso extremo de descomponer a la sociedad. Según Myrdal el problema de la teoría convencional radica en la falta de realismo de los supuestos que esta utiliza. Supone que el equilibrio estable, el cual implícitamente supone a su vez que por cada acción hay una reacción en sentido opuesto y con una magnitud tal que compensa a la primera.

Lo anterior es motivo para buscar una alternativa: la idea de círculo vicioso que está presente en los estudios de problemas sociales. Nurkse (1955, pp. 13-14) explicando el círculo vicioso de la pobreza nos dice que “puede darse el caso de que a causa de su pobreza un hombre no tenga alimentos suficientes para comer, su estado de desnutrición le afectará la salud, debilitándolo, esta debilidad física se traducirá en una baja capacidad de trabajo, lo que le mantendrá en la pobreza, por lo que no tendrá lo suficiente para comer y así sucesivamente. Esto se resume en lo siguiente: un país es pobre porque es pobre.” De aquí Nurkse (1955, pp. 13-14) concluye que “existe una constelación de fuerzas circular que tienden a actuar y a reaccionar las unas sobre las otras, de manera tal que mantienen un mismo estado de las cosas reforzándose continuamente” y a esto Myrdal lo denomina causación circular acumulativa. Myrdal también reconoce la influencia que tuvo Wicksell sobre él.

En su obra *Intereses y Precios*, Wicksell (1898, pág. XXV) dice: “No es una alta o baja tasa de interés en el sentido absoluto la que debe ser considerada que influencia a las materias primas, el trabajo, la tierra y otros recursos productivos, de esta manera determinando indirectamente el movimiento de los precios. El factor causativo es la tasa de interés de los préstamos en relación con lo que llamaré la tasa de interés natural sobre el capital. Esta tasa de interés natural es a grandes rasgos lo mismo que el interés real de los negocios. Un más preciso, aunque más abstracto criterio es concebirla como la tasa a la cual sería determinada por la oferta y la demanda si el capital real fuera prestado en especie sin la intervención de dinero”.

De acuerdo a Jackson (1994) esta noción de causación la retomó Myrdal y la transfirió al plano social y político. Aquí procedo exactamente como Myrdal, al aceptar esta hipótesis metodológica pero para explicar cómo se

generaron gradualmente las condiciones para la crisis financiera del 2008. Asumiendo esto, en realidad no se puede decir en dónde comienza o termina el ciclo ya que es una relación circular; lo que importa es que hay una relación causal negativa. Se sabe que un elemento desestabilizante genera no una respuesta en el sentido opuesto que produzca una trayectoria hacia un estado de equilibrio estable de manera automática, sino más bien una respuesta desequilibrante en el resto de los elementos. Esto es más fácil verlo si seguimos la secuencia cronológica de los eventos que generaron la crisis financiera del 2008 y no perdemos de vista en ningún momento la secuencia de eventos negativos entre sociedad, economía y finanzas.

Una parte importante de la explicación de cómo se originó la crisis financiera del 2008 es que los problemas económicos de Estados Unidos de la década de los setentas se prolongaron hasta los ochentas: el déficit comercial derivado de la guerra de Vietnam que apresuró la salida de Estados Unidos del Tratado de Bretton Woods, abandonando el patrón oro y dejando al dólar flotar, la cuadruplicación de los precios del petróleo debido a los embargos petroleros de la OPEP en 1973-1974, sumado con el alto desempleo de 10% por el regreso de los soldados de Vietnam generó un crack de la bolsa en 1973-1974, una fuerte recesión y una inflación simultáneamente, fenómeno conocido como estanflación que reincidió con una escalada de precios y recesión a principios de los ochentas debido a una segunda subida de los precios del petróleo en 1979 por la guerra de Irán e Irak. Lo anterior provocó que las ganancias de las empresas del sector productivo bajaran considerablemente, creándose así el clima económico propicio para la adopción de la ideología neoliberal -dejando de lado el keynesianismo- y de nuevas formas de obtener ganancias y de replantear los intereses de la clase empresarial.

La política neoliberal, la globalización, financiarización y el cambio tecnológico se manifiestan claramente en los ochentas como procesos muy importantes para que se llegara a la crisis del 2008 en la forma en como lo hizo. La política neoliberal de Reagan llevó a cabo una gran desregulación confiando en que la mano invisible del mercado haría bien su trabajo y esta visión económica y política sería impulsada al exterior por los aliados de Estados Unidos.³ Esto permite que se lleve a cabo la globalización de las sociedades y los mercados aumentando el grado de integración e interdependencia a nivel mundial entre países. De esta manera entra en escena el proceso de la financiarización como producto a su vez de avances en la tecnología de las

³Es importante notar que las políticas estadounidenses en particular la política exterior desde que Estados Unidos es un país independiente han sido expansionistas en diferentes formas, sólo hay que recordar la doctrina Monroe o la doctrina del Destino Manifiesto, lo cual ha sido una constante para este país.

comunicaciones y la informática, que facilitaron la innovación financiera con descubrimientos científicos sobre cómo fijar el precio de los activos derivados, ingeniería financiera, titularización, administración de portafolios, entre otras innovaciones. En el Gráfico 1 se puede apreciar cómo las actividades relacionadas con el crédito y financiamiento muestran una tendencia creciente en la participación del PIB mientras que sucede lo contrario con el sector manufacturero y primario desde 1970 al 2014; lo anterior indica un cambio estructural que afecta la competitividad internacional de la capacidad productiva de este país. Se han creado entidades nuevas al interior del sector de tal manera que el sistema financiero ha cambiado ostensiblemente aumentando la importancia de los motivos, agentes y mercados financieros ante la sociedad, economía y gobierno, fenómeno que antes no se veía.

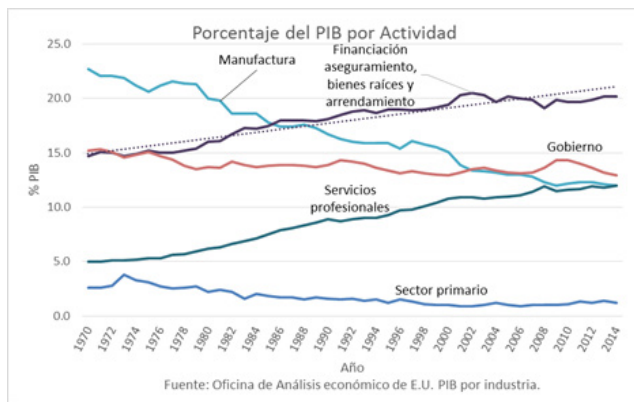


Gráfico 1

Sin embargo, la evolución de la economía estadounidense en los ochentas seguía siendo frágil y la inflación seguía siendo muy alta por lo que el gobierno y la Reserva Federal decidieron corregir el problema que consideraron más prioritario, que era la inflación, que en ese entonces llegó al 15 por ciento, utilizando una política ortodoxa recesiva de aumento de las tasas de interés superando el 20 por ciento. Como resultado se tuvo una fuerte recesión alcanzando hasta un decrecimiento de 8 por ciento en el PIB en 1980 y de un desempleo muy alto, que en algunos estados fue de incluso alrededor del 15 por ciento. El mismo sector financiero sufrió estos efectos y se presentaron varias quiebras bancarias propiciadas a su vez por las desregulaciones legales para que los bancos tuvieran más poder de otorgar préstamos. Sin embargo, finalmente la política económica logró controlar la inflación y la economía empezó a crecer; pero también tuvo el costo de mantener un desempleo de alrededor de 9 por ciento en promedio y en particular de endeudamiento público,

el cual pasó de 31 por ciento del PIB a principios de los ochentas a 50 por ciento del PIB en 1989 (véase el Gráfico 2). El problema de la economía hasta este punto se cubrió con deuda pública pero el desempleo continuó siendo alto.

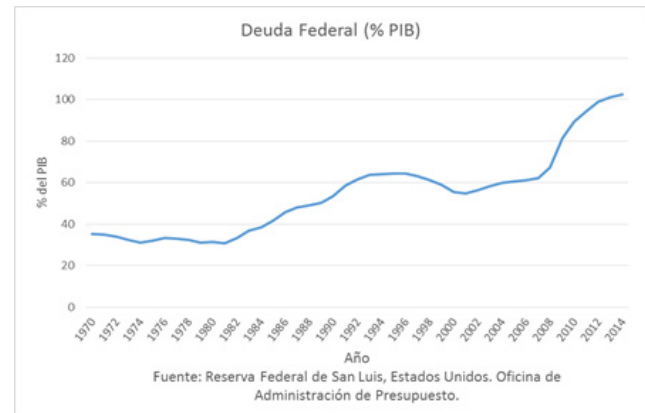


Gráfico 2

La década de los noventa fue de crecimiento económico, empleo y productividad bajo el gobierno del Presidente Bill Clinton. Alan Greenspan Presidente de la Reserva Federal de mediados de 1987 a principios del 2006 llevó a cabo una política expansiva por poco más de 18 años, período conocido como la Gran Moderación, que vio florecer al sector financiero en su mejor época de la historia; fue quien cosechó los logros de control de la inflación de su antecesor Paul Volcker. Según Krugman (2009) éste no hizo mucho para controlar lo que el mismo Greenspan denominó "exuberancia irracional" en los mercados financieros, porque tenía la filosofía de que si la economía parecía marchar bien era mejor dejar que el sector financiero y sus mercados actuaran sin su intervención. Se habían presentado alrededor del mundo en estos años muchas crisis financieras: inmobiliaria y financiera de Japón en 1988-1990, ahorros y el préstamo de Estados Unidos en 1989, la mexicana en 1995, la financiera asiática de 1997, la financiera rusa de 1998, la brasileña de 1999 y la Argentina del 2001.

Asimismo, al interior de Estados Unidos en el periodo de Greenspan se presentaron burbujas especulativas como la de las empresas dot-com, quiebras como la del fondo de inversión Long-Term Capital Management en 1998 por un exceso de apalancamiento y uso de derivados y estrategias de inversión muy sofisticadas. Se presentaron fraudes de empresas muy grandes como Enron en el 2001 debido a la doble contabilidad o el llevado a cabo por la firma financiera de Bernard Madoff que utilizó esquemas Ponzi, etc. Estos eventos debieron haber

representado un aviso de que podría ocurrir algo mayor en este país. Por otro lado, el crecimiento económico de la década de los noventa puede ser simplemente atribuido a una fluctuación en el ciclo económico y no necesariamente a un manejo particularmente bueno de la economía por parte del gobierno y que fue alimentado a su vez con una política económica de expansión monetaria y crediticia. El nivel de endeudamiento del gobierno aumentó hasta llegar a un máximo de 65 por ciento del PIB en 1995 para finalizar la década con un 56 por ciento del PIB (Gráfico 2); además, disminuyó el desempleo pero aumentó la desigualdad del ingreso, por lo que el poder adquisitivo se vio mermado y las familias también se vieron presionadas a endeudarse; se presentó un doble endeudamiento del gobierno y agentes privados. Esta desigualdad del ingreso es una situación que se ha agudizado desde la implementación de las políticas neoliberales y la financiarización como se puede observar en el Gráfico 3, en la cual la participación en el ingreso total de la economía se ha concentrado en quienes tienen mayores ingresos de manera cada vez mayor; por ejemplo, al finalizar los noventa el diez por ciento de la población con más ingresos tenía ya el 47 por ciento del ingreso total del país y el 1 por ciento con más ingresos tenía el 21 por ciento del ingreso total, en ambos casos considerando ganancias de capital.

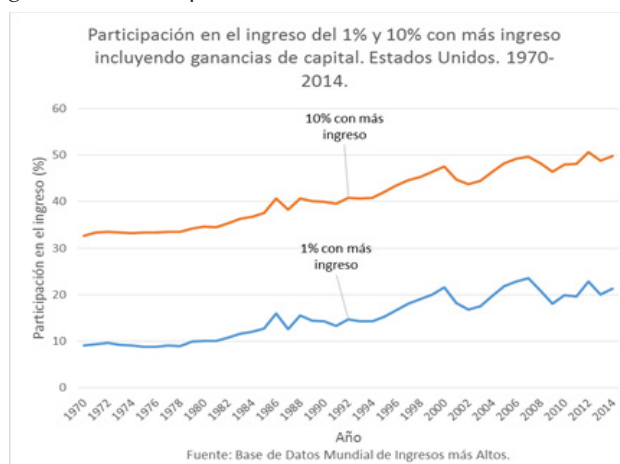


Gráfico 3

Desde la perspectiva aquí descrita después de ver los hechos históricos, vemos como la secuencia de eventos negativos se fueron acumulando y provocando un desequilibrio del sistema completo ya que los problemas fueron escalando en la economía y en las finanzas privadas y públicas, así como el problema de ingreso y endeudamiento de las familias. Es importante hacer notar que aunque la crisis financiera del 2008 tiene una especificidad financiarizada con efectos

negativos en la forma en como ésta se desarrolló, el origen de la crisis es más profundo implicando un papel esencial tanto de la economía como la situación que vive la sociedad. El último gran error que se cometió fue en el mercado de vivienda con las hipotecas “subprime” a principios de este siglo.

La importancia del sector de la vivienda en proporción al PIB con respecto a otros sectores fue creciendo a lo largo del siglo XX, los agentes financieros y su necesidad de hacer beneficios sobrevaloró estos activos y esto fue propiciado por la política expansiva de la Reserva Federal y crediticia de los bancos, de tal manera que los precios fueron subiendo de manera muy acelerada, precisamente a lo largo de toda la era de Greenspan y de la financiarización. El crédito inmobiliario barato más una subida en los precios de la vivienda propició que tanto las financieras que hacían préstamos hipotecarios como las personas que compraban dicho bien buscaran hacer ganancias con su transacción. Los precios de las viviendas aumentaban desde los noventa y para el período de 2000-2005 a nivel nacional crecían a un ritmo del 10.3% anual en promedio, llegando a crecer un 14.1% en el 2005 y para ese mismo año creció un 16.9% para las 10 ciudades con bienes raíces mejor valuados (véase el Gráfico 4).

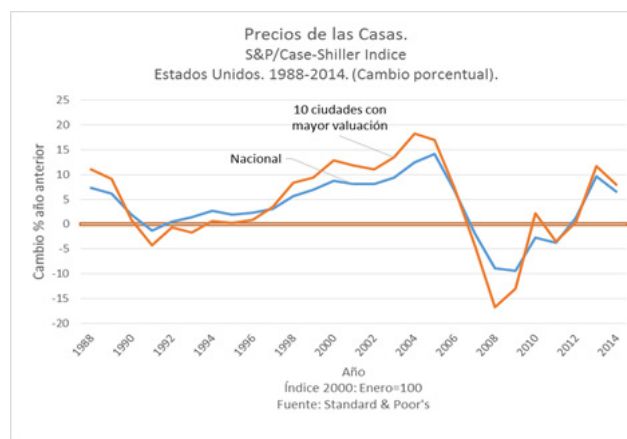


Gráfico 4

Finalmente, el precio de la vivienda fue bajando a partir del 2006 hasta que se evidenció la crisis en el 2007. El mercado hipotecario de Estados Unidos es precisamente el punto donde convergen todas las dimensiones del problema que crearon la crisis financiera del 2008. Las empresas financieras estaban otorgando créditos hipotecarios mal originados y de baja calidad conocidas como hipotecas “subprime”. En principio puede parecer normal y beneficioso para todos en la economía el que haya más viviendas para quienes reciben el préstamo y más negocio para

quienes lo otorgan a cambio de un mayor interés; sin embargo los criterios para originarlos fueron demasiado permisivos, además de que el gobierno y los hogares estaban ya fuertemente endeudados. Desde el inicio de los ochentas, precisamente al comienzo de la era neoliberal, la relación deuda-ingreso de los hogares había crecido considerablemente, al pasar de 67 por ciento a principios de 1980 a niveles superiores al 94 por ciento a partir del año 2000; llegando hasta un 131 por ciento cuando se presentó la crisis en el 2007 y 2008 (véase el Gráfico 5). Por lo que la cartera vencida llegó a ser del 20 por ciento en muchas empresas financieras.

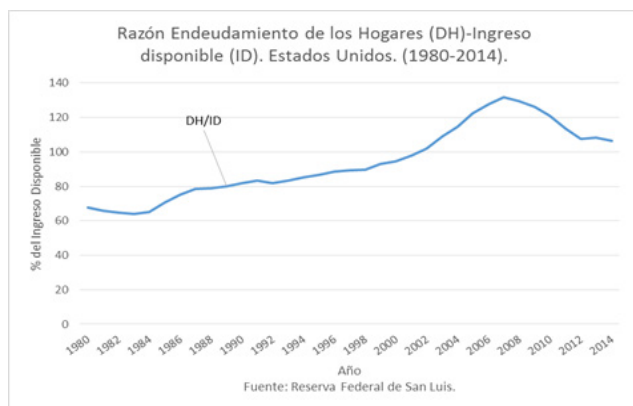


Gráfico 5

A esto hay que agregar que las hipotecas eran objeto de transacción económica mediante la titularización llevada a cabo por los grandes bancos de inversión utilizando Collateralized Debt Obligations, pero el problema era que estos títulos no estaban realmente diversificados ya que el colateral estaba constituido en su gran mayoría por préstamos hipotecarios y eran de baja calidad ("subprime"); así que cuando el precio de la vivienda cayó todo lo demás se derrumbó. En resumen este círculo vicioso sería el siguiente: caen los precios inmobiliarios, las casas valen menos que la hipoteca, aumentan los impagos y la morosidad de las familias con hipotecas, pierden los bancos que otorgaron las hipotecas, el valor de los activos titularizados cae, los bancos de inversión pierden, los bancos dejan de prestar al público y la actividad económica disminuye aumentando el desempleo, lo que comprime de nuevo el mercado hipotecario y se reinicia de nuevo el proceso, desequilibrando por completo al sistema financiero, productivo y social del país. Esto es lo que pasó al liberalizar indiscriminadamente el mercado, con fallas en la regulación y supervisión. Aquí no es como Fama (1970) ve al mercado eficiente con la idea de que unos ganan y otros pierden y el mercado se equilibra, pues en este caso si uno pierde todos pierden, siendo

esta la situación de las crisis, círculos viciosos que no se corrigieron a tiempo. Así parecería que no se puede salir de este círculo. Sin embargo, los agentes de cada sector y en particular el gobierno tienen la capacidad de decidir e influir en el proceso. Así que la Reserva Federal, no tuvo más opción que actuar como prestamista de última instancia.

Ante el temor desde el gobierno de que el colapso financiero se prolongara, este intervino rescatando incluso a los bancos de inversión, excediendo sus atribuciones legales; aunque la intervención del gobierno también sirvió precisamente para romper círculos viciosos que se habían acumulando con el tiempo. Bernanke (2014, p. 97) menciona que las dos principales responsabilidades de los bancos centrales son la estabilidad financiera y la económica. Para lograr la primera, la herramienta principal es la capacidad que tienen los bancos centrales para actuar como prestamista de última instancia, proporcionando liquidez en el corto plazo a las instituciones financieras; para lograr la segunda utiliza la política monetaria ajustando los tipos de interés a corto plazo. Esto está definido desde la creación de la Reserva Federal en 1913, sin embargo, según Bernanke (2014, p. 115) "la complejidad de la banca actual es mayor [que en aquel entonces], por lo que se tuvieron que crear una serie de programas, servicios de liquidez y crédito especiales que permitiesen otorgar crédito a otros tipos de instituciones financieras como los bancos de inversión basados en el principio de Bagehot, el cual dice que proporcionar liquidez a las instituciones con falta de financiación es la mejor forma de mitigar el pánico." Así que se rescataron instituciones emblemáticas como Fannie Mae y Freddie Mac, Goldman Sachs, Morgan Stanley, General Motors y el Banco de América -que enfrentó pérdidas por absorber a Merrill Lynch-, entre otras instituciones. Estas entidades son tan importantes para el sistema financiero que dejarlas quebrar hubiera representado un riesgo razonable de que se presentara una crisis aún más profunda.

Dadas la integración de los mercados internacionales y la importancia de la economía estadounidense, fue inevitable que esta crisis no se dispersara por el mundo. Los sistemas financieros de Estados Unidos y Europa están fuertemente ligados y muchos de estos títulos los habían comprado inversores europeos que también tenían ya sus propios problemas económicos antes de la crisis. Japón es también importante en los mercados de capitales por lo que también sufrió las consecuencias de la crisis. Actualmente se realizan estudios sobre las consecuencias de la mayor

interdependencia de los mercados internacionales y el sistema financiero mundial, pero estas queda fuera del alcance de este trabajo.

4. CONCLUSIONES

Breve comparación de los planteamientos teóricos a modo de conclusión

Los hechos relatados muestran que la hipótesis de Friedman (1962) en la que la sociedad de libre mercado es una forma de organización que brinda más libertad a quienes forman parte de ésta y de que los mercados son eficientes acorde al neoliberalismo, se tienen que considerar con mucho cuidado, pues tienden a prácticamente ignorar el cómo eventualmente se puede presentar un crisis y fallas de mercado debido a problemas en todo el sistema económico. Además que considera como shocks exógenos a los eventos que pueden causar la crisis y confían en que existe un mecanismo que reestablece de manera automática el equilibrio, al cual considera replicable. Los planteamientos ortodoxos carecen de realismo en buena parte porque ignoran los problemas sociales y esto no es un asunto menor, pues las políticas neoliberales que se guían por estos principios conducen al error y han hecho más daño que bien, han contribuido a crear un mundo más inestable y más desequilibrado contrario a lo que su discurso asevera y la crisis del 2008 es una forma de demostración de ello.

La hipótesis de la inestabilidad financiera reconoce como causa de las crisis precisamente la fragilidad del sistema financiero, derivada de adoptar posiciones con diferente nivel de apalancamiento y por tanto de riesgo. En esta teoría hay un reconocimiento central y explícito de que el sistema financiero es inestable. En este caso el origen de las crisis no es exógeno sino endógeno inherente a la misma manera de operar del sistema. Esto insta a los economistas tanto académicos como del sector privado y profesionales de la política pública, a asumir una actitud más cautelosa cuando de asuntos financieros se trata, que se debería traducir en una mejor regulación y supervisión del sistema financiero.

En la hipótesis de causación circular acumulativa se asume que la inestabilidad es endógena al igual que Minsky y a diferencia de la teoría neoclásica. Sin embargo, esta inestabilidad no necesariamente se genera en el sector financiero, puede ser generada en las políticas económicas del gobierno, en los problemas sociales, en el sistema productivo, etc. Y mientras el mundo éste más financiarizado, globalizado y liberalizado, es más fácil que la inestabilidad se transmita de manera acumulativa amplificando de esta manera sus efectos. Ahora, cada una de estas dimensiones tiene su propia

lógica y conflictos al interior, esto último deriva de que las relaciones son dinámicas en el tiempo, el hombre vive en sociedad por lo que interactúan entre sí y con la misma realidad que lo rodea. Evidentemente los ciclos virtuosos coexisten con los desequilibrantes, va a depender de las decisiones y del esquema de incentivos sociales de los agentes el que se presente uno u lo otro, y hasta donde su realidad concreta les permita llegar.

La crisis del 2008 tiene una clara especificidad financiera cuando se consideran a los agentes financieros respecto a los de otros sectores de la economía y la sociedad, que en el presente análisis se reconocen explícitamente. Los agentes del sector financiero eligieron arriesgar y especular más de la cuenta, pero ciertamente estuvieron inclinados a hacerlo porque los quienes que realizan la política monetaria y la regulación lo facilitaron liberalizando los mercados y bajando tasas de interés. Este comportamiento de los agentes financieros se vio fuertemente reforzado porque asumen que el gobierno al final del día actúa como prestamista de última instancia, ya que está en sus estatutos para evitar el contagio y pánico financiero que agravaría el problema y colapsaría el sistema completo. Los agentes financieros saben que algunas instituciones del sistema bancario son muy grandes como para que el gobierno las deje quebrar (Too big to fail). Los consumidores también ingenuamente creyeron que todo estaba bien que las dificultades de la economía para crear valor se iban a solucionar en el futuro pero esto no sucedió y continuaron consumiendo y endeudándose.

Desde esta perspectiva es fácil ver como se genera la euforia en los mercados de financiamiento: al estar todos de acuerdo, pensando lo mismo en el mismo sentido, creen ser capaces de anticipar correctamente al mercado; el efecto manada es precisamente una interdependencia que se retroalimenta de manera circular, todos piensan que el otro está bien pero ninguno está bien y los precios siguen acumulando alzas.

Continuando con el punto anterior pero con respecto a la teoría económica podemos decir que el hecho de que Minsky ignore o minimice factores diferentes a los financieros, implica que está haciendo esto mismo con el resto de las teorías de las crisis y no hay una sola teoría unánime de las mismas.

Enfocándonos en las relaciones de causación circular acumulativa, las conclusiones sobre criterios de política económica deben considerar el factor social. Se necesita una sociedad con una mejor distribución del ingreso y un gobierno dedicado a resolver los problemas sociales, de manera que los incentivos

de los agentes estén mejor alineados entre sí, y estos sean menos propensos a actuar en contra de los intereses de los demás. En el ámbito financiero el énfasis está en una mejor regulación que permita la innovación financiera, pero que restrinja las actividades especulativas de los administradores financieros que pongan en riesgo los intereses de los ahorradores, contribuyentes e inversionistas, independientemente de que puedan generar algún beneficio privado. Además, otra conclusión es no esperar que el mercado resuelva todos los problemas porque a final de cuentas, este es un instrumento más para lograr el objetivo del bienestar social. Pero quizás lo más importante es que se requiere una mayor coordinación entre sociedad, empresas del sector financiero y productivo así como el gobierno a nivel nacional e internacional para lograr un mejor equilibrio de intereses.

Minsky afirma que la misma estabilidad genera inestabilidad en el sistema financiero dando como antecedente al periodo de relativa tranquilidad después de la Segunda Guerra Mundial conocido como la era dorada del capitalismo, en la cual aparentemente la economía funcionaba bien con altas tasas de crecimiento, baja desigualdad y un legado de un marco legal financiero sólido ante la especulación y las crisis para después sobrevenir las crisis de los setenta. No hay duda de que el exceso de confianza puede provocar un brote especulativo pero hay que darle más importancia a los eventos negativos ya ocurridos, porque estos son los que generan la secuencia negativa de eventos que puede culminar en crisis como sucedió en el 2008.

La crisis del 2008 desde las finanzas

Se puede concluir que el sistema financiero actual dados los acontecimientos de la crisis del 2008 ha mostrado tener un costo muy alto, la amplitud de participación de los agentes ha permitido que los riesgos se dispersen por todo el mundo, en el que el riesgo moral es elevado. Se puede ver que construir un sistema financiero y económico basado en el dinero bancario y altamente financiarizado hace que las actividades financieras sean más atractivas que muchas actividades productivas, canalizando recursos materiales y humanos a este sector para generar y vender productos financieros que pueden tender a la especulación por lo no es claro cuánto valor generan para la sociedad comparado con los activos reales.

Los eventos que provocaron la crisis financiera del 2008 prueban que la tesis de Minsky es esencialmente correcta, el sistema financiero es inestable debido a los desplazamientos generalizados que se producen en las posiciones financieras que adoptan los agentes económicos. Estos especularon por tiempo prolongado con el mercado inmobiliario provocando la crisis, es decir, se presentó el momento Minsky.

BIBLIOGRAFÍA

- Bernanke, B. (2014). *Mis años en la Reserva Federal*. Barcelona: Deusto.
- Burgin, A. (2012). *The great persuasion Reinventing free markets since the depression*. London, England: Harvard University Press.
- Epstein, G. (2005). *Financialization and the world economy*. Northampton, MA: Edward Elgar Publishing.
- Fama, E. (1970). *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. New York: *The Journal of Finance*, 25(2).
- Friedman, M. (1962). *Capitalism and Freedom*. Chicago, IL: University Chicago Press.
- Hilferding, R. (1910). *Finance capital*. Traducido por M. Watnick, 1981. London: Routledge & Kegan Paul.
- Holton, R. (1998). *Globalization and the nation-state*. London: Macmillan Press.
- Jackson, W. A. (1994). *Gunnar Myrdal and America's conscience: Social engineering and racial liberalism, 1938-1987*. Chapel Hill, NC: UNC.
- Krugman, P. (2009). *The return of depression economics and the crisis of 2008 (2da ed.)*. New York: W. W. Norton & Company.
- Lavoie, M. (2009). *Introduction to postkeynesian economics*. New York: Palgrave Macmillan.
- Minsky, H. (1975). *John Mynard Keynes*. Reimpresión 2008. New York: McGraw-Hill.
- Minsky, H. (1986). *Stabilizing an unstable economy*. New York: McGraw-Hill.
- Myrdal, G. (1957). *Teoría económica y regiones subdesarrolladas*. Reimpresión 1974. México, D.F.: FCE.
- Nurkse, R. (1955). *Problemas de la formación de capital en los países insuficientemente desarrollados*. Mexico, D.F.: FCE.
- Papadimitriou, D., & Wray, R. (1999). *Minsky's analysis of financial capitalism*. New York: Levy Economics Institute.
- Wicksell, K. (1898). *Interest and Prices*. New York: Sentry Press.