



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
FACULTAD DE ECONOMÍA

**Estados Unidos: las explicaciones de la
crisis económica de 2008**

TESIS

QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE:

LICENCIADO EN ECONOMÍA

PRESENTA:

Arturo Alfonso Sosa Arias

DIRECTOR DE TESIS:

Mtro. José Guadalupe Sandoval Manzano



Ciudad Universitaria, Agosto de 2018

CDMX



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

Agradecimientos

A pesar del dominio de la idea romántica que afirma que cada ser no es más que el producto de su trabajo y esfuerzo, en una búsqueda de empoderamiento que otorgue un sentido a la existencia, la realidad muestra que el ser es mucho más complejo. Estoy convencido de que el ser no se reduce a la idea anterior, sino que es el resultado de su tiempo y condiciones de existencia, por lo que además cambia constantemente. Debido a ello, muchos aspectos de quienes somos están determinados por el azar y son totalmente ajenos a nosotros mismos, aunque sea más cómodo pensar que no dependemos más que de nosotros mismos.

Un agradecimiento no es más que la estima y el reconocimiento que sentimos hacia aquello que nos es ajeno. Muchas de las relaciones que mantenemos no dependen de nosotros y no tienen razón de ser más allá de la suerte, siendo especialmente improbable encontrar otros seres a los que realmente apreciemos y nos aprecien.

Personalmente debo decir que en mi vida he tenido muy pocas carencias y aquéllas que he tenido no han constituido impedimentos importantes para mí, por lo cual tengo mucho qué agradecer. Especialmente agradezco a mis padres, Alfonso y Laura, por apoyarme en todo aspecto necesario durante toda mi vida; a mis hermanos, Eduardo y Daniel, por todo lo que han hecho por mí y que hemos hecho juntos; y al resto de mi familia, en especial a mi tío Ramón, por habernos apoyado a mis padres, mis hermanos y a mí más que nadie.

Asimismo, he tenido la fortuna de contar con el apoyo de tres personas, a quienes considero mis mejores amigos. A Mariana, José Luis y Guillermo, agradezco por haberme impulsado en los momentos más oscuros.

Agradezco a mis amigos de la Facultad: Einar, Víctor y Didier, por haber hecho más llevaderas tantas horas de hastío y suplicio que a menudo acompañan el estudio de esta “ciencia lúgubre”. Además, agradezco a mis antiguos compañeros de trabajo, Armando, Flor, Melissa y Rómulo, de quienes mucho aprendí, y junto con quienes pasé largos días y noches en Palacio Nacional, mientras continuaba escribiendo las páginas de este trabajo.

Finalmente, agradezco todo lo que me ha ofrecido la UNAM y la Facultad de Economía durante todos estos años. Agradezco a mis sinodales, por su atención y comentarios, en especial a mi asesor, el Maestro José Sandoval, con quien recorrí un largo camino de investigación; al Maestro José Carlos Silva, por sus rigurosos y atinados comentarios; y al Dr. Francisco Arias, quien además de ser mi sinodal, ha sido para mí un gran profesor, jefe y amigo.

Índice

Introducción	3
1. Orígenes, tendencias y crisis económica de 2008	9
1.1. Crisis de la estanflación, crisis de la deuda y cambios en el sistema económico	10
a) Causas e inicio de la crisis de la estanflación	11
b) Crisis internacional de la deuda externa	19
c) Política económica para la salida de la crisis de la estanflación y principales cambios	25
1.2. Globalización financiera	30
a) Origen de la globalización financiera	32
b) Economía y papel de EUA durante la globalización financiera	33
c) Integración económica y crisis en los mercados emergentes	37
d) Consecuencias de las crisis financieras	43
1.3. Crisis económica de 2008	45
a) El auge económico y financiero del siglo XXI: La burbuja especulativa	47
b) La catástrofe financiera de 2008	52
c) Consecuencias de la crisis económica de 2008	55
d) Política económica de la crisis	61
2. La teoría neoclásica y financiera ante la crisis	66
2.1. La escuela neoclásica y el ciclo económico	67
a) La teoría deuda-deflación	69
b) La teoría del ciclo económico real	77
2.2. Las hipótesis de mercados eficientes ante la exuberancia irracional	88
a) Hipótesis de Mercados Eficientes	89
b) Exuberancia Irracional	97

3. Los procesos keynesianos de la Gran Recesión	107
3.1. Las causas de la crisis financiera: ¿desregulación o falta de ingresos?	109
3.2. Crisis, demanda efectiva, trampa de liquidez y deuda de gobierno	121
3.3. Estancamiento secular en economías abiertas	131
3.4. Medidas de política económica	139
4. Teorías marxistas de la crisis y su pertinencia en la crisis de 2008	146
4.1. Teorías marxistas de la crisis	147
a) Teorías de la Crisis por Subconsumo	148
b) Teoría de la Crisis por Descenso de la Rentabilidad	151
c) Teorías de las crisis aplicadas al fenómeno de 2008.....	156
4.2 Las contradicciones del neoliberalismo, el debilitamiento de los trabajadores y el capital financiero.....	157
4.3 Descenso de la rentabilidad y sus causas contrarrestantes.....	169
Conclusiones	183
Anexo	197
a) Cálculo de la tasa de ganancia	197
Referencias	200
Fuentes estadísticas.....	203

Introducción

Las crisis económicas son fenómenos recurrentes y cíclicos a los que se enfrentan las economías capitalistas. Estos fenómenos han sido explicados a lo largo de la historia mediante eventos ocurridos inmediatamente antes de su estallido. Dichos eventos han sido catalogados como choques externos a la economía, adoptando distintas formas: fenómenos naturales, innovación tecnológica, especulación financiera y en materias primas, política económica, cambio en las expectativas de los agentes, etc. Debido a ello, las crisis siempre han sorprendido a economistas, políticos y a la población en general.

Una crisis económica se define como una situación en la cual la reproducción de una unidad económica es comprometida súbitamente, típicamente cuando se es incapaz de cumplir las obligaciones contractuales de la actividad económica (Clarke, 2006, p. 128). Por otra parte, la Agencia de Análisis Económico de Estados Unidos (BEA, por sus siglas en inglés) parte del uso general del concepto de “recesión”, definida como un periodo en que disminuye la actividad económica, aunque reconoce que la idea de que se trate de dos periodos con crecimiento económico negativo no es oficial, y ésta es designada por el comité de expertos de la Agencia Nacional de Investigación Económica (NBER, por sus siglas en inglés). Como puede observarse, esta definición tiene un componente técnico que se basa en el comportamiento de la actividad económica a través de las cuentas nacionales, complementado con un componente político, al ser decidido por un comité si la economía se encuentra en recesión.

Adicionalmente, la NBER define una “depresión” como la situación en la que la actividad económica disminuye por más de dos periodos consecutivos. Sin embargo, esta definición es insuficiente para describir una economía en depresión, ya que pasan por alto los problemas estructurales a los que se enfrenta la economía y se limita el análisis a una cuestión técnica. Por ello, varios economistas, como Krugman (2012) y Roberts (2016), entre otros, definen una depresión como una situación en la que la economía se encuentra por debajo de su potencial previo al estallido.

Para esta investigación se utilizará el término de “crisis económica” definido anteriormente y entendido en una acepción general para la economía. Esta definición es diferente de las “crisis parciales”, causadas por eventos específicos, como malas cosechas, fenómenos naturales, pánicos en el sector financiero o perturbaciones monetarias; y que típicamente son superadas con facilidad, al no tratarse de un problema sistémico. También se distingue del llamado “ciclo

de los negocios”, relacionado con la ciclicidad de los inventarios, activos fijos o estructuras de inversión (Shaikh, 1990, pp. 381-382). Como se mencionó previamente las crisis generales también han tenido un carácter cíclico, pero la ciclicidad ha sido de un plazo mayor al de los ciclos de los negocios.

A pesar de la ocurrencia recurrente y cíclica de estos fenómenos, la ciencia económica ha descuidado este campo de estudio, si bien cabe reconocer las contribuciones realizadas bajo las distintas escuelas de pensamiento económico. Entre estas contribuciones destacan el ciclo de deuda-deflación de Irving Fisher, los estudios realizados por John Maynard Keynes tras la crisis de 1929, la teoría de los ciclos largos de Nicolái Kondratiev, las teorías marxistas de la crisis, la teoría del ciclo económico real, los trabajos desarrollados por Hyman Minsky, los análisis de los choques en productividad de Edward Prescott, el análisis sobre la racionalidad de los agentes realizado desde la economía conductual, entre otras muchas aportaciones.

La gran mayoría de estas aportaciones fueron desarrolladas tras el estallido de la Gran Depresión, la cual ha sido la crisis más grave que ha experimentado la economía mundial. De esta crisis se desprendieron importantes lecciones sobre fluctuaciones macroeconómicas, política monetaria, fiscal y comercial; las cuales han contribuido a tener un mejor entendimiento de la economía desde entonces.

Sin embargo, desde entonces ha habido diversas crisis que no fueron vislumbradas por los economistas y políticos que estaban más próximos a estos fenómenos. Entre estos fenómenos destacan la crisis de la estanflación, ocurrida durante las décadas de los setenta y ochenta, y la crisis financiera asociada a la burbuja *dot/com*, cuyo estallido sucedió a principios del siglo XXI. Sobra mencionar que tras estas crisis también surgieron diversas lecciones de economía y política, como la reformada teoría monetarista, la inserción de las expectativas de los agentes en los modelos económicos, el creciente uso de política monetaria y nuevas herramientas, entre otras.

El problema se presentó cuando en 2008 estalló una crisis de una magnitud que no se había visto desde la Gran Depresión en Estados Unidos, centro de la economía mundial, y la cual no pudo ser anticipada por ninguna autoridad política o intelectual. Sin duda alguna esta crisis, catalogada como la *Gran Recesión*, fue un fenómeno insólito para la época actual. Muy pocas de las personas que presenciaron la Gran Depresión estuvieron presentes para 2008, además de que la crisis de la estanflación no se compara en magnitud a la aquí mencionada, por lo que

se trató de una experiencia nueva para la gran mayoría de las personas y un fenómeno irrepetible para ser estudiado por parte de los economistas.

Con un fenómeno de tal magnitud, y tras el conocimiento generado al respecto, tan sólo desde 1929, era de esperarse que economistas y políticos lo hubieran previsto. Sin embargo, fue una sorpresa para propios y extraños que ocurriera esta crisis y que tuviera un gran alcance, al menos en los círculos más respetados y ortodoxos de la economía. Como muestra de la evidente falla de los expertos para prever la crisis, cabe recordar lo ocurrido durante la inauguración del *New Academic Building* de la *London School of Economics* (LSE) el 5 de noviembre de 2008, realizada por la Reina Elizabeth II.

Desde que el rey George V, abuelo de la Reina, colocó la piedra inaugural de la prestigiosa escuela en 1920, la institución no había disfrutado de la presencia de otro líder de Estado. Se trataba de la primera visita de la Reina a la LSE.

Se vivía un ambiente festivo, pues el nuevo edificio representó un gran logro en la historia de la LSE. Al evento asistieron profesores, alumnos, trabajadores y directivos, quienes atendieron y esperaban gustosos la presencia de la Reina. Sin embargo, el ambiente a nivel mundial no era de celebración. Aproximadamente dos meses antes, el 15 de septiembre de 2008, quebró la compañía estadounidense de servicios financieros, Lehman Brothers, dando un inicio simbólico a la *Gran Recesión*.

Durante la inauguración, la Reina hizo recordar a los economistas las condiciones adversas que se vivían en la economía y política internacionales. “¿Por qué nadie se dio cuenta?”, fue la pregunta de la Reina a los científicos de la LSE sobre la crisis económica que recién había estallado.

La pregunta anterior no fue irrelevante, pero tampoco nueva. Desde tiempo atrás se había cuestionado la capacidad de la economía como ciencia para predecir fenómenos concernientes a ella, siendo las crisis económicas el más grave de todos. Sin embargo, esta vez no se cuestionaba la validez de la economía como ciencia dentro de la academia, esta vez la interrogante llegó de una cabeza de Estado que es completamente ajena a esta ciencia, un personaje que evita la controversia y no da sus opiniones sobre temas delicados. Para ella, la crisis de 2008 era algo “horrible” (The Telegraph, 2008).

La respuesta brindada en ese momento por el profesor Luis Garicano, actual director de departamento en la LSE, fue que “en cada escenario, alguien estaba confiando en otro y todos

pensaban que hacían lo correcto”. ¿Es esta la respuesta que debe brindar una ciencia? ¿La crisis de 2008 fue causada entonces por un problema de confianza? Si todos pensaban que hacían lo correcto ¿se trató de un problema de axiología? ¿Acaso fue la incompetencia o corrupción de los expertos financieros para medir el riesgo la causante de la crisis? ¿O acaso fue la incompetencia de los economistas para interpretar y medir la realidad?

Sobra decir que la atribución de la crisis a este tipo de motivos escapa de la capacidad de análisis de los economistas, pues no se puede predecir la conducta humana. Si este es el caso, los economistas poco (o nada) tienen que aportar a la explicación y predicción de un fenómeno desarrollado dentro de su campo de estudios, lo cual sería una tragedia que cuestionaría aún más su función y su validez como científicos.

Ante estos cuestionamientos, muchos economistas realizaron importantes autocríticas y revisiones sobre esta ciencia, pero otros justificaron su incapacidad mediante excusas metodológicas y retórica disfrazada de ciencia. El propio Alan Greenspan, anterior presidente de la Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos (EUA) y reconocido economista, se vio sorprendido con el estallido de la crisis de 2008, comentando que se encontraba en un “estado de incredulidad impactada”, pues encontró que su “visión del mundo”, su “ideología no era correcta y no estaba funcionando”.¹

Tiempo después publicó un artículo titulado “La Crisis”, en el que atribuía la crisis a la intermediación financiera, mercados y productos financieros complejos, malos cálculos de riesgo, la caída del Muro de Berlín, bajas tasas de interés y la globalización (Greenspan, 2010). Sin embargo, como bien apunta Michael Roberts (op. cit.), tales causas pudieron y debieron haber sido vistas por el presidente de la Fed.

El objetivo principal de este trabajo es realizar un análisis de las teorías de la crisis económica de 2008 que han desarrollado las escuelas de pensamiento consideradas como las más importantes: neoclásica, keynesiana y marxista. Esto con el fin de generar un acercamiento a la verdad de lo ocurrido en el fenómeno mencionado, pues a partir del conocimiento de las causas y una explicación consistente del desarrollo de la crisis, es posible pensar en soluciones para salir de ella.

La hipótesis general de esta investigación es que la crisis 2008 fue producto de tendencias preexistentes en la economía estadounidense. Por lo anterior, la crisis no se trató de un evento

¹ Citado en (Roberts, 2010).

estocástico o “cisne negro”, según la terminología de Nassim Taleb para denotar un fenómeno inesperado y no contemplado que tiene grandes repercusiones en un sistema cuando aparece.

De manera particular, se propone que la crisis fue causada por factores de la economía real y que la crisis financiera fue consecuencia de una economía debilitada. Sin embargo, no debe desdeñarse el análisis de los mercados financieros y debe ser integrado en un estudio que incluya a la economía real como determinante de la dinámica económica y el sector financiero como mecanismo de transmisión.

Finalmente, se considera que la crisis no fue causada por un problema de subconsumo, ya que los créditos *subprime* lograron resolver el problema de demanda agregada, aunque de manera insostenible

En el primer capítulo se realizará un análisis histórico que muestra cómo se generó la situación económica existente durante la primera década del siglo XXI. Se parte de la gran crisis anterior a la *Gran Recesión*, a saber, la crisis de la estanflación. Posteriormente, se revisarán las medidas implementadas para la recuperación de dicha crisis, así como las condiciones económicas que se generaron y desarrollaron durante la década de los años ochenta y noventa. Finalmente, se repasarán los fenómenos ocurridos antes y durante la crisis de 2008, con un análisis de carácter lo más puramente descriptivo posible.

En el segundo capítulo se analizarán algunas de las teorías realizadas por las escuelas neoclásica, financiera y conductual. En la primera parte se expondrá una adaptación del modelo del ciclo económico real realizado por Edward Prescott, quien asegura que el fallo en la medición del modelo se debió a la creciente implementación de capital intangible en la economía estadounidense. La segunda parte abordará las hipótesis de mercados eficientes y su pertinencia para la explicación del fenómeno de 2008, seguido de una crítica y complementación realizada por la economía conductual, basadas en el trabajo de Robert Shiller sobre la irracionalidad de los agentes y las burbujas en el sector financiero.

El tercer capítulo abordará la explicación de los procesos de la crisis realizada por la escuela keynesiana, en primer lugar, la cuestión de si la crisis fue producto de desregulación o falta de ingresos que pudieran ser transformados en demanda efectiva. Para esta sección se estudiará la demanda efectiva, la trampa de liquidez y la deuda de gobierno, bajo el análisis de Paul Krugman; la teoría del llamado estancamiento secular en economías abiertas, realizado por el ex Secretario del Tesoro, Lawrence Summers; y un análisis de las medidas de política

económica que se han realizado, su funcionamiento y resultados, basado en los trabajos de Krugman y Olivier Blanchard.

Finalmente se analizarán las teorías de la crisis realizadas por la escuela basadas en el pensamiento y obra de Karl Marx. Se analizarán los postulados y la pertinencia de los análisis desarrollados bajo la teoría del subconsumo con David Harvey, la financiarización con Gérard Duménil y Dominique Lévy; y bajo la teoría de la caída tendencial de la tasa de ganancia basados en los trabajos realizados por Anwar Shaikh y Michael Roberts.

Tras exponer las teorías que buscan explicar la crisis de 2008 en EUA, se realizarán conclusiones con los hallazgos encontrados para vislumbrar las posibilidades de este campo de estudio, tratando de responder a algunas de las preguntas más importantes. ¿Son las crisis fenómenos estocásticos o son productos de tendencias inherentes al sistema? ¿Dada la pregunta anterior, es posible prevenir la ocurrencia de crisis económicas? ¿Y, de ser esto posible, es factible realizar políticas que impidan la ocurrencia de nuevas crisis? ¿Cuáles son las perspectivas actuales, tras la crisis de 2008? ¿Se ha superado la crisis de 2008 o el estancamiento de las economías es muestra de una nueva etapa de la crisis?

1. Orígenes, tendencias y crisis económica de 2008

La crisis económica de 2008 estalló en el mercado financiero de la Bolsa de Valores de Nueva York, en EUA, centro de la economía mundial. El factor detonante fue producto de la especulación financiera, principalmente en el mercado inmobiliario, la cual había iniciado desde 2003.

Una de las particularidades de esta crisis es el hecho de no haber sido prevista por los economistas, analistas y calificadoras financieras. Generalmente culpó a estas últimas de dar buenas calificaciones a instrumentos financieros de alto riesgo y de haber producido un mercado de información asimétrica.

Según estas explicaciones, la crisis habría sido causada por falta de información y corrupción por parte de las calificadoras. Sin embargo, de esta manera se pasa por alto el hecho de que la inversión en estos activos tóxicos haya sido tan atractiva para los capitales de todo el mundo. Al invertirse cuantiosas sumas de capital en estos instrumentos financieros se reasignaron recursos que previamente habían desempeñado un papel en la formación bruta de capital. Así, el capital dejó de ser productivo y se dedicó a la especulación.

Es necesario ahondar en el verdadero origen de la crisis económica de 2008, con el fin de ubicar sus causas últimas, así como investigar las condiciones estructurales que permitieron la especulación financiera, así como su propio origen. Sólo con la conciencia de las estructuras socioeconómicas presentes en 2008, la dinámica del sistema y las tendencias históricas que llevaron al sistema financiero de este año puede entenderse esta crisis y brindarse soluciones a los problemas remanentes desde entonces.

Dicho lo anterior se realizará una revisión histórica de la situación económica generada a partir de la gran crisis anterior a la de 2008 (la de las décadas de los setenta y ochenta) en la primera parte de este capítulo, ya que las fases de crisis generan una nueva estructura económica que permiten despegar en una nueva etapa de auge:

No es casual el hecho de que las transformaciones contemporáneas del capitalismo sean consecuencia de una crisis estructural. Hay que ver en ello una ley general de evolución del capitalismo. Los periodos de grandes crisis tienen en común que traen aparejados grandes cambios. Volvemos a encontrar aquí el viejo tema de la violencia partera de la historia; las crisis comparten esta función con las guerras. (Duménil y Lévy, 2000, p. 23)

De esta forma se buscará encontrar los orígenes de las condiciones socioeconómicas que hicieron posible la crisis de 2008 en EUA. Las soluciones a la crisis de los años setenta y ochenta habrían generado las causas y el escenario de la primera gran crisis del siglo XXI.

Posteriormente, en la segunda parte de este capítulo, se realizará un análisis de las tendencias generadas a partir de las condiciones antes mencionadas. Se expondrá el panorama de la globalización y alto desarrollo financieros, cuyos instrumentos fueron parte del detonante de la crisis en cuestión.

Finalmente se expondrá el fenómeno del que trata esta investigación: la crisis económica de 2008 en EUA, con referencia exclusiva a las condiciones económicas de ese momento y una explicación del mecanismo de difusión de la crisis, así como los intentos de solución que se han llevado a cabo con la política económica estadounidense.

1.1. Crisis de la estanflación, crisis de la deuda y cambios en el sistema económico

La crisis económica de los años setenta y ochenta se trató de un evento coyuntural con distintas etapas, correspondientes a escenarios generados por distintos agentes económicos. En la historia económica suele asegurarse que la causa de la crisis fue el aumento de los precios del petróleo en 1973 (Marichal, 2010, pp. 179-181). Sin embargo, es necesario distinguir entre las tendencias históricas que llevan a la realización de un evento, como lo es la crisis, y su factor detonante, el aumento de los precios del petróleo.

Uno de los rasgos característicos de esta crisis fue la aparición de un fenómeno sin precedentes: la *estanflación*, es decir, el estancamiento económico con inflación. En las crisis anteriores se habían presenciado eventos de deflación, relacionada con la caída del producto, por lo que la estanflación resultó sorprendente para quienes estudiaban y vivieron esta crisis. Para la comprensión de este evento es necesaria la mención de dos factores importantes en la estructura económica de la época: la intervención del Estado en la economía (el llamado Estado keynesiano) y el abandono de la paridad oro-dólar en el sistema monetario internacional, junto con el aumento de precios de las materias primas, entre ellas el petróleo.

Dados los altos niveles inflacionarios en EUA (y en el mundo), lo cual llevaría al aumento de las tasas de interés, y la creciente deuda y gasto de los gobiernos de los países en desarrollo, posibilitados y causados por el auge petrolero, se llegaría a una nueva etapa de la crisis conocida como la crisis de la deuda externa de los países en desarrollo. Esta etapa se

caracteriza por el hecho de conjugar a los países desarrollados en el contexto del fin de la crisis con los países en desarrollo al borde de la quiebra, debido a las decisiones de los desarrollados, pero amenazando su recuperación económica.

Finalmente se expondrán las medidas llevadas a cabo durante el gobierno de Ronald Reagan para superar la crisis de la estanflación, así como los efectos que éstas generaban en el nacimiento de una nueva estructura económica. Con ello se expondrán las nuevas condiciones económicas que generaron y permitieron la existencia de los mecanismos de la crisis económica de 2008, los orígenes de la estructura de la *Gran Recesión*.

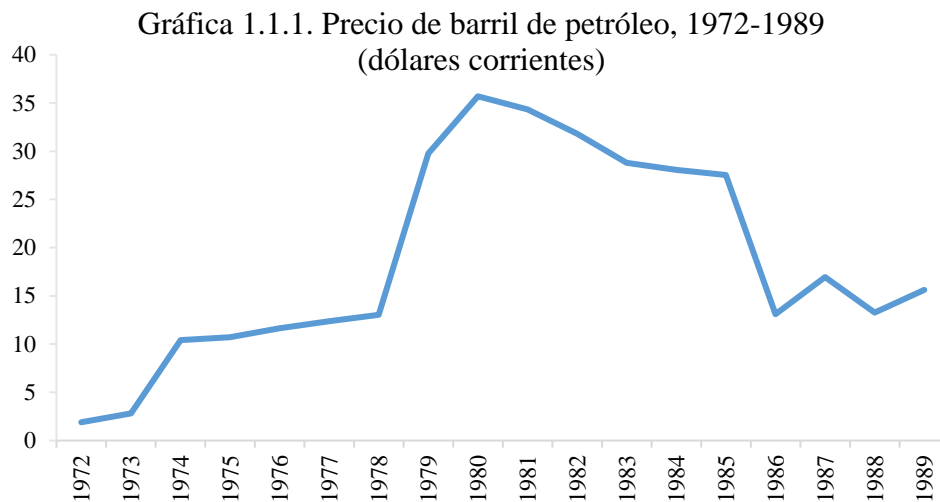
a) Causas e inicio de la crisis de la estanflación

El 6 de octubre de 1973 inició una guerra en la que se enfrentaron Egipto y Siria contra el estado de Israel. A pesar de que a pocos días después de iniciado el conflicto la Organización de las Naciones Unidas (ONU) logró conciliar un cese al fuego, se inició una guerra económica que tendría un alcance mundial. Ésta consistió en una estrategia adoptada por una coalición de naciones árabes, en la cual se usaría el precio del petróleo como un arma en contra de EUA, así como un medio para aumentar el control sobre este recurso, que era explotado por empresas petroleras angloamericanas.

Incluso antes del conflicto seis países de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) anunciaron un “plan para presionar por un aumento de su participación en el negocio petrolero y reclamaron un distanciamiento de Israel por parte de los países importadores de petróleo” (Marichal, 2010, p. 180). Ello se reflejó en la duplicación del precio del petróleo y un embargo las exportaciones de EUA. Por haber apoyado a Israel durante el conflicto. Como puede observarse en la Gráfica 1.1.1, el precio del petróleo en 1973 fue de aproximadamente tres dólares, mientras que para 1974 sería de poco más de diez dólares. Un segundo aumento de los precios del petróleo en 1979 marcaría, posteriormente, una segunda caída de la economía de EUA, Europa y Japón, al pasar de un precio de 13 dólares en 1978 a uno de casi 30 dólares en 1979 y un máximo, para este periodo, de 35 dólares el año siguiente.

Este conflicto, expresado en un aumento del precio del petróleo, es considerado por muchos analistas como una de las principales causas de la crisis de la estanflación que se desarrollaría durante los próximos diez años. Sin embargo, existe otras variables estructurales que resultan más importantes para un análisis de este fenómeno: el debilitamiento de las industrias de EUA,

Europa y la Unión de Repúblicas Socialistas Soviéticas (URSS), causado por la caída de la tasa de ganancia; y el hundimiento del sistema monetario de Bretton Woods en el año de 1971.



Fuente: BP, Statistical Review of World Energy, Junio 2008.

De acuerdo a la teoría de la crisis causada por una caída en la tasa media de ganancia (muestra de un descenso en la rentabilidad de las empresas), la crisis económica es un fenómeno inherente al modo de producción capitalista, causado por la competencia entre capitales y el aumento de la composición orgánica del capital (a través de la inversión en progreso técnico y/o capital fijo), mayor al aumento de la tasa de plusvalía. Este análisis puede ubicarse dentro de las teorías de los ciclos económicos, específicamente en la teoría de los ciclos largos, los cuales duran de 45 a 60 años. De esta manera se distingue esta teoría de la teoría de los ciclos de negocios (ciclos cortos) y de las crisis parciales, al ser un fenómeno sistémico. Más aún, se agrega que:

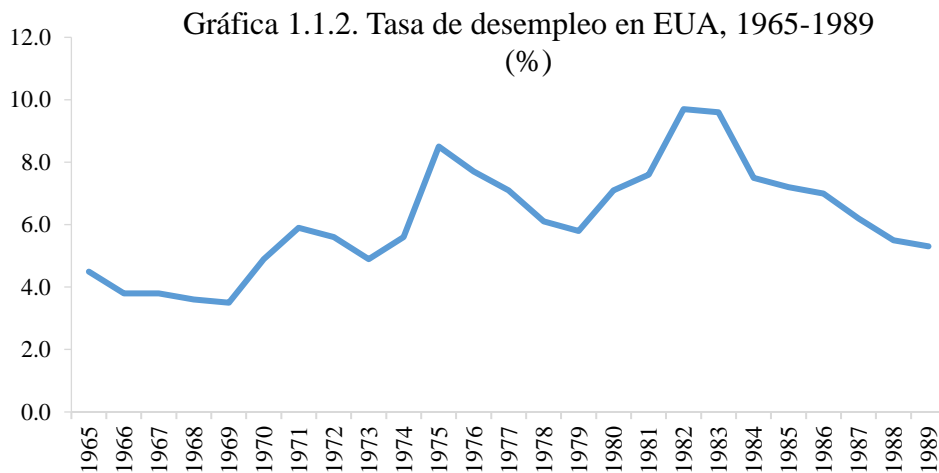
Quando el sistema está sano se recupera rápidamente de sus ciclos y contracciones. Pero conforme su salud se deteriora, su permanencia en el fondo es más larga, sus recuperaciones son más débiles y las probabilidades de entrar en una verdadera crisis son cada vez mayores. (Shaikh, 1990, p. 382)

Siguiendo este análisis, la crisis de los años setenta y ochenta habría sido causada por una caída en la tasa de ganancia, aún desde la etapa de auge del ciclo. El momento en que la tasa de interés se igualara a la tasa de ganancia y se obtuviera una ganancia media negativa marcaría el inicio de la crisis. Sin embargo, una tasa de ganancia descendiente no genera una caída en el producto, siempre y cuando el crecimiento de las ganancias sea positivo. En el

momento del inicio de la crisis, el descenso de la tasa de ganancia desincentiva la inversión en actividades productivas, lo cual a su vez hace disminuir el empleo.

Shaikh muestra que entre 1966 y 1968 las ganancias reales antes de impuestos alcanzan un pico, a partir del cual fluctuarán agudamente en una condición de estancamiento, marcando el inicio de la fase de la crisis. De esta forma la crisis habría iniciado en 1967, lo cual resulta interesante si se tiene en cuenta que el índice real del mercado de valores se estancó poco tiempo antes (prediciendo la rentabilidad, de acuerdo a su papel) y después cayó de manera sostenida (cerca de un 56% de 1965 a 1968). La tasa de ganancia pasó de un 12% a un 8% en 1973, registrando un mínimo de 3.5% en el año de 1982 (Shaikh, 1990).

Por otra parte, el desempleo se había mantenido en 4% de 1947 a 1967, alcanzando un gran aumento al 10% en el año de 1982. De esta manera se observa un aumento del desempleo y caída en los salarios reales desde 1967, lo que pone en duda las argumentaciones de una crisis causada por el aumento de empleo y salarios en la distribución del producto. Las tendencias de la tasa de desempleo pueden observarse en la Gráfica 1.1.2, a continuación:



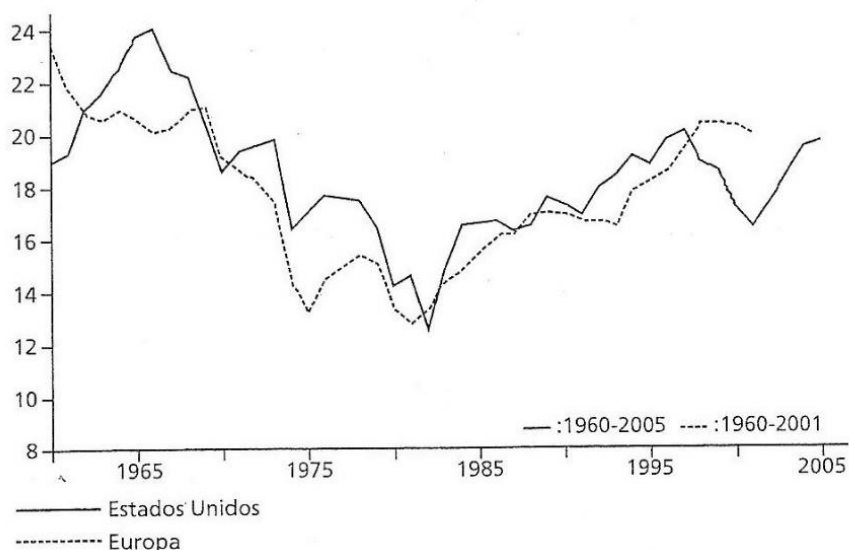
Fuente: Report of the President, Febrero 2016; con datos del Bureau of Labor Statistics.

El déficit de gobierno aumenta también con el inicio de la crisis, sin embargo, ello se debe principalmente a la disminución de la recaudación de impuestos por la desaceleración de la economía, y no a un aumento desmesurado del gasto, a excepción de ciertos gastos militares que aumentaron en esta época.

En concordancia con los datos mostrados por Shaikh, Duménil y Levy, resalta la caída de la tasa de ganancia como causa de la crisis de los años setenta y ochenta, mostrando

gráficamente los cálculos obtenidos para EUA y Europa. También concuerda el mínimo alcanzado por la tasa de ganancia en 1982, lo cual marcaría el inicio de la recuperación de la economía de EUA y Europa, caracterizado por la adopción de políticas neoliberales y el debilitamiento de la fuerza de trabajo. Cabe mencionar que, si bien existen tendencias similares en los resultados de ambos autores, las tasas no son las mismas, debido a los diferentes métodos implementados para el cálculo de la tasa de ganancia, como el uso de datos provenientes de las cuentas nacionales que asemejen las variables de análisis marxistas, el uso de costos corrientes o costos históricos, la inclusión del pago de intereses, dividendos o impuestos pagados, entre otros.

Gráfica 1.1.3. Tasa de ganancia (%), EUA y Europa (1960-2005)²



Durante las crisis económicas se desatan periodos de incertidumbre, por lo que pueden darse eventos coyunturales como conflictos armados, especulación, volatilidad de precios, etc. Ello podría explicar eventos como los ocurridos en 1973 con la guerra entre Egipto y Siria, las tensiones políticas y los aumentos en el precio del petróleo.

Por otra parte, se explica la crisis de los años setenta a partir del sistema monetario internacional vigente a finales de la década de los sesenta e inicio de la década siguiente. Bajo esta explicación las causas de la crisis se remontan a la incapacidad de mantener el sistema monetario de Bretton Woods a través del patrón oro-dólar, debido a la falta de reservas de oro con respecto a la creciente oferta monetaria de dólares por parte de EUA.

² Tomado de (Duménil y Lévy, 2007, p. 46), en la cual Europa corresponde a Alemania, Francia y Reino Unido. "Antes de 1991, Alemania no incluye a la Alemania del Este, después sí."

Con la continua emisión de dólares por parte de EUA, así como sus crecientes importaciones y la continuidad de las inversiones de las empresas transnacionales; las reservas de oro de EUA empezaron a ser insuficientes para el respaldo de los dólares fuera del país. A ello el gobierno de Nixon respondió con el abandono del sistema monetario de Bretton Woods en 1971, bajo el *New Economic Program*.

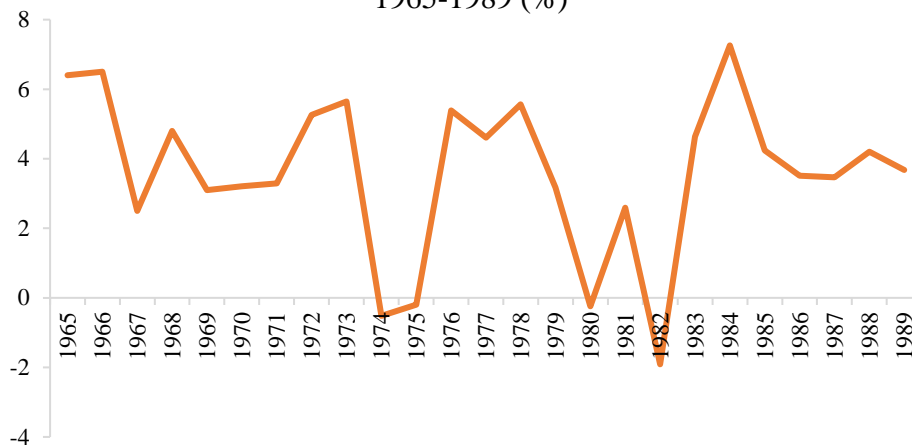
Además del abandono del patrón oro-dólar, se agregaron medidas defensivas y proteccionistas para apuntalar la economía estadounidense, con el fin de evitar reacciones negativas al anuncio. Éstas consistían en un impuesto adicional a las importaciones, un plan de control de precios y salarios a nivel nacional, así como el compromiso del presidente de la Reserva Federal (Fed), Arthur Burns para rebajar las tasas de interés.

El resultado de la implementación del *New Economic Program* fue una fuerte, aunque breve, recuperación en la economía estadounidense. Sin embargo, no se logra evitar la debilidad del dólar, además de que existían fuertes presiones devaluatorias debido a que las importaciones aumentaban más que las exportaciones y al déficit de gobierno, causado en gran parte por la costosa Guerra de Vietnam. Tras ello el dólar se devaluó 10% y se inició la etapa de flotación de las divisas de los países desarrollados, siendo en esta misma época que se genera un cambio de paradigma en el pensamiento económico, dejando de lado el keynesianismo para dar cabida al monetarismo.

Como consecuencia de la liquidez generada entre 1968 y 1973 hubo un importante aumento de la actividad económica a nivel mundial, dando pie a una creciente demanda de materias primas y, finalmente, al aumento del precio de éstas. A esta situación se sumaría en 1973 el aumento de los precios del petróleo por parte de los países árabes tras el apoyo de EUA a Israel durante la cuarta guerra árabe-israelí. La Gráfica 1.1.4 muestra el aumento de actividad de 1968-73, además de mostrar la caída en el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) en 1974-75, 1979 y 1980, de las cuales se hablará posteriormente.

Se comenzó a dudar que las reservas internacionales fueran suficientes para afrontar los crecientes precios de las materias primas, especialmente el precio del petróleo. Por lo anterior, Tamames (2003, p. 452) asegura que “el origen de la crisis estuvo en el deterioro de la situación monetaria internacional” y que “a la crisis no resuelta del sistema monetario internacional se sobrepuso la crisis energética”.

Gráfica 1.1.4. Crecimiento anual del PIB en EUA,
1965-1989 (%)



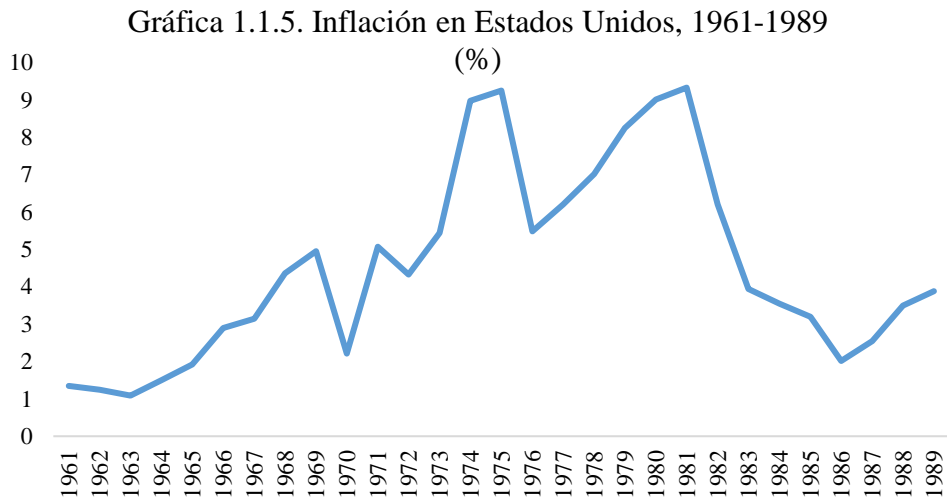
Fuente: Banco Mundial, World Development Indicators.

Tras los problemas generados por la excesiva oferta de dólares en el mundo y la inflación generada por el aumento de las materias primas, inicia la etapa de flotación de las divisas y son levantados los controles sobre los movimientos de capitales en EUA, Europa y Japón. Como consecuencia de estas dos medidas hubo un aumento en los flujos de capitales a nivel mundial. Además, se benefició a las grandes transnacionales y a los bancos con la apertura. Ello dio lugar a nuevos ciclos de especulación y burbujas de endeudamiento (y, así, a un importante desarrollo de teorías sobre inestabilidad financiera, como las de Hyman Minsky y Charles Kindleberger), como también a la posibilidad de realizar inversiones en países distintos al de residencia, generándose en este periodo los llamados “paraísos fiscales”.

Tras estos hechos se alcanzaron periodos de recesión en EUA, como puede apreciarse en la Gráfica 1.1.4, acompañados de altos niveles inflacionarios. La inflación comenzó a aumentar de manera importante en la segunda mitad de la década de los sesenta, especialmente desde el periodo 1966-1968, concordando con el inicio de la crisis, según Shaikh. Posteriormente osciló entre 2% y 5% de 1970 a 1973. Con el aumento de los precios del petróleo y la recesión de 1973-74 se llegó a una inflación del 9%, la cual se repetiría en 1981, impulsado por un nuevo aumento del precio del petróleo en 1979. Iniciaba la crisis de la *estanflación*.

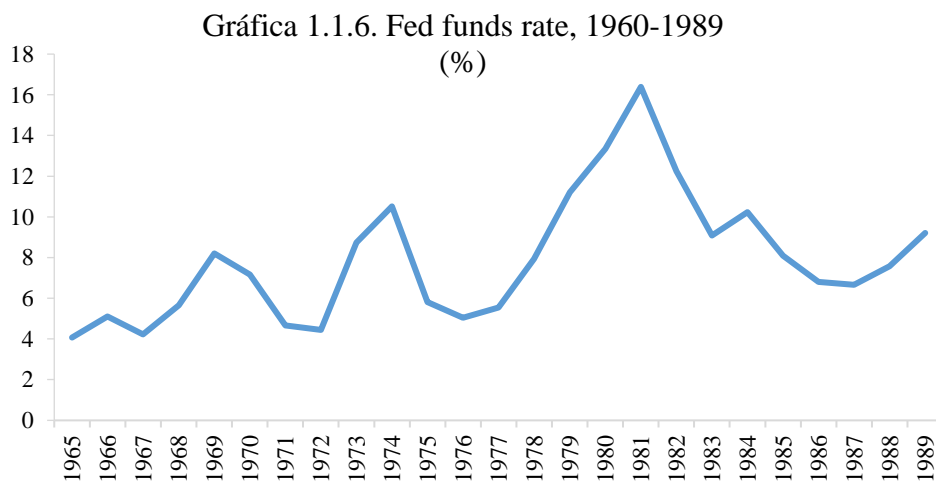
Para muchos el problema fue la incapacidad de la Fed para enfrentar el incremento de la inflación en EUA, pues tenía una clara prioridad de alimentar a los mercados crediticios sobre el control de la inflación en un contexto de aumento del gasto de gobierno y del mantenimiento de la Guerra de Vietnam. Se dice que EUA exportó sus problemas monetarios y fiscales al

mundo gracias a la hegemonía monetaria con que contaba, la cual se asentaba en su poderío económico y militar.



Fuente: Banco Mundial, World Development Indicators.

Como puede observarse en la Gráfica 1.1.6, la Fed sí realizó aumentos a la tasa de interés en 1973-74 para enfrentar la inflación causada por el aumento del precio del petróleo, tras haber bajado las tasas desde 1969 (Gráfica 1.1.5). Sin embargo, cuando la recesión económica se prolongó en 1975 (Gráfica 1.1.4), la Fed decidió disminuir las tasas para fomentar la actividad económica. Si bien esta medida logró su objetivo, la inflación volvió a aumentar desde 1977, y continuó haciéndolo hasta 1981 (y con ella la tasa de interés). Este año se daría el aumento necesario para abatir la inflación de la mano de Paul Volcker al frente de la Fed.



Fuente: Report of the President, febrero 2016; con datos de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal.

Desde el primer choque petrolero en 1973, las cotizaciones de la bolsa de valores de Nueva York descendieron abruptamente, y se mantendrían así hasta mediados de los años ochenta. Mientras que el mercado de viviendas de EUA, el cual es “el sector más importante para evaluar la riqueza promedio de la mayoría de los ciudadanos” (Marichal, p. 186), tuvo una tendencia hacia el estancamiento.

Por las políticas que buscaban combatir el aumento de la inflación (que implicaba la pérdida de valor del dinero) la liberalización de los capitales y la flotación de los tipos de cambio, Duménil y Levy observan un movimiento del sector financiero de la economía para reposicionarse como el sector más importante y opulento. La inflación habría sido un retroceso en el poderío del sector financiero que sería combatida mediante la liberalización de capitales, divisas y los futuros aumentos de la tasa de interés. Esta teoría será abordada con mayor profundidad al estudiar los fenómenos ocurridos al inicio de la década de los ochenta con las políticas aplicadas para salir de la crisis económica.

Según los eventos antes descritos, la caída de la tasa de ganancia habría llevado a la desaceleración económica desde finales de la década de los sesenta. Al estar el sistema económico en crisis, el choque petrolero resultó de suma gravedad para la salud de los procesos de producción. La gran oferta de dólares por parte de la Fed y el gobierno de los EUA, así como el aumento de precios de materias primas y el petróleo, generó altos niveles inflacionarios.

Con la estanflación los gobiernos recurrieron a medidas keynesianas para impulsar la actividad económica por medio del gasto de gobierno, sin embargo, debido a la baja rentabilidad, la inversión no aumentó. De esta forma aumentaba el desempleo y la inflación. Pero, a pesar de que durante la crisis aumentó fuertemente el desempleo, éste no lo hizo como en la crisis de 1929, pues alcanzó un máximo de 10% en 1982 (Gráfica 1.1.2). Ello se debió a tres tipos de amortiguadores que disminuyeron su difusión: keynesianos (basados en las políticas de gasto público realizadas en la década de los 70), economía encubierta (las actividades de la economía realizadas al margen de la administración y autoridad pública) y estructura familiar (como el aumento de los años de estudio y el tiempo que los hijos permanecen en el hogar de sus padres).

Por lo anterior, se observa que el Estado keynesiano no fue el responsable de la crisis, pero tampoco quien la resolvió. Sin embargo, la influencia del Estado hizo posible que no se

alcanzaran los niveles de malestar y pobreza a los que se llegaba en crisis pasadas: se intercambi6 la estanflaci6n por la miseria.

Por otra parte, cabe mencionar que hubo pa6ses que fueron beneficiados por el aumento en el precio del petr6leo, adem6s de los de la OPEP. Fueron principalmente aqu6llos dedicados a la exportaci6n de petr6leo, tales como: M6xico, otros pa6ses latinoamericanos y la URSS. Este aumento permiti6 un alza en el gasto de gobierno de los pa6ses 6rabes, principalmente en la compra de equipo militar a pa6ses como EUA, la URSS, Francia y el Reino Unido (existiendo casos en los que el mismo gobierno de los EUA era quien vend6a el armamento a las naciones 6rabes). Adem6s de estas naciones, los bancos aprovecharon los crecientes negocios internacionales, reinvertiendo la baja en ganancias de los mercados dom6sticos.

Los altos precios del petr6leo de 1973 a 1979 generaron importantes recursos (llamados *petrod6lares*) para los gobiernos 6rabes. Estos petrod6lares eran depositados por los gobiernos en bancos globales estadounidenses y europeos, quienes a su vez prestaban dichos recursos a pa6ses en v6as en desarrollo a un tipo inter6s flotantes relativamente alto, ya fueran importadores o exportadores de petr6leo. 6ste es el origen de lo que a6os despu6s constituir6a la crisis de la deuda externa en los pa6ses en desarrollo.

Se observa que en la d6cada de los 70 hubo recesi6n en los pa6ses industrializados, mientras que en las periferias hubo un periodo de prosperidad debido al aumento en los precios del petr6leo y productos primarios. Sin embargo, el aumento de la masa monetaria por exportaciones de petr6leo y productos primarios, y el aumento de la contrataci6n de servicios de deuda, generaban en los pa6ses en desarrollo, principalmente los pa6ses latinoamericanos, tasas de crecimiento artificialmente altas. De esta manera puede vislumbrarse el escenario que albergar6a la crisis internacional de la deuda externa en un futuro cercano.

b) Crisis internacional de la deuda externa

Durante la d6cada de los 60 se otorgaron cr6ditos moderados a trav6s de organismos multilaterales como el Banco Mundial (BM) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Pero para el a6o de 1973 se comenzaron a otorgar cr6ditos de gran cuant6a a trav6s de banca privada extranjera. Como se mencion6 previamente, el otorgamiento de esta deuda fue posible gracias a las reservas depositadas en bancos privados estadounidenses y europeos por parte de los gobiernos 6rabes, tras el auge en las exportaciones petroleras que experimentaron tras forzar

un aumento en los precios del petróleo. La práctica de esta conducta por parte de los gobiernos de los países en desarrollo (especialmente los latinoamericanos) continuó durante toda la década de los 70, y en el periodo de 1978 a 1981 se contrajeron nuevos créditos para pagar la deuda previa.

En este contexto es pertinente cuestionar cuál fue la fuerza motriz para la generación de este fenómeno: ¿se trataba de una alta demanda por parte de los gobiernos o de una alta oferta por parte de la banca privada? Por un lado, existía una demanda generalizada de préstamos por parte de los gobiernos de países en desarrollo, quienes buscaban altas tasas de crecimiento mediante deuda relativamente barata que ofrecía tasas de interés reales negativas (ya que el tipo de interés era menor a la inflación en estos países. Mientras que la banca privada contaba con fondos suficientes para realizar cuantiosos préstamos, provenientes del auge petrolero en los países árabes, y mercados recientemente liberalizados, lo que hacía muy atractivo el otorgamiento de créditos a agentes en diferentes partes del mundo. Sin embargo, el hecho de que la demanda de créditos fuera generalizada en los países latinoamericanos da cuenta del papel fundamental de la oferta de la banca privada.

Durante la década de los 70 la banca privada de EUA se internacionalizó con gran rapidez, especialmente hacia los países latinoamericanos. De acuerdo a los datos mostrados por Carlos Marichal, el Bank of America obtuvo un 15% de sus ganancias totales por préstamos internacionales, mientras que para 1982 este porcentaje ascendió a un 60%; el Chase Manhattan Bank pasó de un 22% en ganancias internacionales a principios de 1976 a un 78% para el final del mismo año, contando con un 55% de sus ganancias por préstamos internacionales como promedio del periodo de 1977 a 1982. En este tenor cabe mencionar la postura del presidente de Citicorp, Walter Winston, sobre el otorgamiento de préstamos a gobiernos latinoamericanos: no se corría ningún riesgo, ya que “los países no quiebran”.

En un primer momento era únicamente la banca estadounidense quien otorgaba los préstamos a gobiernos latinoamericanos, pero después se sumaron los bancos europeos y japoneses (quienes se encargaban de otorgar créditos al Medio Oriente y Latinoamérica). De esta forma los bancos internacionales confiaban en que los préstamos les proporcionarían ganancias buenas y seguras, dando inicio a la globalización financiera que se desarrollaría desde entonces hasta nuestros días. Y con el fin de garantizar altos beneficios, se otorgaron préstamos con una tasa de interés por encima de la tasa habitual y con plazos cada vez más

reducidos para la liquidación del préstamo. Ello se debió a que para 1979 hubo un nuevo pico en los precios del petróleo, lo que hacía pensar a los banqueros que el auge del ciclo económico no duraría mucho y ya no les sería favorable.

Los motivos para la contratación de deuda por parte de los gobiernos latinoamericanos eran los siguientes: se buscaba aumentar el gasto público para mantener las altas tasas de crecimiento obtenidas en años pasados, además de que, debido a la estrechez de los mercados financieros latinoamericanos, las tasas de interés de la banca privada internacional resultaban relativamente bajas.

Resultaba habitual que el Fondo Monetario Internacional (FMI) presentara recomendaciones para favorecer el libre mercado en las naciones deudoras, tales como: reducir el déficit público, realizar reformas fiscales, mantener las cuentas externas en equilibrio y mantener un tipo de cambio estable. Pero la entrada de grandes cantidades de dinero hacía imposible seguir estas recomendaciones, pues con ella se generaron un aumento en la corrupción, laxitud en el manejo de presupuestos y fuga de capitales.

En numerosos casos los préstamos eran adquiridos para fomentar la producción de petróleo, pues la exportación de este producto se encontraba en auge. De este modo, durante el periodo de 1976 a 1981, Petróleos Mexicanos (PEMEX) era el principal cliente en los mercados financieros. Seguidas de las empresas petroleras estatales en cuanto a contratación de préstamos internacionales, se encontraban la banca de desarrollo estatal y la banca comercial, la cual buscaba fondos internacionales para reciclarlos localmente: se pedían préstamos a bajas tasas de interés y se prestaba a tasas más altas. Esta práctica sólo sería posible siempre y cuando se mantuvieran sin aumentos las tasas de interés del exterior, y si el país de residencia no devaluara su moneda. Sin embargo, para 1980 las tasas de interés internacionales comenzaron a subir.

Durante el año de 1980, y hasta mediados de 1982, hubo un fuerte aumento en las tasas de interés de EUA (Gráfica 1.1.6), lo que obligó a las naciones deudoras a pagar mayores cantidades de dinero anualmente. Este aumento de las tasas de interés se debía a una nueva política monetaria practicada por el presidente de la Fed, Paul Volcker, quien estaba decidido a “matar al dragón de la inflación”. Durante 1980 las tasas de inflación en EUA eran de alrededor del 10%, debido al déficit presupuestario del país y un nuevo choque en los precios del petróleo en 1979 (Gráfica 1.1.1).

Dicho lo anterior, se tomaron diversas medidas para combatir los altos niveles de inflación: hubo un aumento en las tasas de descuento, se exigió a la banca comercial a aumentar sus provisiones de reserva sobre todos los préstamos domésticos realizados con fondos del exterior, obligando a los bancos a colocar el 8% del valor de préstamos en cuentas de la Fed; se enviaron cartas a todos los bancos para reducir la inversión especulativa en oro, futuros de petróleo y operaciones de alto riesgo. De esta forma, la Fed realizó políticas monetaria y crediticia restrictivas.

Se registraron elevadas tasas de interés (de hasta 20% anual para 1979), por lo que todos los países industriales se vieron obligados a subir sus tasas para evitar una fuga masiva de capitales hacia EUA. El resultado de estas medidas de política monetaria es conocido como el *Efecto Volcker*, el cual consiste en: una caída en las tasas de inflación, una fuerte recesión económica en EUA, y Europa Occidental, y una desaceleración de la economía mundial. La política monetaria de Paul Volcker dio claras señales a los mercados respecto a su empeño para romper el proceso inflacionario: el cambio de políticas keynesianas hacia políticas monetaristas había concluido.

Al año siguiente del inicio de la presidencia de Paul Volcker en la Reserva Federal en 1979, Ronald Reagan venció a Jimmy Carter en la contienda por la presidencia de los EUA. Reagan buscaba contrarrestar los efectos de la recesión con un programa de estímulos: recorte de impuestos a los sectores adinerados, fuertes aumentos en el gasto público (especialmente en el sector militar), aumento del déficit público y aumento de la deuda gubernamental. Entre 1980 y 1981 el dólar aumentó su valor en 40%, lo que hizo que los papeles del Tesoro se volvieran atractivos para los bancos, además de que se generó atracción para invertir en EUA. Por lo anterior, los grandes bancos de Nueva York redujeron su emisión de bonos a mediano y largo plazo para naciones subdesarrolladas.

Con ello, los países subdesarrollados se vieron obligados a contratar préstamos a muy corto plazo y a altas tasas de interés, muchas veces únicamente para el refinanciamiento de su pasivo. Así los gobiernos llegaron a la conclusión de que únicamente contaban con dos opciones: suspender el pago de su deuda o renegociarla.

El 20 de agosto de 1982, el Secretario de Hacienda mexicano, Jesús Silva Herzog, anunció que México ya no estaba en condiciones de pagar el total de su deuda debido al aumento súbito

de las tasas de interés y a la fuga de capitales que existía en el país. Daba inicio la crisis internacional de la deuda externa.

Ese mismo año se reunieron agentes del FMI, la Fed y el Departamento del Tesoro de EUA para crear un paquete de rescate para México y, así, evitar el pánico financiero. El gobierno de los EUA aportaría recursos para el pago de la deuda, con la condición de que México negociara posteriormente un préstamo con el FMI y el Banco Internacional de Pagos (BIS, por sus siglas en inglés). A cambio, México se comprometía a la creación de un programa de ajuste fiscal y económico drástico.

Con el inicio de la crisis internacional de la deuda externa en los países latinoamericanos, hubo una gran preocupación por parte de las autoridades políticas y financieras de EUA, Europa Occidental y Japón. Ello se debió a que el valor de la deuda externa de los países en desarrollo era igual o mayor que el capital contable de los bancos más importantes. Por lo anterior, existía el riesgo del hundimiento de los bancos más poderosos del mundo: se debía evitar el colapso financiero mundial a toda costa.

Tomando en cuenta el porcentaje de préstamos a América Latina con respecto del capital, los bancos estadounidenses tenían los siguientes porcentajes, de acuerdo con Marichal (2010, p. 213): Citibank, 174%; Bank of America, 158%; Chase Manhattan, 154%; mientras que el Manufacturers Hannover contaba con un 77% de su capital únicamente en Brasil.

Ello empujó a los bancos privados a buscar una salida al problema, la cual consistió en una renegociación de la deuda. Hubo una organización de la banca internacional para exigir el sostenimiento del servicio de las deudas contraídas, además de una intervención activa de los gobiernos. Por otra parte, se aisló a los deudores unos de otros y se obligó a cada país a negociar de forma individual con los financieros “caso por caso”.

Hubo cuatro rondas de negociaciones, la primera se llevó a cabo de 1982 a 1983. En ella se aseguró el pago de 50 mil millones de dólares y se otorgaron créditos a los países deudores por 12 mil millones de dólares a tasas más altas de lo habitual. Con ello los bancos podían declarar en sus informes que las deudas seguían siendo operativas y evitaban la declaración de la bancarrota. Sin embargo, mientras se llevaba a cabo este proceso, los intereses continuaban capitalizando, por lo que la deuda iba en aumento. Las otras tres rondas de negociación tuvieron resultados similares y se llevaron a cabo de 1983 a 1984, de 1984 a 1985 y de 1986 a 1987.

Por otra parte, los banqueros privados buscaron el concurso del FMI y el BM en la resolución del conflicto, quienes llevaron a cabo planes de contingencia para los países deudores, basados en un ajuste fiscal para cubrir el servicio de la deuda. De esta forma se dedicaron importantes recursos para el pago de la deuda, el cual implicó una fuerte contracción económica y la promoción del libre cambio para estimular la acumulación de divisas. Se llevaron a cabo devaluaciones, las cuales disminuyeron las importaciones y aumentaron la captación de divisas; se aumentaron los ingresos fiscales dedicados a pagar los intereses generados sobre préstamos exteriores, proviniendo principalmente de recursos petroleros; se disminuyó el gasto de gobierno y los salarios públicos.

A pesar de estas medidas restrictivas no se impidió el ascenso de la inflación, generada, entre otras causas, por los aumentos en oferta monetaria para cubrir el déficit público (monetarización de la deuda). En América Latina, en el periodo de 1984 a 1985, hubo una inflación promedio del 200%, bajando al 60% para el periodo siguiente gracias al éxito de los programas de control de precios.

El duro ajuste fiscal, las políticas de reducción de salarios reales, la dedicación de recursos petroleros al pago de la deuda y la continua deuda de capitales tuvieron como consecuencia una década sin crecimiento económico, conocida como la *década perdida*.

Con el objetivo de reducir el endeudamiento de los bancos privados internacionales y fomentar la inversión en América Latina, James Baker propuso a finales de 1985 un plan que sería implementado por su sucesor, Nicholas Brady, en el año de 1987. Este plan es conocido como el Plan Brady, el cual pretendía “efectuar un canje de los viejos bonos de la deuda externa por nuevos títulos que contarían con un respaldo del Tesoro de EUA con base en la emisión de los llamados *cupón cero*” (Marichal, p. 220).

Estos bonos, conocidos como *bonos Brady* servían como garantía del futuro servicio de la deuda. El fondo estaría conformado por recursos del FMI, el BM, el gobierno de Japón y los gobiernos deudores. De esta forma, las inversiones no tendrían problemas para amortizar sus bonos.

La banca comercial podía vender la tenencia de sus bonos en el mercado a otros inversores y, así, librarse del peso de las deudas pendientes. Como se verá más adelante, esta vía para externalizar los problemas de la banca es similar a lo realizado con los créditos *subprime* antes de la crisis económica de 2008.

El primer experimento del Plan Brady se llevó a cabo en México en 1988. Se llevó a cabo una conversión de los viejos títulos de deuda por bonos Brady, los cuales tenían un descuento en el precio. Ello permitió a la Secretaría de Hacienda reanudar ahorros importantes. Sin embargo, los resultados no fueron los esperados. Para 2009 los montos de las deudas externas de los países en desarrollo superaron los 2 billones de dólares, si bien cabe mencionar que esta deuda no se debió únicamente a la ejecución de este plan.

Para llevar a cabo el Plan Brady, los países debían seguir una serie de recomendaciones por parte de EUA, las cuales son conocidas como el Consenso de Washington. Se buscaba que los países latinoamericanos: promovieran la disciplina fiscal, reordenaran las prioridades del gasto público, realizaran reformas tributarias, flexibilizaran los tipos de cambio y de interés, liberaran el comercio y la inversión extranjera, privatizaran las empresas estatales y desregularan los mercados financieros. Se daba inicio a la globalización financiera de la década de los 90.

Para Marichal la situación de los países del mundo resulta paradójica: por un lado, los países latinoamericanos tuvieron un desempeño pobre, mientras que hubo un fuerte crecimiento en otras partes del mundo: Japón tuvo un importante dinamismo industrial en la década de los 80, surgieron los tigres asiáticos (Corea del Sur, Taiwán, Tailandia, Singapur y Filipinas), se dio inicio al fuerte crecimiento económico de China e India, continuaba el proceso de integración europeo y EUA tuvo una fuerte recuperación de sus mercados financieros en 1984, con una caída preocupante en 1987, pero con efectos pasajeros, en la bolsa. La década finalizaría con el derrumbe político del socialismo real de la URSS y los países de Europa Oriental, representado en la caída del Muro de Berlín en 1989.

c) Política económica para la salida de la crisis de la estanflación y principales cambios

La crisis económica representa una fase del ciclo económico en la cual la producción y reproducción del sistema se ve comprometida. Por lo tanto, para entrar en la etapa de auge del ciclo económico es necesario remontar los niveles de actividad previos bajo una nueva estructura económica.

Constantemente la vía para remontar la ganancia viene acompañada de una innovación tecnológica para la producción, acompañada de diversas políticas que impulsan la etapa de expansión. El fin de una crisis y el inicio de un nuevo auge vienen acompañados de grandes cambios estructurales e institucionales. Dicho lo anterior, es necesario estudiar los cambios

estructurales gestados durante la crisis de la estanflación, muchos de los cuales ya han sido mencionados en este capítulo.

Duménil y Lévy observan en la crisis de los años setenta y ochenta una oportunidad aprovechada por el capital financiero para recuperar su hegemonía, perdida tras la crisis de 1929 y las restricciones a los movimientos de capitales. En este sentido, observan la lucha contra la inflación como un reflejo de los intereses del sistema financiero. “Privilegiando la lucha contra la inflación y el poder de los propietarios, las finanzas pusieron como nuevo centro de la actividad económica la rentabilidad del capital y la remuneración de los acreedores y accionistas.” (2007, p. 21).

Esta tesis es compatible con los acontecimientos observados durante la crisis: el abandono del sistema monetario de Bretton-Woods, la adopción de la flotación de las divisas, el levantamiento de las restricciones a los movimientos de capitales, el cambio de paradigma del pensamiento económico del keynesianismo al monetarismo y el aumento de las tasas de interés. Las primeras tres medidas mencionadas permitirían el libre movimiento de las actividades del sector financiero, dando pie a una etapa de globalización financiera, colocando a EUA en el centro financiero más importante del mundo. El cambio de paradigma crearía un conjunto nuevo de prioridades para el Estado y los economistas del mundo (por ejemplo, a través del cambio de planes de estudio en las universidades): se dejaría de buscar el crecimiento de las economías y de combatir el desempleo para combatir la inflación, la pérdida de valor del dinero y los activos financieros.

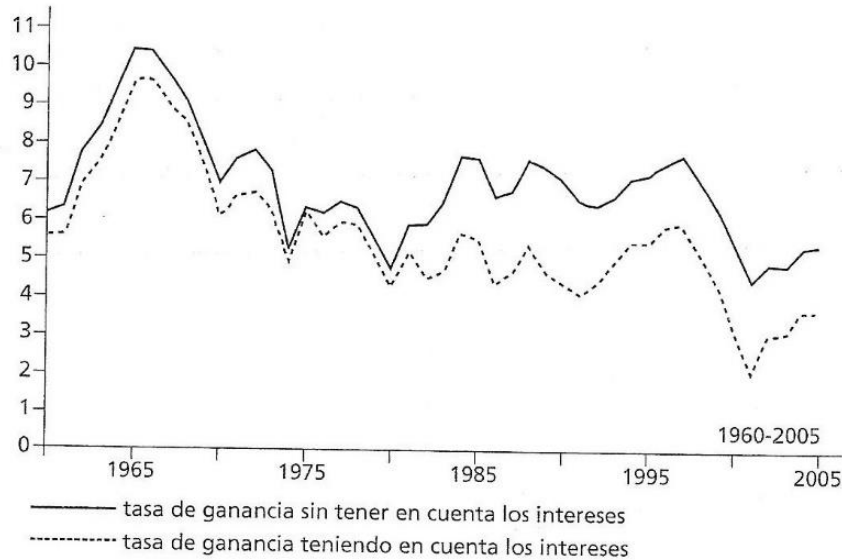
Según Duménil y Lévy, la “política de tasas de interés reales fuertes no creó la crisis” pero sí “la profundizó y prolongó sus efectos” (2007, p. 109). El aumento de las tasas de interés hizo disminuir la inversión, lo cual agravó la debilidad de la tasa de ganancia:

Por una parte, las finanzas administraron la crisis conforme a su propio interés, lo que prolongó la duración de la misma; por otra parte, esta extensión de la crisis en el tiempo permitió a las finanzas incidir sobre el curso de la historia. (Duménil y Lévy, 2007, p. 30)

De esta forma hubo una caída en las ganancias. Cabe señalar que se trató de una disminución en la cuota de ganancias de las sociedades no financieras y un aumento de la cuota de ganancias de las sociedades financieras. Esto puede observarse en la Gráfica 1.1.7 a través de la tasa de ganancia antes y después del pago de intereses. Durante el primer lustro de la década de los ochenta hubo un aumento en la tasa de ganancia antes del pago de intereses, pero con

un estancamiento en la misma después del pago de intereses. El creciente diferencial entre ambas series da cuenta del aumento de los ingresos del sector financiero.

Gráfica 1.1.7. Tasa de ganancia e intereses (%), EUA, 1960-2005³



Es probable que el aumento de tasas de interés haya disminuido las opciones de financiamiento de las sociedades no financieras, lo cual haya orillado a estas últimas a buscar nuevas vías. La salida sería hallada en la venta de acciones en los mercados de capitales, pero ofreciendo mayores dividendos para acceder a un mayor financiamiento.

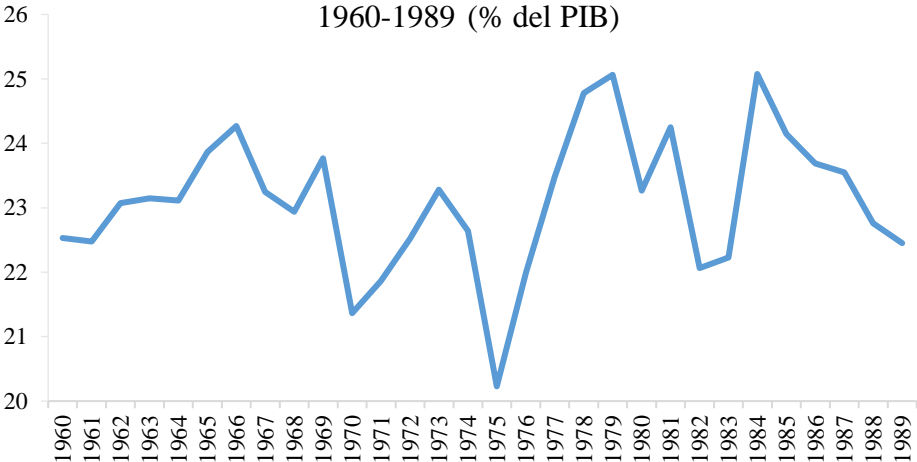
La cuota de ganancias distribuida como dividendos se había mantenido baja durante las décadas de los sesenta y setenta, pero comenzó a aumentar durante la década de los ochenta. De esta forma se generaron las condiciones para que existiera una gran remuneración para acreedores y accionistas. Esta condición generó una época de finanzas caras, a lo cual el gobierno respondió con una disminución de los impuestos sobre ganancias.

En este contexto resulta más importante el análisis de la tasa de ganancia retenida, es decir, la tasa de ganancia que sustrae los dividendos y los impuestos sobre ganancias para su cálculo. Se observa que “una porción de las ganancias retenidas no se dedica a la acumulación” (Duménil y Lévy, 2007, p. 115), pues, con el aumento de las tasas de interés, también aumentó la deuda de las sociedades no financieras. Una porción de las ganancias retenidas se dedicaba al pago de la deuda, este factor hizo disminuir aún más la tasa de ganancia empresarial.

³ Tomado de (Duménil y Lévy, p. 111).

A pesar de que al final de la crisis aumentó la tasa de ganancia, ello no se tradujo en el mismo nivel de acumulación de capital, ya que, de acuerdo con Duménil y Lévy, las fortalecidas relaciones financieras desincentivaron la inversión en las actividades no financieras. Al analizar la formación bruta de capital fijo como porcentaje del PIB (Gráfica 1.1.8), la cual representa la parte del producto invertido en activos fijos, se puede observar cómo, a pesar de que existe una recuperación en la tasa de ganancia en 1982-84 (Gráfica 1.1.3), la inversión desciende a partir de 1984. Estos datos respaldan la teoría de Duménil y Lévy, además de ser consistentes con la caída del crecimiento del PIB en esa época (Gráfica 1.1.4). La recuperación de la crisis era débil y con falta de dinamismo, debido al ascenso del sector financiero a la hegemonía económica. Con este movimiento se fomentaría una nueva etapa de especulación financiera, la cual fue observable en la crisis económica de 2008.

Gráfica 1.1.8. Formación bruta de capital fijo en EUA, 1960-1989 (% del PIB)



Fuente: Banco Mundial, World Development Indicators.

Con el aumento de las tasas de interés reales se tiene una consecuencia adicional: el gasto de los gobiernos crece de manera importante debido a la deuda que contrataron anteriormente. Este hecho es observable especialmente en los casos de los países latinoamericanos. De acuerdo a los autores antes citados, fue el aumento de tasas de interés, y no es Estado keynesiano, quien causó la crisis de la deuda externa. Además, dados los cambios políticos ya mencionados, se instauró el llamado régimen neoliberal en la política de diversas naciones, lo cual tendría como consecuencia una serie de crisis parciales durante las dos décadas consecutivas (hasta la crisis de 2008) debidas al ajuste de las economías a las condiciones de EUA.

Sin dejar de lado el análisis de las relaciones económicas y sociopolíticas realizado por Duménil y Lévy, se observa cómo para salir de la crisis y remontar la rentabilidad del capital se realizaron atentados contra la fuerza de trabajo en sus condiciones de vida. Esta aseveración se observa en las políticas llevadas a cabo por Ronald Reagan, las cuales dejaron de atender a la demanda efectiva para atender las necesidades de la oferta. Se intentó aumentar la oferta mediante la desregulación, la moderación salarial (basada en la disminución de los gastos de seguridad social y, en muchas ocasiones, en la disminución de salarios) y la reducción de impuestos al capital.

Otras políticas del gobierno de Reagan incluyeron el aumento de gastos militares mediante una iniciativa de defensa estratégica, conocida como la “guerra de las galaxias”; así como una actitud liberal contra el proteccionismo con el fin de abatir la inflación con un mercado competitivo, de manera que sólo las importaciones japonesas y los textiles tuvieron serias restricciones.

Gracias a la apertura comercial del periodo en los países industrializados, existió una renovada necesidad de competir para las empresas, generando una búsqueda por la adquisición de una mayor productividad y el aumento del desarrollo tecnológico. Cabe resaltar el caso de la microelectrónica, la cual “llegase a todos los sectores del sistema productivo de bienes y servicios”, sustituyendo una gran cantidad de empleo, dando pie a una situación en que “la inversión ya no genera empleo siempre, sino que la informática y el desarrollo automatizador en las fábricas lo que hacen es destruirlo” (Tamames, 2003, p. 455).

Las medidas mencionadas anteriormente se vieron beneficiadas por el descenso de los precios del petróleo en 1982, generando un panorama de optimismo que impulsó los mercados de valores. Sin embargo, el creciente déficit fiscal y comercial de EUA y la desconfianza en que el dólar pudiera continuar apreciándose generaron las primeras inquietudes.

En 1984 comenzaron las dificultades (basadas únicamente en la falta de confianza de los agentes económicos) y, tras una serie de eventos, el 19 de octubre de 1987, ante la noticia del déficit comercial de EUA, cayó el índice bursátil Dow Jones de la Bolsa de Nueva York, arrastrando en su caída a los demás mercados bursátiles. Pero gracias a una respuesta pronta y eficiente por parte del gobierno de EUA la caída fue superada rápidamente:

Se inyectó liquidez en el sistema de EE.UU. para evitar situaciones de pánico. Se intervinieron algunos mercados bursátiles con compras institucionales. Se llegó a un nuevo acuerdo, esta vez en “secreto”, en diciembre de 1987, para

intentar sostener el dólar y, sobre todo, se insistió en que la situación económica general era básicamente sana, que la malla de organismos internacionales era una garantía y que 1929 no se repetiría. (Tamames, 2003, p. 459)

Se observa cómo el sistema económico había remontado su rentabilidad, aunque sin alcanzar los niveles de los años cincuenta y sesenta, por lo que la crisis parcial de 1987 no lo afectó gravemente. El sistema se encontraba en una nueva etapa de auge en la que el sector financiero había adquirido una vasta influencia para la economía, haciendo al capital financiero muy atractivo para realizar inversiones (en muchas ocasiones más atractivo que el capital productivo); se habían dejado el pensamiento y políticas keynesianas, el empleo ya no era una preocupación primordial de los gobiernos; además de que el progreso tecnológico facilitaba la producción sin recurrir a una gran cantidad de trabajadores. Una nueva estructura económica nació como resultado de la crisis, y para superarla.

1.2. Globalización financiera

Los cambios gestionados durante la década de 1980 tras la crisis de la estanflación y la crisis de la deuda generaron un periodo de globalización comercial y financiera desde la década de los noventa. De esta manera se comenzaron a observar los efectos de la adopción del neoliberalismo como paradigma político y económico.

La globalización comercial inició desde la posguerra con la creación del Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT, por sus siglas en inglés), acentuando el proceso durante los setenta, gracias al avance de la tecnología. Desde finales de los ochenta y durante la década de los noventa se continuó con la liberalización comercial mediante acuerdos y tratados de libre comercio. Se realizaron cambios legislativos y administrativos para profundizar y ampliar la competencia de mercado, incluyendo colaboraciones con otros Estados. Como puede observarse, el Estado seguía influyendo en la economía, pero de manera distinta: ahora se orientaba al crecimiento del comercio internacional y la inversión extranjera. EUA se encargaría de levantar barreras al comercio, fueran arancelarias o no arancelarias. Las primeras fueron superadas mediante diversos tratados de libre comercio, entre los que resalta el Tratado de Libre Comercio para América del Norte (TLCAN), en el que se plasmaban los intereses del Estado, los inversionistas de empresas extranjeras y las políticas económicas nacionales envueltas en el proceso. Por otra parte, las barreras no arancelarias, caracterizadas

en diversas ocasiones como “prácticas desleales”, se trataban de distintos instrumentos de política económica de otros países: control de precios, regulaciones, subsidios y hasta políticas de industrialización; el papel de EUA fue influir en otros Estados para levantar las barreras comerciales y fomentar la globalización.

Sin embargo, aún más compleja y evidente resultó la globalización financiera de los años noventa. Ésta se caracterizaría por el impulso que las nuevas tecnologías daban al desarrollo de nuevos instrumentos de inversión financiera, como los derivados y los títulos de deuda; además de la desregulación de los mercados financieros en todo el mundo. Los servicios financieros habían sido “señalados dentro del Estado estadounidense como claves para solucionar déficits en balanza de pagos” (Panitch y Gindin, 2015, p. 336) desde la década de los setenta, pero este objetivo estaba lejos de las aspiraciones de EUA en la última década del siglo XX. Para el gobierno de este país la desregulación de los mercados financieros podía llevar a peligrosas crisis, sería su tarea contener el contagio y alcance de estos eventos.

Como ejemplos de lo anterior cabe mencionar los casos de las crisis de México (1995), Asia Oriental (1997), en Tailandia, Indonesia, Malasia y Corea; así como en Rusia y Brasil (1998). En la mayoría de los casos las crisis fueron causadas por fuertes inversiones de portafolio (el llamado *hot money*), las cuales entraban en países dinámicos de la periferia y a la menor señal de desequilibrio político o monetario salían de ellos. De esta manera los países se veían obligados a devaluar sus monedas y a adoptar un régimen de tipo de cambio flexible.

Son tres los factores que describen la dinámica de la globalización financiera de la época: 1) desregulación bursátil, monetaria y bancaria; 2) aumento de transacciones internacionales de capitales; y 3) la innovación de instrumentos de inversión, seguros y especulación. Además, la globalización era anunciada como el motor que impulsaría la economía mundial. Durante la administración de Bill Clinton (1993-2000) altos cargos de su gabinete realzaban las ventajas de la desregulación financiera, “no parecían darse cuenta de los peligros que acechaban en Wall Street y en otros mercados financieros de EUA como consecuencia de la acumulación de una serie de colosales burbujas financieras” (Marichal, 2010, p. 226).

A pesar de la importancia de los mercados financieros de la periferia durante la época, la mayoría de los flujos de capitales se dirigieron hacia Londres y Nueva York, el cual contó con un auge bursátil de 1992 a 2001. Hubo un intenso crecimiento en el mercado de las empresas tecnológicas (Nasdaq), aumento de la inversión en mercados de futuros (especialmente en la

Bolsa de Chicago), los cuales se realizaban para productos primarios, en un principio, y posteriormente se extendieron a todo tipo de valores; aumento en los innovadores instrumentos de reaseguro, mejor conocidos como derivados; y un aumento de burbujas especulativas en muchos países: la era de la *exuberancia irracional*.

a) Origen de la globalización financiera

El proceso de globalización financiera, si bien comenzó con la desregulación de los flujos de capitales en EUA en la década de los setenta, encontró su impulso más importante en Londres en 1986. Se considera este suceso como el “Big Bang” de la globalización financiera, pues a partir del gran “estallido” en Londres, se expandió a otros mercados. Ello consistió en la desregulación de los mercados de cambios y de valores.

Muchos historiadores y académicos identifican este cambio, realizado durante la dirección de Margaret Thatcher (1979-1990) como una muestra del cambio del dominio de la economía, del Estado al mercado; así como una muestra de la liberalización del mercado, acompañada de la ofensiva contra los sindicatos. Entre ellos destacan Duménil y Lévy, cuya teoría del dominio del capital financiero tras la crisis de la década de los setenta y ochenta ya se ha expuesto en el apartado anterior.

La desregulación consistió en la apertura del mercado financiero inglés a empresas financieras internacionales, permitiendo la cotización de acciones, bonos y papel comercial de corporaciones de todo el mundo. Con lo anterior creció rápidamente el valor de las acciones de las empresas globales en Londres, además del mercado de bonos internacionales de gobiernos y empresas.

Tras la desregulación cambiaria la capital inglesa se convertiría en la sede del mercado preeminente de divisas a nivel mundial, las operaciones cambiarias se convirtieron en un negocio. Londres se convirtió en el mayor mercado de futuros de petróleo, oro, plata y diamantes, entre otros *commodities*. La colocación de fondos en paraísos fiscales aumentó, pues algunos de ellos se encuentran en islas británicas. El tamaño de los bancos británicos aumentó y continuaron con su expansión global a través de sus sucursales internacionales, creadas por primera vez a principios del siglo XX por este mismo país; ejemplos de ellos son: Westminster, Lloyds, Midland, Royal Bank of Scotland y HSBC (Hong-Kong and Shanghai Banking Corporation).

Con la propagación de la desregulación a todo el mundo aumentaron las instituciones inversoras (compañías de seguros, fondos de pensiones, firmas de inversión y de alto riesgo) y se multiplicaron las opciones para invertir: acciones de empresas globales, bonos y letras de tesorería de varios países, divisas, futuros de petróleo, instrumentos para cubrir el riesgo (derivados) y futuros.

Con la llegada de este nuevo fenómeno a EUA se corría un gran riesgo, pues Wall Street era un mercado de capitales “mayor que todos los demás mercados de capitales del mundo juntos” (Marichal, 2010, p. 235), de manera que, si este mercado cayera, caerían todos los mercados del mundo. Tan sólo en Nueva York existen tres grandes mercados de capitales: 1) el de bonos y letras del Tesoro, 2) la Bolsa de Nueva York (el mercado bursátil más dinámico del mundo) y 3) el mercado del Nasdaq, que tuvo un gran crecimiento durante los años noventa, hasta su caída en 2001.

Gracias a la apertura y desregulación de los mercados financieros hubo un gran crecimiento en la mayoría de las bolsas del mundo. En EUA el auge especulativo estuvo acompañado de un auge en el sector inmobiliario y hubo una gran euforia por la computación y las telecomunicaciones, todo esto bajo un panorama optimista generados por una inflación controlada, la deuda pública disminuyente, ingresos fiscales en aumento, el crecimiento de la bolsa de valores y el aumento de los precios inmobiliarios.

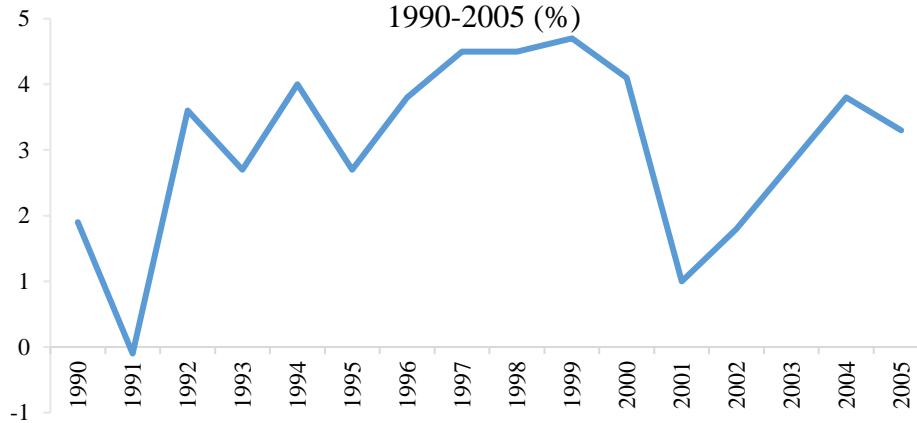
Sin embargo, Japón era el ejemplo del destino de la expansión desmedida de los mercados financieros. En el año de 1990 este país experimentó una crisis financiera, causada por burbujas especulativas en los mercados bursátiles e inmobiliarios desde 1985, que lo llevó a una grave y larga recesión.

b) Economía y papel de EUA durante la globalización financiera

La economía de EUA tuvo un gran auge durante el periodo de 1990-2006, con un par de recesiones en 1991 y 2001. El auge se explica por la recuperación de la tasa de ganancia desde la década de la pasada, lo cual permitió que la economía creciera de manera sostenida. En la Gráfica 1.2.1 se observan las dos caídas en el crecimiento del PIB real de EUA en 1991 y 2001, así como el crecimiento sostenido de los años noventa de entre 2.7% y 4.7%; mientras que en la Gráfica 1.2.2 se aprecia una tendencia positiva en la formación bruta de capital fijo como

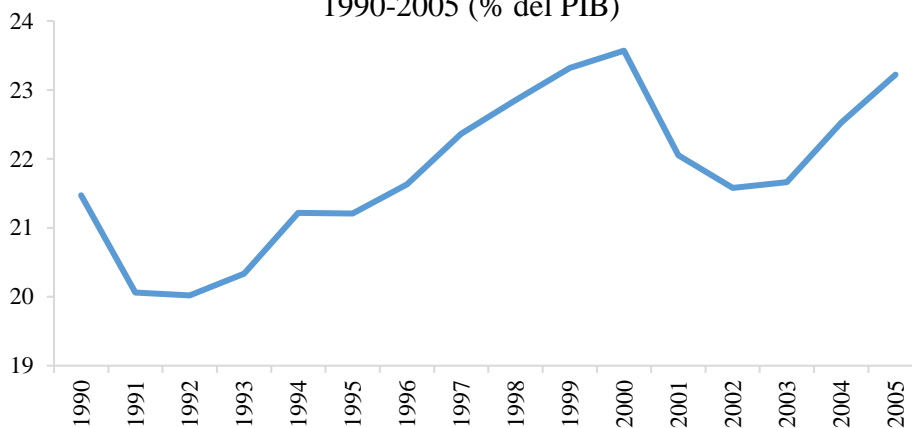
porcentaje del PIB, lo cual indica que un creciente porcentaje de producto reinvertido para la formación de capital fijo.

Gráfica 1.2.1. Crecimiento del PIB real de EUA, 1990-2005 (%)



Fuente: Report of the President, febrero 2016; con datos de la Oficina de Análisis Económico.

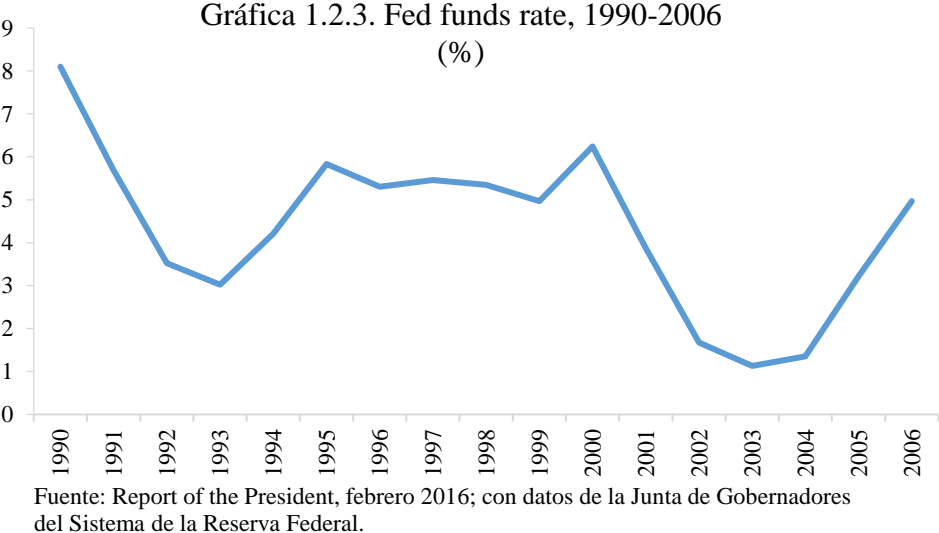
Gráfica 1.2.2. Formación bruta de capital fijo en EUA, 1990-2005 (% del PIB)



Fuente: Banco Mundial, World Development Indicators.

La recesión de 1991 habría sido resultado de la pérdida de confianza de los agentes en la economía, debida al aumento del precio del petróleo en el año anterior, el precio del barril de petróleo pasó de \$19.64 en 1989 a 24.56\$ en 1990. Sin embargo, la causa principal fue la política monetaria restrictiva de la Fed, que había aumentado la tasa de interés en la década pasada para combatir la inflación. Como resultado, la Reserva Federal disminuyó la Fed funds rate de 8% en 1990 a un mínimo de 3% en 1993 (Gráfica 1.2.3). Al tratarse de una crisis parcial, el crecimiento del PIB se recuperó rápidamente en 1992 (Gráfica 1.2.1).

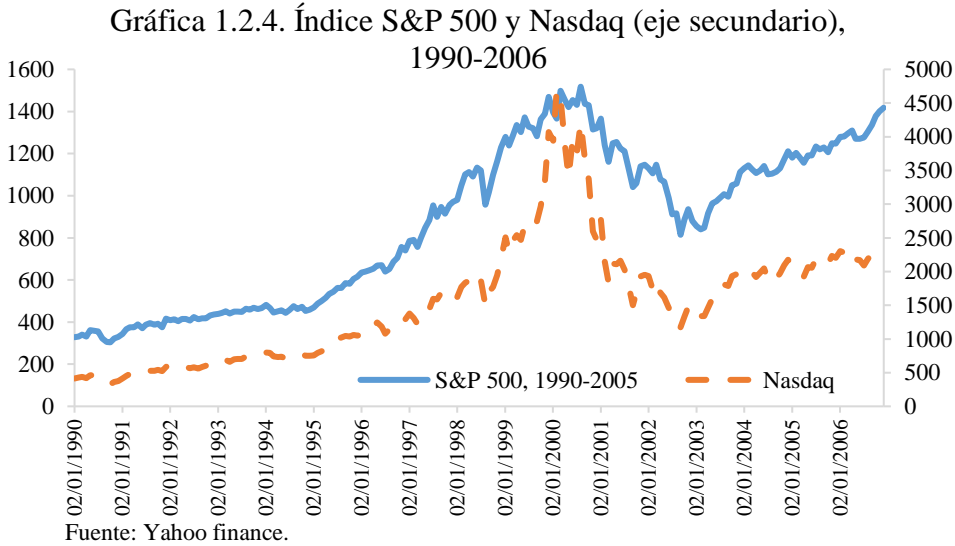
Por otra parte, la recesión de 2001 inició con el estallido de la burbuja *dot/com*, resultado de la especulación financiera en el mercado financiero Nasdaq, principalmente dedicado a empresas tecnológicas. Al igual que la recesión anterior, se trató de una crisis parcial, aunque la recuperación fue más tardada y la Fed tuvo que reducir la fed funds rate en una medida mayor (alcanzando un mínimo de 1% en 2003), pues el atentado terrorista en Nueva York de 2001 causó mayores dificultades a la recuperación al generar malas expectativas en los agentes económicos.



Se asumía que este crecimiento fue el resultado de la liberalización del sector financiero en EUA y otras partes del mundo. Por lo anterior, este periodo de bonanza económica en el país pudo haber sido consecuencia de la creciente especulación financiera e inmobiliaria que se registraba en EUA, aunque existen otros factores que explican este fenómeno, tal como el desarrollo de nuevas tecnologías, que impulsó la productividad del trabajo (y que además es consistente con una nueva estructura económica que permitió la recuperación de la tasa de ganancia). El presidente de la Fed, Alan Greenspan, caracterizó la etapa de rápido crecimiento económico de los EUA a partir de la segunda mitad de la década de los 90 bajo el concepto de “Nueva Economía”. Este país se desempeñaba como el motor de la economía mundial y los elementos que permitieron esto eran, según Greenspan: disponibilidad de fuerza de trabajo muy económica, insumos muy baratos (debido a tendencias deflacionarias en los mercados internacionales y la globalización comercial), amplios movimientos de capital a escala mundial, un efecto de enriquecimiento, causado por las ganancias en los mercados bursátiles, y el auge

de las nuevas tecnologías. Pero la “prosperidad indefinida” pregonada por los defensores de la Nueva Economía terminó en el año 2000, cuando algunas tendencias de los elementos antes descritos comenzaron a invertirse.

Sin duda ambos factores influyeron en el crecimiento económico de EUA en la década de los noventa, pero resulta de gran interés el análisis del crecimiento del sector financiero en el país. El índice S&P 500 comenzó su crecimiento desde el año de 1995, tras la crisis económica de México; mientras que el índice Nasdaq tuvo un movimiento similar, pero más pronunciado al final de la década debido a la especulación en empresas tecnológicas e informáticas (Gráfica 1.2.4). El fin de la especulación llegaría en el año 2000, cuando las burbujas especulativas reventaron, teniendo diversas implicaciones en la economía estadounidense y constituyendo un antecedente de la crisis de 2008.



La “exuberancia irracional” inundó los mercados financieros, no sólo en EUA, sino en todo el mundo. A su vez, la liberalización financiera había unificado los mercados, con EUA en el centro. Ello representaba un riesgo para la economía estadounidense y, por lo tanto, para la economía mundial. Si uno de los mercados caía en crisis, era muy probable que muchos otros cayeran, incluyendo al centro financiero. Debido a esta situación, durante los últimos diez años del siglo XX, EUA se encargó de contener las crisis financieras causadas por el aumento de los flujos de capitales. Se buscó que los mercados fueran “eficientes” para que no afectaran a la economía estadounidense:

La posición estructural del Tesoro en el capitalismo global se basaba en gran medida en la singular capacidad que demostraba no sólo intervenir directamente en limitar el contagio de las crisis financieras, sino también para organizar intervenciones complementarias de instituciones financieras internacionales, Estados y, también, bancos privados en momentos particularmente decisivos. (Panitch y Gindin, 2015, p. 368)

Los cargos gubernamentales no estaban ocupados por economistas neoclásicos, sino por financieros que reconocían la posibilidad y tendencia hacia fallos sistémicos en los mercados. La Fed estaba a cargo del Alan Greenspan en el periodo 1987-2006; Robert Rubin, quien había trabajado en Goldman Sachs, fue nombrado Secretario del Tesoro en 1995; mientras que Lawrence Summers, antiguo economista en jefe del Banco Mundial, fue Subsecretario de Asuntos Internacionales del Tesoro, para posteriormente ser vicepresidente de Rubin, y, finalmente, Secretario del Tesoro en 1999.

La Fed actuaba “como principal regulador y supervisor del sistema de pagos estadounidenses en términos de su capacidad para actuar rápidamente frente a las inevitables crisis financieras” (Panitch y Gindin, 2015, p.368). De esta manera, el Estado se encargaba de contener fallas de mercado, pero no de prevenirlas, pues consideraba que era inútil actuar contra las fuerzas de los mercados financieros. Aunque es este organismo quien debía actuar como prestamista de última instancia, la tarea fue llevada a cabo por el Tesoro, siendo evidente la unidad de diferentes esferas del gobierno estadounidense para actuar ante posibles catástrofes financieras.

c) Integración económica y crisis en los mercados emergentes

La globalización del periodo se llevó a cabo mediante diversos procesos de integración económica en distintas partes del mundo. Pero en muchas partes del mundo, la apuesta por la globalización financiera llevó a diversas crisis cambiarias y/o bancarias.

En Europa el proceso de integración llevó a la creación de la Unión Europea, la cual generó un gran crecimiento económico para la región. Ello se vio interrumpido en los años de 1992-1993 por la especulación llevada a cabo contra las principales monedas europeas, por lo que el Sistema Monetario Europeo (SME) cayó. La causa de la especulación fue que, tras una costosa Reunificación Alemana, este país llevó a cabo una política monetaria restrictiva para aumentar su tasa de interés y así evitar la inflación. Por otra parte, se trataba de integrar a los

países del socialismo real a la Unión Europea y al capitalismo, proceso que no fue sencillo y suscitó diversas dudas y problemáticas (Marichal, 2010, p. 240).

Por otra parte, India y China tuvieron un gran progreso económico basado en el ahorro interno y la globalización comercial, pero no la globalización financiera. Ello generó a su vez un aumento del crecimiento de países de la región, tales como Corea del Sur, Indonesia, Malasia, Filipinas y Tailandia; pero éste fue interrumpido por las crisis de 1997 causadas por la fuga de capitales internacionales (ibíd., p. 243).

Mientras tanto América Latina creía haber superado la crisis de la deuda externa gracias al Plan Brady, sin embargo, el servicio de la deuda seguía aumentando, generando déficit en balanza de pagos. Por lo anterior, los países de esta región siguieron recomendaciones basadas en el desarrollo de la globalización comercial y financiera.

Como se ha mencionado anteriormente, durante la década de los noventa los países de la periferia recibieron cuantiosas inversiones de portafolio gracias a la globalización financiera. Por lo anterior, la prensa especializada comenzó a dedicar numerosos artículos a los llamados “mercados emergentes”.

El proceso de globalización financiera en los países de la periferia implicaba integrar en un mismo mercado a estos países con los países del centro. Algunos ya advertían del peligro que implicaba juntar mercados financieros tan dispares en una sola estructura y de la especulación que podría desarrollarse con las economías en desarrollo.

Estas preocupaciones resultaron ser acertadas: se registraron numerosas crisis bancarias, cambiarias y crisis gemelas en todo el mundo. Sin embargo, no todas las crisis fueron sistemáticas y aquéllas más peligrosas fueron las gemelas, existiendo casos en que estas crisis parciales llevaron a crisis sistemáticas y graves recesiones.

Durante la década de los noventa se registraron 72 crisis financieras en países de ingresos bajos y medios (Panitch y Gindin, 2015), diferentes a las crisis de la deuda externa de la década pasada, causadas por la alta movilidad global del capital. La recesión de EUA a principios de 1990 llevó a bajar sus tasas de interés (Gráfica 1.2.3), haciendo que los capitales se trasladaran a los sectores privados de los países en desarrollo. Los inversionistas buscaban un rendimiento similar al obtenido con el aumento de las tasas de interés de Volcker la década pasada. Además, se utilizaban a los llamados “mercados emergentes” como diversificación de las inversiones.

La desregulación financiera y la apertura de los mercados aumentaron las crisis financieras en el mundo, además de aumentar su contagio. Ello ocurría por diversos factores: la globalización comercial y financiera, la facilidad de convertibilidad de las monedas, el nivel de deuda privada de los bancos y corporaciones, y la capacidad de los operadores cambiarios de contratar préstamos fácilmente y especular con las monedas locales.

A pesar de la orientación de los capitales hacia los mercados emergentes, los flujos hacia EUA seguían siendo mayores, y Nueva York era el centro del sistema financiero global. Por otro lado, México era el principal destino de los inversionistas, entre los países en desarrollo, durante los primeros tres años de la década.

El caso de México fue el primer colapso financiero en América Latina. Desde 1990 y hasta 1993 se recibió una cuantiosa entrada de capitales, se trataba del país en desarrollo con más entrada de capitales. Ello se debía a la atracción que generaba la política cambiaria de México, la cual “permitía un deslizamiento muy lento del valor del peso que ofrecía seguridad para poder cambiar sus capitales y ganancias a dólares en cualquier momento” (Marichal, 2010, p. 251). Esta política cambiaria atrajo a los inversores que querían retirar sus inversiones del país en un corto plazo, pensando que esta situación prevalecería.

En esta época se registraría el mayor nivel de deuda externa de la historia del país: la mitad se encontraba en los bancos de fomento y la otra mitad, en la banca privada, quienes pedían préstamos a una baja tasa de interés para prestar a una mayor. Lo anterior muestra cómo no existía en realidad una perfecta movilidad de capitales, pues aún existía una gran diferencia entre la tasa de interés interna y la del resto del mundo.

En marzo de 1994 se registró la primera fuga de capitales, atribuida al asesinato de Luis Donaldo Colosio. Además, por si la incertidumbre no hubiera sido poca para entonces, el Banco de México no publicó los datos sobre la salida de capitales, ni el nivel de sus reservas internacionales, mientras que la paridad cambiaria a penas se modificó. Como resultado, los capitales continuaron saliendo del país y hubo una caída en la Bolsa Mexicana de Valores. Otro factor que impulsó fuertemente la salida de capitales este año fue la decisión de la Fed de aumentar las tasas de interés, aumentando la Fed funds rate de 3% en 1993 a 4.2% en 1994 (Gráfica 1.2.3).

Para compensar la pérdida de reservas internacionales, el gobernador del Banco de México, Miguel Mancera, propuso al Secretario de Hacienda, Pedro Aspe, la creación de nuevos

instrumentos de deuda pública a muy corto plazo (se pagarían durante los primeros nueve meses de 1995), los llamados “tesobonos”. Con esta solución aumentó la deuda a corto plazo de la mano del Banco de México y la Secretaría de Hacienda. Posteriormente el endeudamiento llevaría a la devaluación y a una grave crisis económica.

A pesar de existir fuertes razones para llevar a cabo una devaluación: fuga de capitales, inflación mexicana mayor a la estadounidense, creciente déficit comercial estimulado por el tipo de cambio fijo y el nuevo TLCAN, aumento del gasto de gobierno por el año electoral y el aumento de la deuda bancaria a corto plazo en dólares y tesobonos; el gobierno decidió no devaluar. El cambio de gobierno a realizarse al final del año aumentó la incertidumbre, aumentando la fuga de capitales y desplomando la Bolsa de Valores. Lo anterior supuso una gran presión en los mercados financieros, además de que existía una fuerte especulación en los tesobonos.

En el lúgubre escenario de las finanzas mexicanas aumentó aún más la especulación cuando Miguel Mancera dio señales de que la devaluación sería inminente. Tiempo después preguntó a los banqueros privados si sería suficiente aumentar en 15% la banda de flotación del tipo de cambio, como le había sido recientemente propuesto. Los banqueros respondieron afirmativamente, procediendo a liquidar sus activos y comprar dólares con un ligero aumento, dejando al Banco de México sin reservas internacionales disponibles (únicamente 4 mil millones de dólares).

De esta manera, el 22 de diciembre de 1994 aceptó el Banco de México la libre flotación sin instrumentos para defender el peso ante la especulación, la cual aumentó y generó una depreciación del 100% en cuatro semanas.

Como en la crisis de la deuda externa y con los mercados financieros globalizados, EUA decidió intervenir en la situación mexicana para evitar que le afectara. El resultado fue el “Acuerdo Macro entre EUA de América y México para la Estabilización de la Economía Mexicana” de febrero de 1995. Se movilizaron más de 40 mil millones de dólares, de los cuales 17 mil millones fueron proporcionados por el FMI y 20 mil millones por el Departamento del Tesoro a través de un acuerdo “swap” con la Secretaría de Hacienda. De acuerdo con Panitch y Gindin (2015, p. 375), el gobierno estadounidense estaba aplicando una “doctrina financiera al estilo de Powell”, es decir, una “abrumadora demostración de poder” que haría que los mercados se convencieran que el impago no ocurriría.

Sin embargo, en lugar de dilatar el calendario de pagos de los tesobonos, se utilizó el rescate estadounidense para pagar esta deuda. Como consecuencia no se pudo revalorar el peso mexicano, ni pudo recuperarse la economía. Los altos niveles de inflación, el aumento de tasas de interés y la carencia de un programa para defender el empleo hicieron que el colapso de la economía fuera aún más profundo. Diversas empresas cayeron en bancarrota al no poder pagar sus créditos, lo que llevaría a los bancos a declararse en quiebra técnica.

Dadas las condiciones antes mencionadas, el gobierno mexicano decidió absorber los créditos incobrables a través del Fondo Bancario de Protección al Ahorro (FOBAPROA), aumentando la deuda gubernamental, que es pagada hasta nuestros días por los contribuyentes. Pasada la crisis aumentaron las quiebras, se vendieron los bancos nacionales a empresas internacionales como Citi, Santander y BBVA; aumentó el desempleo y la migración hacia EUA, y hubo afectaciones en las cotizaciones en América Latina, especialmente en Argentina, Brasil y Colombia. La crisis mexicana fue un preludio de lo que posteriormente serían las crisis asiáticas.

Gracias a la intervención estadounidense la crisis mexicana fue rápida y eficazmente sofocada, generando un crecimiento del PIB de México de más del 5% anual de 1996 a 1998. El Banco Mundial aprovechó la oportunidad para adjudicar las medidas globalizadoras y sus recomendaciones de política económica para la salida de la crisis. Por otra parte, la superación del evento generó un aumento renovado en los flujos de capitales, pasando de un promedio de 120 mil millones de dólares de 1990 a 1994 a 240 mil millones de dólares en 1996 en todo el mundo. En América Latina se pasa de un promedio de 40 mil millones de dólares en 1994 a 80 mil millones de dólares en 1996, pero Asia fue el continente con el mayor aumento, pasando de 40 mil millones de dólares a 110 mil millones de dólares (Panitch y Gindin, 2015, p.378). Es posible que algunos de los capitales que se habían establecido en América Latina se hubieran trasladado hacia los países asiáticos, en busca de una mayor rentabilidad y seguridad, pero estarían a punto de generar diversas crisis a partir de 1997.

Los capitales que salieron de México desde 1994 se redirigieron hacia los países de Asia Oriental, tales como China, Tailandia, Corea, Malasia, Indonesia y Filipinas. El resultado fue el crecimiento del sistema bancario, el aumento de precio en distintos instrumentos financieros y el aumento del precio de los inmuebles. Ello se mantendría hasta el año de 1996, en el cual las

exportaciones cayeron debido al aumento de la competencia, generado por la globalización comercial y el crecimiento de los países de la región.

La crisis asiática se distinguía de la mexicana por basarse en préstamos interbancarios, más que en inversiones de capital; además de que los bancos europeos y japoneses tenían más influencia que los bancos estadounidenses. Sin embargo, el contagio de esta crisis lograría propagarse mucho más: la crisis iniciaría en Tailandia, de donde se propagaría a Corea, y posteriormente a Indonesia; la crisis de estos países afectaría a Japón y a Rusia, debido a sus relaciones financieras y comerciales con ellos; finalmente, la crisis rusa amenazaría con generar una grave crisis en EUA.

La crisis en Tailandia ocurrió en el año de 1997. Los bancos de este país realizaban una práctica conocida como “yen carry trade”, la cual consistía en pedir prestado dinero a bancos japoneses con bajas tasas de interés, debido a su estancamiento económico, para prestar a tasas mayores en el país. El bath tailandés se encontraba fuertemente vinculado al dólar, lo que resultaba atractivo para los inversionistas. Por otra parte, la devaluación china de 1994 y la depreciación del yen habían desincentivado las exportaciones tailandesas, generando presiones devaluatorias, por lo que el banco central usaba las reservas internacionales para mantener la vinculación al dólar, dejando al bath vulnerable ante una fuga de capitales. Finalmente, la salida de capitales llevó a una devaluación y la crisis inició.

Debido a que los bancos europeos y japoneses dejaron de otorgar préstamos a corto plazo a Corea del Sur después de la crisis tailandesa, el contagio se propagó a este país. La crisis asiática comenzaba a aparecer como una amenaza para el sistema financiero, por lo que EUA necesitaba actuar de inmediato. Una vez más utilizó la llamada doctrina Powell de las finanzas, otorgando un rescate mucho mayor al mexicano, siendo el mayor rescate de la historia hasta ese momento. Para EUA los problemas de Corea eran estructurales: se necesitaría un paquete de reformas para recuperar la confianza de los mercados financieros. Así, el gobierno estadounidense, de la mano del FMI y el Banco Mundial, intervinieron en la política de Corea del Sur mediante políticas neoliberales en contra de la fuerza de trabajo; aunque, al igual que el mexicano desde la década pasada, el gobierno coreano se mostraba ansioso por aplicar estas reformas. Tras la crisis asiática se habrían aplicado reformas en todos los países afectados: Tailandia, Corea e Indonesia, país al que se propagó la crisis coreana, con un proceso y resultados similares.

Las crisis asiáticas generaron una caída en la demanda de petróleo, haciendo que el precio del crudo cayera. Esta baja en el precio del petróleo generó un déficit fiscal en Rusia, lo cual resultaba un problema para el pago de los bonos a corto plazo que había adquirido el gobierno ruso. Esta situación se complicó aún más debido a que los bonos habían sido comprados por inversores que se basaron en el riesgo moral: pensaban que Rusia era “muy grande para caer”. EUA procedería a brindar un paquete para la economía rusa, sin embargo, el gobierno de Rusia no estaba dispuesto a aplicar las políticas “recomendadas” por los estadounidenses y el FMI. Para el gobierno estadounidense, los rusos parecían no entender la gravedad del asunto, con esta acción se habían dado señales de que EUA y el FMI eran incapaces de rescatar una economía tan grande como la de Rusia.

Tras el impago ruso, la crisis contagió a Wall Street durante el año de 1998. Las inversiones se dirigieron hacia los bonos del Tesoro, en busca de seguridad. Ello llevó a una revaloración del riesgo en los mercados de bonos, divisas y derivados basados en ellos. Cuando esto sucedió, el Long Term Capital Management, cuya mesa directiva contaba con dos premios Nobel por sus aportaciones al cálculo del precio de los derivados: Myron Scholes y Robert C. Merton, estuvo al borde del colapso. Este fondo de inversión había sido muy rentable en sus inicios, basándose principalmente en los mercados de derivados, por lo que si no se rescataba, habría una severa crisis financiera en EUA.

Para impedir la caída del sistema financiero estadounidense, diversas instituciones de Wall Street, orquestadas por la Fed, organizaron un consorcio de acreedores para adquirir el LTCM y asumir sus obligaciones. Sobra decir que se denegó otorgar nuevos fondos de rescate para Rusia, mientras que el FMI otorgó un paquete de medidas de asistencia financiera a Brasil para evitar que las crisis se siguieran propagando. Por otro lado, la Fed tenía que bajar las tasas de interés y la huida de los capitales hacia la seguridad de los bonos del Tesoro se adaptaría a ello. Greenspan ya había dado un comunicado en que aseguraba que la prioridad de la Fed no era más la lucha contra la inflación, sino evitar el desplome del sistema financiero internacional.

d) Consecuencias de las crisis financieras

Los rescates a los países de la periferia que sufrieron crisis bancarias y/o cambiarias demostraron la posibilidad de articular rescates internacionales entre el Departamento del Tesoro, la Fed, el FMI, el Banco Mundial, entre otros organismos. Se generó mayor

conocimiento del efecto que los choques internacionales tienen en la política doméstica y viceversa. Se realizaron más reuniones entre las naciones para evaluar las condiciones económicas mundiales actuales desde la década de los noventa.

Por otra parte, se conocieron ejemplos de las consecuencias de no regular el sistema financiero. Los países en desarrollo buscaron, desde entonces, captar más reservas internacionales para evitar efectos de ataques especulativos, para lo cual se han valido de la globalización comercial, a través del aumento de las exportaciones.

La desconfianza de los países europeos en el libre manejo de las finanzas llevó a la creación del euro y el Banco Central Europeo, con el objetivo de evitar que los inversionistas especularan con las monedas europeas y el SME.

Sin embargo, EUA no se sintió afectado por las numerosas crisis financieras que azotaron a los países de la periferia. Ni la estabilidad, ni el poderío de este país estuvieron amenazados para las autoridades y para algunos académicos. En realidad, se había vivido un auge bursátil durante la década de los noventa y de 2002 a 2006. Desde 1994 el Nasdaq y la Bolsa de Valores de Nueva York tuvieron importantes aumentos, hasta que Alan Greenspan advirtió de la “exuberancia irracional” de los mercados en una conferencia pública. Como consecuencia, la Fed aumentó un tiempo sus tasas de referencia, aunque ello no frenó en gran medida el alza en la Bolsa.

A pesar de estos incidentes de advertencia para el sistema financiero estadounidense, en 1999 se derogaron leyes bancarias creadas tras la Gran Depresión en 1933-35. La ley Gramm-Leach-Bliley derogaba la Ley Glass-Steagall. Los mercados financieros seguían siendo alentados. La globalización financiera y los inversionistas hicieron que se llegara a un punto en que introducir más regulaciones a los mercados podría provocar una crisis.

Paralelo a las crisis financieras antes descritas y a la desregulación de los mercados financieros, el gobierno de Clinton sentó las bases para una nueva época de especulación inmobiliaria. Su gobierno buscaba integrar a las comunidades negra e hispana a los mercados inmobiliarios como parte de la promoción de un acceso más amplio a los servicios financieros. Además, por la Ley de Reforma Fiscal, aprobada por Reagan y en vigor desde 1991, se eliminó la reducción de impuestos sobre pagos de intereses a préstamos al consumo, excepto los hipotecarios. Los consumidores podían obtener préstamos más baratos a través de hipotecas previamente adquiridas:

Los consumidores podían pedir préstamos sobre sus hipotecas a tipos de interés más bajos gracias a la reducción de impuestos, y utilizar el metálico recibido para pagar sus deudas con regularidad, lo que permitía seguir comprando a crédito incluso aunque sus ingresos estuvieran estancados. (Panitch y Gindin, 2015, p. 400)

Esta democratización de las finanzas generó un estado de competencia entre los bancos para prestar a los trabajadores. La combinación de globalización y competencia financieras y comerciales integraba y debilitaba a la fuerza de trabajo. No se pensaba en las burbujas especulativas que podrían desarrollarse en los mercados inmobiliarios, en cambio, se sostenía que los principales beneficiados eran aquéllos que habían adquirido viviendas y se habían financiado con sus hipotecas.

De esta forma se conocieron los antecedentes de crisis financieras causadas por la desregulación, además del contagio entre economías debido a la unificación de un sistema financiero global. La política económica de EUA continuó enfocándose en la contención de catástrofes económicas, y no en su prevención; la crisis *dot/com* no había cambiado la visión de los economistas del gobierno estadounidense, ni mucho menos la de los inversionistas. Los mercados financieros continuaban siendo alimentados, el mercado hipotecario seguía creciendo y la creación de nuevos instrumentos financieros no se detenía. Por otro lado, el modelo productivo adoptado en la década de los ochenta estaba por generar una nueva caída en la tasa de ganancia: la caída inminente de la economía mundial llegaría en el año de 2008.

1.3. Crisis económica de 2008

En el año de 2008 se desató una de las mayores crisis financieras de la historia. Se trataba de la crisis de mayor alcance desde la crisis de 1929, además de compartir con ella diversas similitudes. El epicentro del desastre financiero se ubicó en el mercado hipotecario, el cual arrastró rápidamente al sector bancario y bursátil. La globalización financiera había generado un mercado mundial, por lo cual la crisis tuvo un alcance internacional. Por otra parte, se habían desarrollado nuevos instrumentos de inversión financiera que, en conjunto con las nuevas tecnologías de la información y la globalización, dificultaban la posibilidad de regular los mercados.

Por si todo lo anterior fuera poco, la crisis surgió en los mercados de EUA, centro del sistema financiero internacional y centro de la economía mundial. La caída del sistema financiero

estadounidense derrumbó el sistema financiero de Inglaterra, lo cual significó posteriormente la caída de los otros mercados más importantes del mundo. Con dicha caída se originó una crisis de crédito, lo cual impedía que los sectores productivos de las economías obtuvieran préstamos para su financiamiento, por lo cual la inversión cayó estrepitosamente. El resultado fue la recesión en numerosas economías, alcanzándose fuertes caídas en el crecimiento económico, la inversión, el consumo, y un fuerte aumento en el desempleo.

Los años anteriores al desplome financiero de 2008 en EUA fueron de bonanza económica, como se mostrará en el apartado anterior. El crecimiento en la economía, en la Bolsa, en el sector hipotecario, bancario y crediticio fue alimentado por la especulación financiera, especialmente en el sector de la vivienda. Además, se ha apuntado la “democratización de las finanzas” (impulsada por Clinton) como un factor que permitió la creación y desarrollo de los llamados créditos *subprime*, los cuales eran otorgados a sujetos con un historial crediticio desfavorable. Por lo anterior, este crecimiento especulativo tarde o temprano alcanzaría su súbito desenlace.

La desregulación financiera de EUA e Inglaterra, principalmente, incentivó la creación de nuevos y complejos instrumentos financieros, así como la “exuberancia irracional” de los inversionistas y especuladores; además de la política monetaria de la Fed de mantener bajas tasas de interés en una etapa de crecimiento económico. Dada esta exégesis, se ubica en el año de 2003 el inicio de la especulación financiera y el crecimiento económico impulsado por el sector hipotecario, año en que las tasas de interés de EUA se encontraban alrededor del 1%. Otra explicación de la crisis culpa al creciente ahorro de los países asiáticos, los cuales colocaron grandes cantidades de dinero en bancos estadounidenses, además de comprar numerosos bonos del gobierno. Ello aumentó la oferta crediticia de los bancos, teniendo una respuesta directa por parte de la demanda, por lo que hubo un aumento en la deuda de los hogares, reflejado en un aumento del consumo de las familias estadounidenses.

Se ha argumentado que la caída de la tasa de ganancia incentivó la inversión en el sector financiero, en el cual se obtenía una mayor rentabilidad. Mientras que otros argumentan que los bajos salarios, promovidos por el modelo neoliberal desde los años ochenta, incentivaron la contratación de créditos al consumo de las familias estadounidenses, en conjunción con el aumento de oferta crediticia del sector bancario. La inestabilidad financiera causada de esta manera habría generado la burbuja especulativa de los créditos *subprime*, cuyo estallido habría

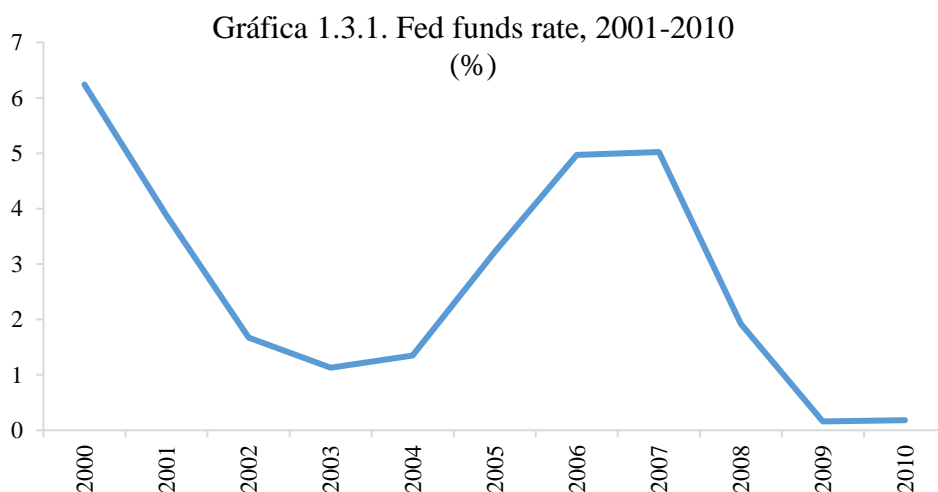
afectado al grueso del sector financiero de EUA, y al sistema global posteriormente (Guillén, 2015, p. 34).

El análisis de los hechos ocurridos en la primera década del siglo XXI permitirá exponer las principales explicaciones de la crisis de 2008, realizadas por las tres principales escuelas de pensamiento económico, en los capítulos siguientes.

a) El auge económico y financiero del siglo XXI: La burbuja especulativa

La burbuja especulativa que desencadenó la crisis en 2008 se inició en 2001. Carlos Marichal (2010, p. 279) atribuye tres principales causas políticas que aumentaron la liquidez en EUA e hicieron posible la especulación: una laxa política monetaria combinada con una política fiscal expansiva, la desregulación e innovación financiera y la dinámica del mercado hipotecario, especialmente con respecto a las hipotecas *subprime*. Además de estas causas políticas, el aumento de flujos de capitales provenientes de Asia hacia EUA también aumentó la liquidez en el país.

Tras la crisis *dot/com* la Fed realizó una política monetaria expansiva, aumentando la liquidez de los mercados para evitar que dicha crisis se propagara. En el año 2000 disminuyó la tasa *Fed funds rate* de 6.24% para alcanzar un mínimo de 1.13% en 2003 (Gráfica 1.3.1). Ello dio pie a un aumento en el crecimiento económico, la rentabilidad del capital y la productividad del trabajo. Sin embargo, también aumentó la demanda de créditos por un menor costo del dinero, iniciando una etapa de endeudamiento en todos los niveles del sector privado.



Fuente: Report of the President, febrero 2016; con datos de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal.

Por otra parte, la política fiscal del entonces presidente Bush consistió en una reducción de los impuestos de las empresas y sus ganancias, además de un aumento del gasto de gobierno debido a la guerra en Irak tras los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001. Ello generó una situación de déficit fiscal, por lo que se aumentó la deuda externa a través de bonos del gobierno, los cuales eran acumulados como reservas por otros países, principalmente los países asiáticos, entre ellos China. Pero, a pesar de que la economía ya se había recuperado, la tasa de interés bancaria continuaba siendo baja gracias a una laxa política monetaria de la Fed. Por ello aumentaron los créditos y su facilidad de obtención, lo cual permitió un aumento en la demanda de créditos hipotecarios y el crecimiento del sector inmobiliario, dando origen a la burbuja especulativa.

Las bajas tasas de interés en EUA no impidieron que los flujos de capitales, provenientes de Asia, Medio Oriente y Rusia, se orientaran hacia ese país. Gracias a ello surgieron distintas burbujas especulativas: bursátil, inmobiliaria, hipotecaria y de derivados. Con la observación de estos fenómenos una minoría de economistas⁴ advirtió sobre el peligro de la desestabilización financiera y el nuevo auge especulativo; pero no fueron escuchados por aquéllos encargados de la gestión del sistema financiero, tal como el propio Alan Greenspan.

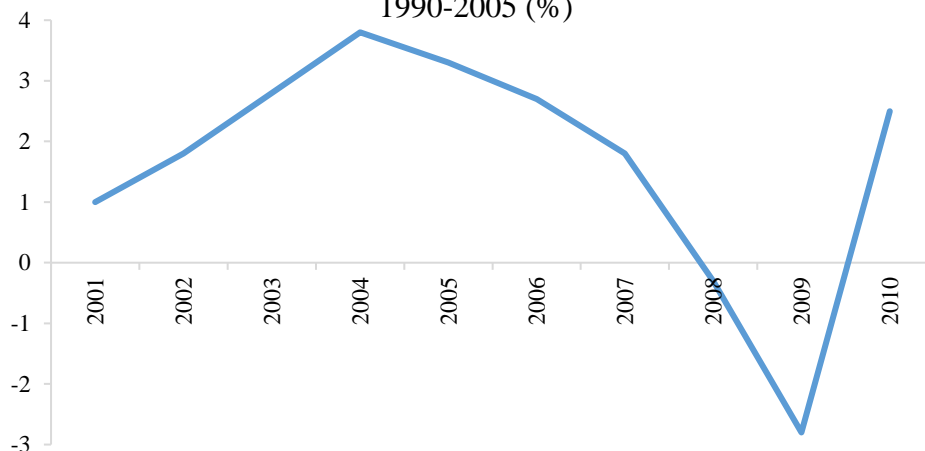
Como puede observarse en la Gráfica 1.3.1, desde el año 2004 hubo un aumento importante de la tasa de interés de la Fed, llegando a una tasa máxima de 5.02%. Este cambio en la política monetaria tuvo un fuerte impacto en el crecimiento del PIB real de EUA, sin embargo, la desaceleración no fue de gravedad para la economía en su conjunto sino hasta el periodo de 2008-2009 tras el estallido irreversible de la crisis (Gráfica 1.3.2). Se ha mencionado que el aumento del PIB durante la burbuja especulativa se debió al auge del sector inmobiliario, el aumento del consumo financiado por crédito y el consumo de las clases más opulentas de la sociedad estadounidense, quienes aumentaron estrepitosamente su participación en los ingresos totales de la economía tras un periodo de creciente desigualdad.

Como se mencionó en apartados anteriores, la desregulación de las finanzas comenzó desde los años setenta y ochenta. En 1980 se aprobó la ley de control monetario, “que ponía fin a las

⁴ Paul Krugman advertía sobre la desestabilización financiera desde la década pasada, sin embargo, se basaba en la volatilidad de capitales que condujo a las crisis de los países de la periferia. Por otra parte, Robert Shiller ya advertía en 2006 sobre la burbuja en el mercado inmobiliario (año en que llegó a su punto cumbre. Además, economistas como Duménil y Lévy advirtieron sobre los problemas que la creciente financiarización podría generar en la economía.

normas que habían impedido que los bancos pagaran interés por muchas clases de depósitos” y fue completada por Reagan en 1982 con la ley Gran-St. Germain “que rebajó las restricciones sobre la clase de préstamos que podían realizar los bancos” (Krugman, 2012, p.72).

Gráfica 1.3.2. Cambio porcentual del PIB real de EUA,
1990-2005 (%)



Fuente: Report of the President, febrero 2016; con datos de la Oficina de Análisis

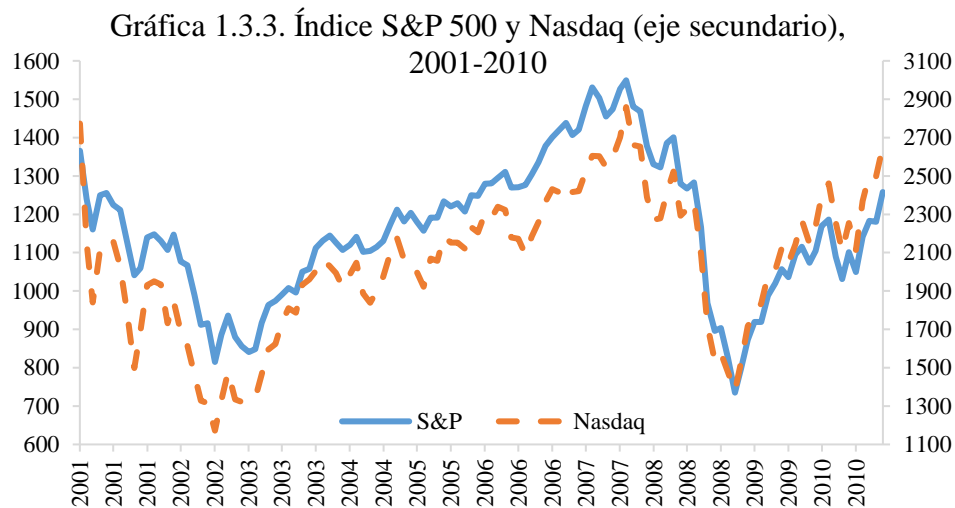
Por otra parte, las modificaciones legales que fomentaron la burbuja de especulación inmobiliaria fueron realizadas desde la década pasada, durante el gobierno de Bill Clinton, en un intento de “democratizar las finanzas”, como ya se ha mencionado en el apartado anterior. Por un lado, se mantuvieron sin nuevos impuestos los créditos hipotecarios, pero lo que resultó aún más importante fue la derogación de la ley Glass-Steagall en 1999, la cual separaba las actividades de los bancos comerciales y los bancos de inversión. Cabe mencionar que la derogación de la ley fue sugerida por Citibank, “que quería fusionarse con Travelers Group” (Krugman, p.74).

Los bancos de inversión “actúan como intermediarios financieros, emitiendo y comprando títulos en los mercados de valores, brindando asesoría a inversionistas y asesorando a sus clientes en los procesos de adquisiciones y fusiones” (Marichal, p. 285). El resultado fue la multiplicación de operaciones de los bancos, así como un aumento de deuda dudosa. Además, según el análisis de Shaikh (2013, p.655), la desregulación “implicó muchas más instituciones financieras en la burbuja de lo que habría sido de otro modo”, por lo que la crisis afectó a todo el sistema financiero.

Posteriormente, en 2004, la Securities and Exchange Commission (SEC) autorizó un mayor margen de apalancamiento. La desregulación permitió la innovación financiera a escala global,

la cual se daría sobre todo en derivados y títulos de deuda. La generación de estos complejos instrumentos dificultaba la vigilancia del sistema financiero, además de crear condiciones de asimetría de información, pues los pequeños inversionistas desconocían su funcionamiento.

Las bajas tasas de interés en conjunción con la recuperación económica provocaron, por un lado, la oferta de créditos baratos, un aumento en la demanda de créditos, que generó un aumento en la demanda de bienes inmuebles, dando origen a la burbuja inmobiliaria; y por otro, el aumento del valor de las acciones, generando un aumento en la Bolsa de Valores de Nueva York, dando origen a una burbuja bursátil (Gráfica 1.3.3).



Fuente: Yahoo finance.

El aumento de créditos otorgados y las bajas tasas de interés hicieron que las hipotecas fueran muy baratas, aumentando la demanda de casas y, con ello, los precios del mercado inmobiliario. Se pensaba que el mercado hipotecario no era riesgoso: los compradores podían revender las casas a un precio mayor al pagado en caso de que no pudieran pagar la hipoteca, mientras que, en caso de impago, los bancos podrían poner de nuevo la casa en venta a un precio mayor.

Además, se disminuyeron los requisitos y respaldo necesarios para para la adquisición de créditos. Se otorgaban a personas con mal historial crediticio o incluso sin él, lo cual implicaba un mayor riesgo de impago que los créditos tradicionales. Estos créditos son conocidos como créditos *subprime*, gracias a ellos se aumentó la oferta de créditos, y fueron elogiados por Alan Greenspan en 2005, cuando ya representaban 10% de los créditos totales.

Por otra parte, bancos de inversión y agencias financieras europeas invirtieron en el sector inmobiliario de EUA a través de *hedge funds* (“fondos de cobertura”, que combinan posiciones largas⁵ y cortas⁶ en diferentes activos para tener una cobertura frente a la volatilidad del mercado), pertenecientes a un sector de alto riesgo. En estas operaciones estaban implicados los bancos estadounidenses más grandes: Bank of America, Wells Fargo, J.P. Morgan Chase, Citigroup, Washington Mutual y Wachovia; además de las firmas hipotecarias públicas: Fannie Mae y Freddie Mac.

Se crearon nuevos instrumentos financieros para que los bancos diversificaran el riesgo de las inversiones. Se transformaba la deuda en valores comercializables en un proceso conocido como “titularización” (*securitization*), es decir, la transformación de activos en nuevos valores.⁷ Este proceso consistió en la formación de paquetes que contenían millones de hipotecas (como los CDO-*Collateralized Debt Obligation* u “obligaciones colateralizadas por deuda”).

Se crearon diferentes paquetes con diferentes niveles de riesgo: aquéllos con calificación AAA se ofrecieron a los inversionistas que buscaban seguridad, aunque con un menor rendimiento; mientras que los paquetes con calificación BBB, o inferior, se ofrecieron a inversionistas amantes del riesgo (frecuentemente *hedge funds*) que buscaban un rendimiento mayor.

Además, se crearon los *Credit Default Swaps* (CDS o “permutas de cobertura por incumplimiento crediticio”) que brindaban a los bancos la apariencia de que sus inversiones estaban protegidas por estar aseguradas contra pérdidas por un tercero, sin embargo, las aseguradoras no contaban con el dinero suficiente para cumplir con las permutas (como se demostró con la quiebra del American International Group (AIG)).

Los CDO (que son un tipo de MBS) brindaban una apariencia de seguridad en la cuenta de los bancos, a pesar de estar conformados por activos tóxicos, como los créditos *subprime*, por lo que constituyeron una práctica generalizada para la banca estadounidense. La conformación de estos valores por millones de hipotecas aseguraba una supuesta diversificación del riesgo, siendo éste el impago de alguno de sus componentes.

⁵ Comprar un activo y esperar a que se aprecie para venderlo.

⁶ Vender un activo por adelantado (aunque no se posea), para comprarlo una vez que su precio baje.

⁷ Algunos de los títulos que protagonizaron la crisis de 2008 fueron los ABS (*asset-backed security* o “valores respaldados por activos”), como los MBS (*mortgage-backed security* o “valores respaldados por hipotecas”).

Estos instrumentos constituían un nuevo activo financiero, cuyo valor dependía de las hipotecas contenidas en él, por lo que se trataba de un tipo de derivado financiero. A partir de ellos se crearon los CDO sintéticos, cuyo valor dependía del valor de un determinado CDO a través de un CDS. En otras palabras, constituían instrumentos de especulación del valor de los CDO, ya fuera a la alza o a la baja.⁸

La complejidad de los instrumentos financieros utilizados durante la burbuja especulativa de las hipotecas *subprime*, así como el entrelazamiento de los agentes a través de una gran variedad de ellos, dan cuenta del gran declive que podía ocurrir de existir una serie de impagos en las hipotecas, además de explicar (pero sin excusar) el hecho de que muchos economistas no percibieran el riesgo contenido en los mercados financieros.

b) La catástrofe financiera de 2008

El pico del mercado hipotecario se alcanzó en 2006, año en que comenzaron los impagos y las devoluciones de préstamos. Con el desarrollo de la burbuja especulativa fueron creadas nuevas hipotecas que aumentaron el riesgo, las *Adjustable-Rate Mortgages* (ARM o “hipotecas con tasa ajustable”), que, como su nombre lo indica, modificaban su tasa de interés cuando cambiaba la tasa de referencia. Tras aumentar las tasas en 2007 estas nuevas hipotecas agravaron el problema iniciado en 2006, lo cual, a la par de los impagos y devoluciones, generó un efecto manada que hizo que la burbuja inmobiliaria explotara.

Con el mercado hipotecario en la cumbre surgieron señales de una posible recesión, al caer el crecimiento trimestral de EUA ese mismo año. Sin embargo, se hizo caso omiso de las advertencias que aseguraban la afectación de la caída de la construcción en la economía. Posteriormente se descartó la posibilidad de recesión en 2007, a pesar de un mal desempeño de los fondos de alto riesgo (entre ellos los *hedge funds*).

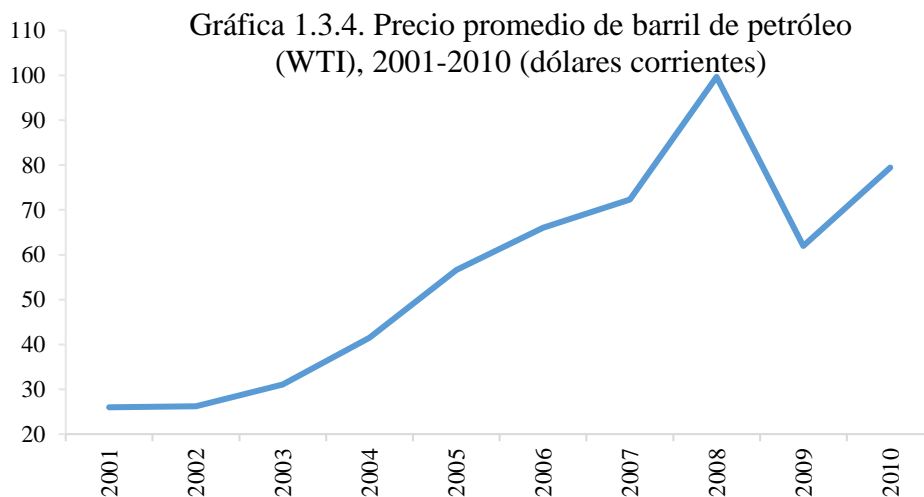
Este proceso continuó con caídas en las Bolsas de EUA y algunos países europeos, así como con la quiebra de fondos de Bear Stearns, uno de los bancos más importantes de EUA, cuyas operaciones en sus últimos años estuvieron fuertemente basadas en la titularización. Se trató de inyectar liquidez al mercado, pero las caídas continuaron, hasta que en septiembre de

⁸ Y, por si la especulación no fuera suficiente, se crearon CDO sintéticos a partir de otros CDO sintéticos: se conformaba un CDO con millones de hipotecas, posteriormente se creaba un CDO-2, tratándose de un CDO sintético que especulaba con el valor del original, ya fuera a la alza o a la baja; luego se creaba un CDO-3, otro CDO sintético que especulaba con el valor del CDO-2; la especulación continuaba de forma sucesiva.

2007 Ben Bernanke aceptó la gravedad de la crisis *subprime*. Un mes después la Fed disminuyó la tasa de interés para aumentar la disponibilidad de crédito. Como puede verse en la Gráfica 1.3.3 el crecimiento de la Bolsa de Nueva York llegó a un punto máximo en octubre de 2007, a partir del cual registraría fuertes caídas hasta febrero de 2009.

En marzo de 2008 Bear Stearns se declaró en virtual bancarrota, lo cual derrumbó el precio de sus acciones en 40%. Apoyado por la Fed, J.P. Morgan Chase decidió comprar las acciones de la financiera a precio de remate. Al mismo tiempo Goldman Sachs y Lehman Brothers anunciaban caídas en sus ganancias anuales, mientras que Dominique Strauss-Kahn, entonces director del FMI, admitió que el contagio de la crisis en EUA era muy probable.

Los reportes negativos de los bancos de EUA y Europa continuaron, mientras que los bancos centrales de todo el mundo bajaron sus tasas de interés. Para mayo de 2008 los bancos estadounidenses registraban pérdidas trimestrales, y dos meses después comenzó la especulación petrolera que hizo que el precio del barril de petróleo alcanzara los 145 dólares. La Gráfica 1.3.4 muestra cómo el precio del barril de petróleo (*World Texas Intermediate, WTI*) también fue influido por la especulación de la primera década del siglo XXI, a través de una creciente demanda del hidrocarburo debido a la creciente economía mundial y la especulación financiera por medio de derivados. Con la crisis de 2008 se alcanzaría un promedio anual de 99.67 dólares, a partir del cual existirían caídas en el precio en los años siguientes.



Fuente: Energy Information Administration con datos de Thomson Reuters.

Con el fin de salvar las hipotecarias públicas, Fannie Mae y Freddie Mac, el gobierno de George W. Bush elaboró el Plan de Recuperación Económica. Ambas agencias poseían más

de la mitad de las hipotecas estadounidenses, lo cual llevó al gobierno a ponerlas bajo su control y supervisión para el mes de septiembre.

Ese mismo mes se alcanzó el punto de no retorno con la quiebra de Lehman Brothers, momento que es considerado como el inicio de la crisis económica de 2008. Ben Bernanke (presidente de la Fed), Henry Paulson (Secretario del Tesoro) y Timothy Geithner (presidente del Banco de la Fed de Nueva York) se reunieron para discutir la posibilidad de realizar el rescate a la financiera, como habían hecho con Fannie Mae y Freddie Mac. La decisión fue no realizar el rescate para evitar una situación de riesgo moral, en la cual las grandes empresas financieras operarían sin cuidado, con conciencia de que la Fed las rescataría si quebraran (Marichal, 2010, p. 300). Paralelamente Bank of America se daba a la tarea de adquirir Merrill Lynch. Esta acción también puede ser interpretada como un fomento a la destrucción de capitales improductivos, con el fin de que en el mercado operaran únicamente los capitales más eficientes y pudiera iniciarse la recuperación de la economía.

Con la quiebra de Lehman Brothers se perdió el dinero manejado por la firma en forma de títulos e inversiones. Empresas y gobiernos de todo el mundo se vieron afectados, tal como el gobierno de Noruega, que había invertido su superávit fiscal a través de Lehman Brothers y lo perdió con la quiebra.

La crisis financiera desencadenó una serie de corridas contra los CDO a través de los CDS, desplomando su precio y aumentando las pérdidas a bancos, *hedge funds*, y aseguradoras. La quiebra envió señales al mercado, generando incertidumbre sobre qué empresas sí podrían pagar sus deudas. Al mismo tiempo hubo una fuerte caída en los precios del petróleo (Gráfica 1.3.4).

Tras la quiebra de la aseguradora AIG la Fed decidió rescatarla, entendiendo el riesgo de un colapso mucho más profundo si se dejaba caer a todas las grandes empresas financieras en quiebra. AIG había invertido en hipotecas, contra la cesación de pagos y la caída del precio de las hipotecas, por lo que la quiebra de Lehman Brothers aceleró su caída. El rescate de la Fed consistió en la adquisición del 80% de sus acciones. Estos eventos demostraban que no sólo se trataba de una crisis de liquidez (reflejada en la falta de crédito), sino también una crisis de solvencia.

Tras estos eventos finalmente se aceptó la recesión en diversos países. La Fed y el Banco Central Europeo (BCE) se dieron a la tarea de inyectar liquidez a sus mercados financieros,

mientras en Europa eran nacionalizados y rescatados numerosos bancos. En EUA se proclamó la Ley de Emergencia para la Estabilización Económica, la cual consistía en la adquisición de activos tóxicos por parte del gobierno estadounidense. Otro rescate importante realizado por este gobierno fue el de la más grande compañía financiera del país: Citigroup.

La Ley de Estabilización Económica de Emergencia, conocida también como el Plan Paulson, realizó diversos rescates a través del Tesoro (a su vez a través de los contribuyentes) por medio de la compra de activos tóxicos, bajo el nombre de *Trouble Asset Relief Program* (TARP). Tras el desencadenamiento de la crisis Goldman Sachs y Morgan Stanley se convirtieron en *holdings* bancarios para evitar regulaciones y conseguir fácilmente el respaldo del gobierno, mientras que Merrill Lynch se fusionó con el Bank of America. Junto con los rescates a Citigroup, se reestructuró de esta manera el sistema financiero estadounidense, funcionando con las tasas de interés más bajas de la historia (de entre 0 y 0.25%).

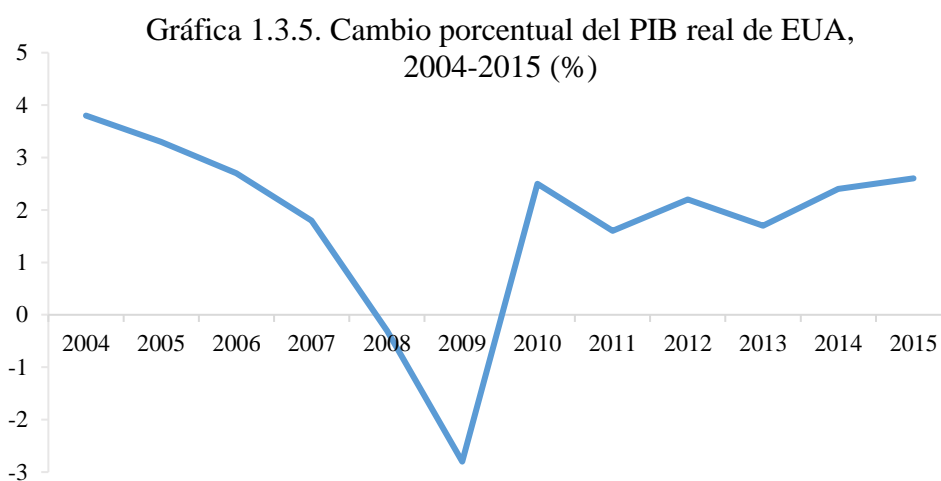
c) Consecuencias de la crisis económica de 2008

Tras la catástrofe financiera de la crisis de los créditos *subprime* se percibió una transmisión inmediata a la economía real. La primera vía de transmisión, como ya se mencionó en el apartado anterior, fue el sector de la vivienda, que alcanzó su punto máximo en el año de 2006. Sin embargo, desde el año de 2004 hubo una desaceleración de la economía estadounidense, además el estallido de la burbuja especulativa no provocó una recesión inmediata, como bien señala Paul Krugman:

De un modo algo sorprendente, el estallido de la burbuja inmobiliaria no provocó una recesión inmediata. La construcción de viviendas cayó estrepitosamente, pero, por un tiempo, este declive de la construcción fue compensada por una explosión de las exportaciones, fruto de un dólar débil por el que los productos estadounidenses resultaban muy competitivos en cuanto a su coste. (Krugman, 2012, p.124)

Como puede observarse en la Gráfica 1.3.5 la recesión se hizo presente en el año de 2007, cuando el PIB real registró una caída del 0.3%, alcanzando un punto mínimo de crecimiento económico en el siguiente año con una caída de 2.8%. La caída del PIB se debió al colapso del sector hipotecario y a la falta de oferta de créditos por parte de las debilitadas instituciones financieras, que debilitaron la capacidad de inversión de los sectores productivos de EUA y otros países, atentando también contra el comercio exterior estadounidense. Gracias a las medidas de política económica realizadas por el gobierno de los EUA y la Reserva Federal pudo

alcanzarse nuevamente un crecimiento económico en 2010. En ese año el PIB real creció 2.5%, lo que supone una salida rápida de la recesión para la gravedad de la crisis económica de 2008. Pero la recuperación de la economía estadounidense ha sido muy débil, generando un crecimiento de alrededor del 2% desde 2010 hasta 2015, siendo el máximo crecimiento el de 2015 con un aumento en el PIB de 2.6%. Cabe mencionar que la recuperación ha sido más débil que aquella ocurrida tras la recesión de 1991, en la cual la cifra más baja de crecimiento fue de 2.7% en 1993 y 1995, mientras que para el sexto año de recuperación (1997) ya se contaba con un crecimiento de 4.5% anual (Gráfica 1.2.1). Ello hace cuestionar el alcance de la recuperación de la economía estadounidense, pudiendo tratarse de un fenómeno momentáneo que desenlace en una segunda caída.



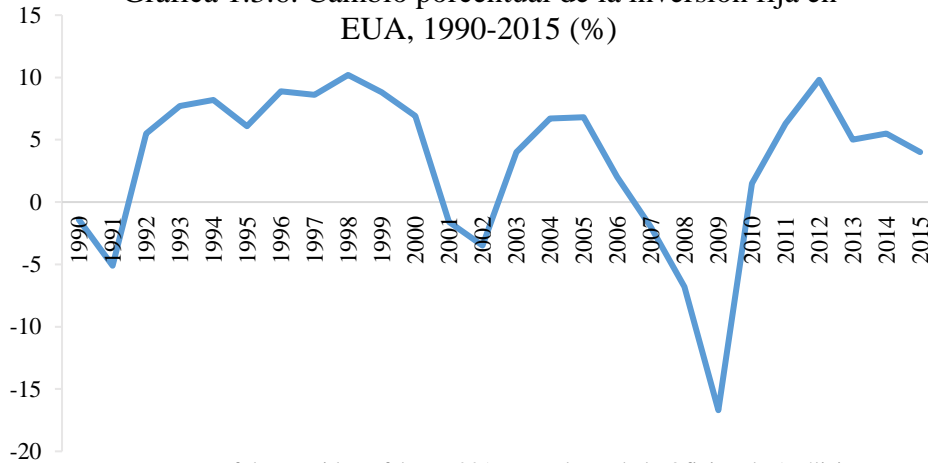
Fuente: Report of the President, febrero 2016; con datos de la Oficina de Análisis Económico (BEA).

Este hecho puede complementarse con el análisis de la evolución de la inversión fija en EUA desde 1990 hasta 2015. Como puede observarse en la Gráfica 1.3.6, a pesar de un gran aumento de la inversión fija en 2012 (9.8%), también este factor presenta una débil recuperación teniendo un nivel menor al del auge de los años noventa e incluso menor al de los años de especulación inmobiliaria de 2003 a 2005.

Por otra parte, la formación bruta de capital fijo como porcentaje del PIB (Gráfica 1.3.7) muestra cómo las inversiones en EUA no han sido colocadas en el sector de la economía real. Para el año de 2015 la formación bruta de capital fijo representaba a penas un 20.3% del PIB, cifra ínfimamente superior al 20% de la recesión de 1991. En el sexto año de recuperación de la recesión de 2008-2009 no se ha alcanzado ni siquiera el nivel del año de 2008. Es necesario

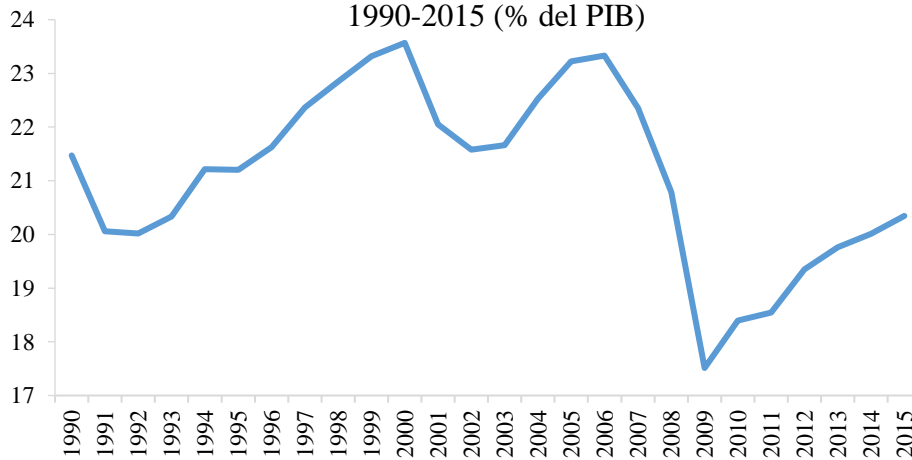
poner en tela de juicio el carácter de la recuperación: se trató únicamente de una mejora tras la recesión, pero la crisis no ha sido superada, la economía se encuentra en una situación delicada en la que un nuevo choque puede estremecerla gravemente.

Gráfica 1.3.6. Cambio porcentual de la inversión fija en EUA, 1990-2015 (%)



Fuente: Report of the President, febrero 2016; con datos de la Oficina de Análisis Económico (BEA).

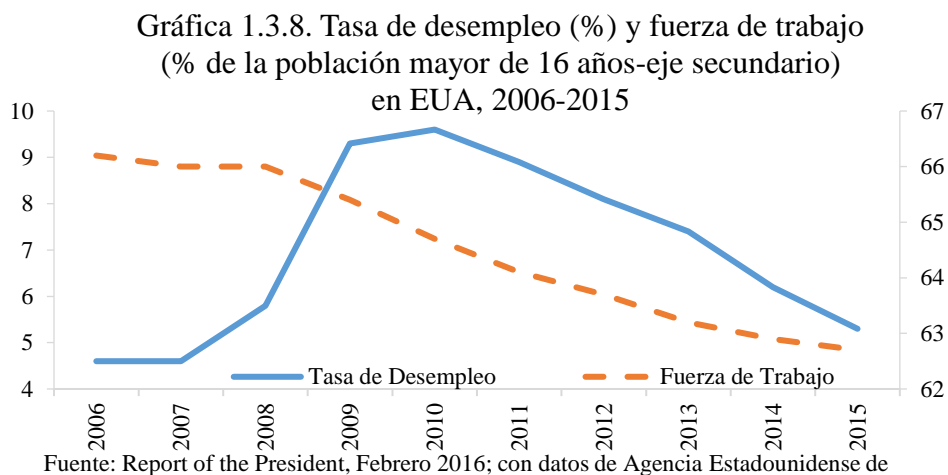
Gráfica 1.3.7. Formación bruta de capital fijo en EUA, 1990-2015 (% del PIB)



Fuente: Banco Mundial, World Development Indicators.

Dadas las variables analizadas en las tres gráficas anteriores resulta sorprendente que la tasa de desempleo en 2015 fuera menor a la de 2008 y con una tendencia hacia los niveles previos a la crisis, ya que ello requeriría de una recuperación más fuerte a la que está sucediendo. Sin embargo, es necesario recordar que la tasa de desempleo es la relación entre el número de desempleados con el tamaño de la fuerza de trabajo. La fuerza de trabajo como porcentaje de la población mayor de 16 años ha disminuido de forma importante desde el año de 2008, lo cual podría tratarse de un efecto de la crisis, además del envejecimiento de la

población estadounidense (Gráfica 1.3.8). Por lo anterior, la disminución de la tasa de desempleo desde el máximo de 9.6% en 2010 podría estar afectada por la disminución de la fuerza de trabajo y no necesariamente causada por un aumento en el empleo. La disminución de la fuerza de trabajo podría significar un gran problema, escondido por una tasa disminuyente de desempleo: ciertos sectores de la población desempleada pudieron haber dejado de buscar empleo tras fracasar en diversas ocasiones.

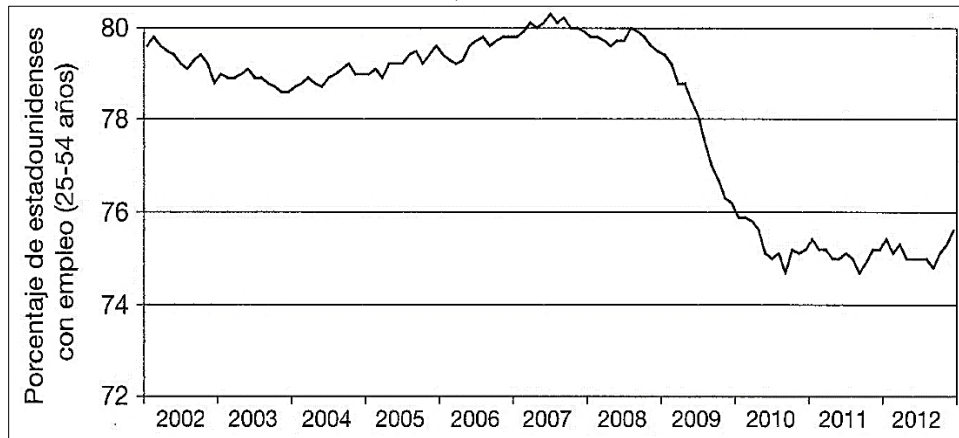


Teniendo en cuenta el sesgo de la tasa de desempleo descrito anteriormente, Paul Krugman utiliza el índice de empleo como un instrumento más exacto para la medición de la variable del empleo. Así mismo, utiliza el grupo de edad adulta central de la población empleada para evitar el sesgo de la población más joven y más vieja (Gráfica 1.3.9). Se observa que, medido de esta manera, el empleo no ha alcanzado su nivel previo a la crisis, y más aún, no ha alcanzado ni siquiera los niveles habidos tras el estallido de la burbuja *dot/com*. De esta manera se demuestra la falta de validez en el argumento y la evidencia, basados en la caída de la tasa de desempleo, de que la crisis de 2008 ya se superó.

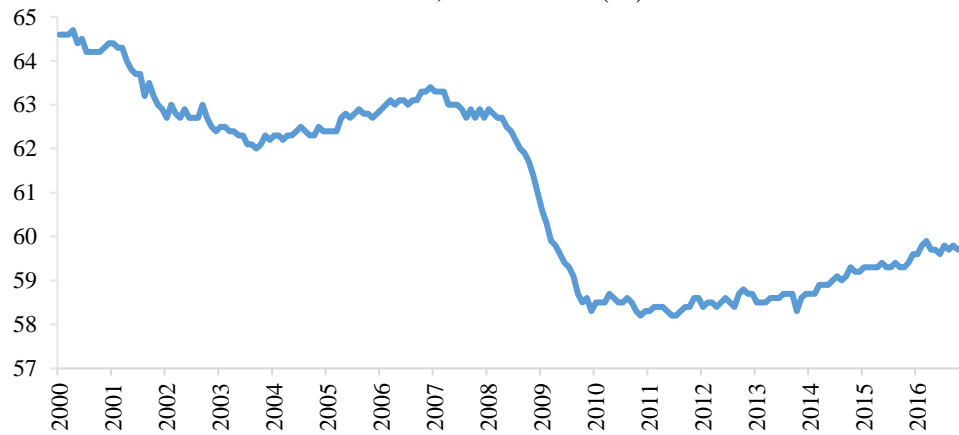
Utilizando el mismo índice de empleo, pero para la población mayor de 16 años y con un periodo 2000-2016, se observa un resultado similar: la recuperación del año 2010 no ha logrado aumentar los niveles de empleo a aquéllos previos a la crisis, aunque los resultados obtenidos en 2014-2016 han sido más favorables.

Por otra parte, Anwar Shaikh muestra cómo a partir de la recuperación de la crisis de la estanflación los salarios reales han tenido un crecimiento menor a la productividad de los trabajadores. Desde entonces se generó una mano de obra barata en todo el mundo, después de ataques a los sectores público y privado que apoyaban a la fuerza de trabajo.

Gráfica 1.3.9. Índice de empleo entre adultos (grupo de edad central en EUA, 2002-2012)⁹



Gráfica 1.3.10. Ratio Empleo-Población mayor de 16 años en EUA, 2000-2016 (%)

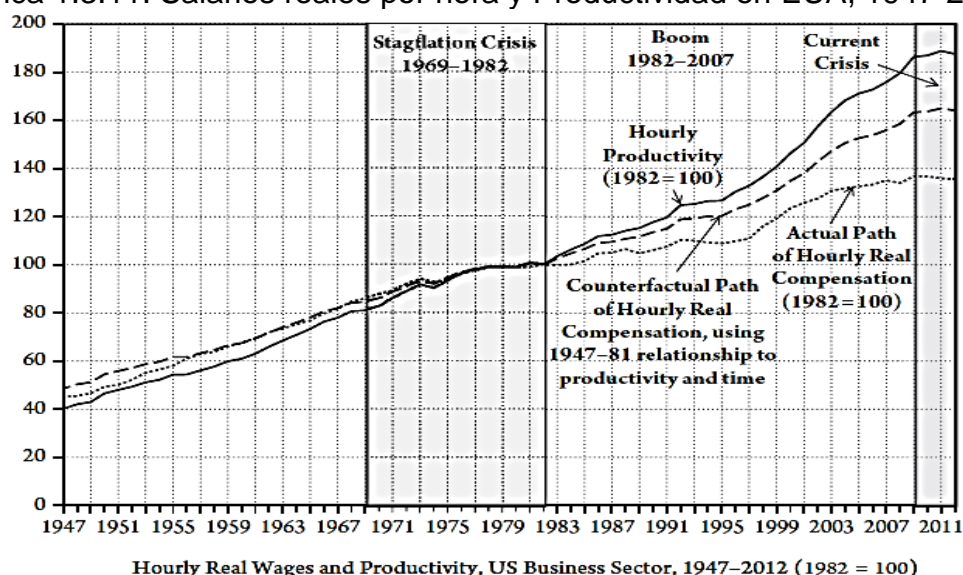


Fuente: Agencia Estadounidense de Estadística Laboral (BLS).

Puede observarse en la Gráfica 1.3.9 cómo ha aumentado la brecha entre ambas variables desde 1982, así como la tendencia que habría tenido la compensación real por hora a los trabajadores si se hubiera mantenido las condiciones del periodo de 1947-1981. Este es uno de los factores que explican el creciente endeudamiento de las familias desde la década de los noventa, así como el hecho de que tras la recuperación de la recesión económica en EUA no haya aumentado aún el consumo de las familias, impidiendo un mayor dinamismo de la economía (vía demanda efectiva).

⁹ Obtenido de (Krugman, 2012, p.224).

Gráfica 1.3.11. Salarios reales por hora y Productividad en EUA, 1947-2012¹⁰



En la Gráfica 1.3.12 Shaikh muestra cómo aumentó la deuda de las familias en relación con sus ingresos. A pesar de que hubo un gran aumento durante las décadas de los ochenta y noventa, el aumento más importante se llevó a cabo durante la primera década del siglo XXI, llegando a un punto máximo en el año de 2007. Tras este punto la deuda comenzó a disminuir, por lo que puede argumentarse que se llegó a un momento Minsky en el que las familias tratan de disminuir su deuda:

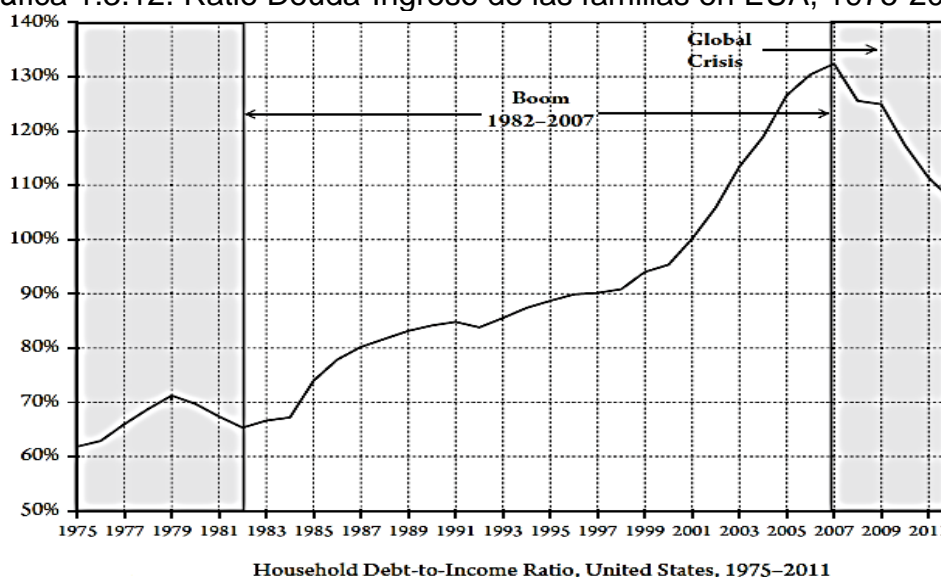
A lo largo del tiempo, la percepción de que la deuda es segura lleva a relajar los criterios de concesión de préstamos; tanto las empresas como las familias desarrollan la costumbre de pedir prestado; y el nivel general de apalancamiento de la economía asciende. (...)

Una vez que los niveles de deuda son suficientemente elevados, cualquier cosa puede activar el momento Minsky, ya sea una recesión normal y corriente, el estallido de una burbuja inmobiliaria, etc. La causa inmediata tiene poca importancia; lo importante es que los prestatarios descubren de nuevo los riesgos de la deuda, los deudores se ven obligados a iniciar el desapalancamiento y empieza la espiral deflación-deuda de Fisher. (Krugman, 2012, p.58).

Shaikh también asegura que fueron los bajos salarios y el crédito barato sustentaron el boom de los años ochenta y noventa, basado en el consumo y el gasto empresarial, aumentando el ratio deuda-ingreso (2013, p.658).

¹⁰ Tomado de (Shaikh, 2016, p.731).

Gráfica 1.3.12. Ratio Deuda-Ingreso de las familias en EUA, 1975-2011¹¹



La evidencia mostrada en este apartado da cuenta de los sucesos ocurridos tras la debacle financiera de 2008. Las variables analizadas y el análisis llevado a cabo indican que la crisis no ha terminado, a pesar de que se haya superado la recesión en 2010.

La inversión no ha sido asignada en los sectores de la economía real, por lo que el empleo continúa siendo muy bajo. Dado este fenómeno puede suponerse que la rentabilidad de las actividades productivas no se ha recuperado y es menor que la rentabilidad en los mercados financieros. El hecho de que las familias se hayan dado a la tarea de reducir su deuda tras la crisis de 2008 complica aún más la rentabilidad de los capitales productivos.

Dado el contexto analizado en este apartado se procederá a revisar las acciones en política económica que ha llevado a cabo el gobierno de los EUA y la Reserva Federal, las cuales claramente no han ayudado a remontar el auge económico, aunque bien han logrado impedir que las condiciones sean más graves.

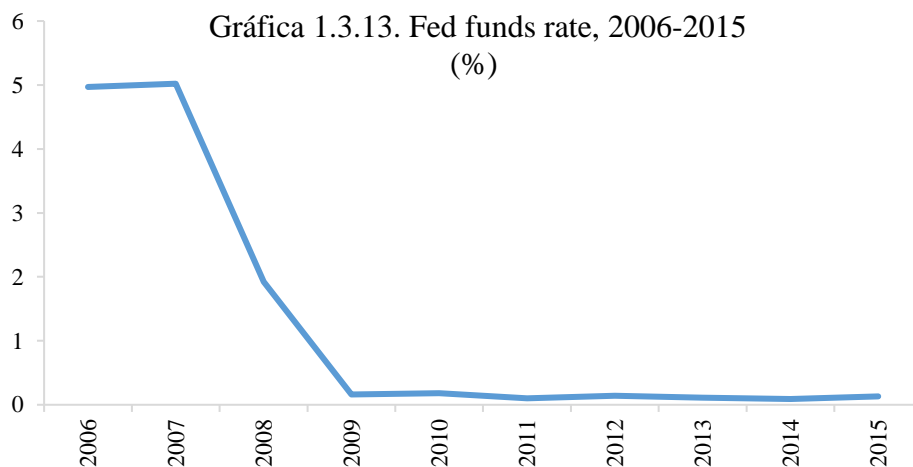
d) Política económica de la crisis

Tras la catástrofe financiera de los créditos *subprime* y dada la importancia de los mercados financieros estadounidenses para el país (y para el mundo) es comprensible que las primeras medidas de política económica se enfocaran en evitar que los mercados financieros empeoraran aún más su situación. Como se mencionó anteriormente se realizaron diversos

¹¹ Tomado de (Shaikh, 2016, p.735).

rescates a instituciones financieras: Fannie Mae, Freddie Mac, AIG, Citigroup y el abandono a Lehman Brothers.

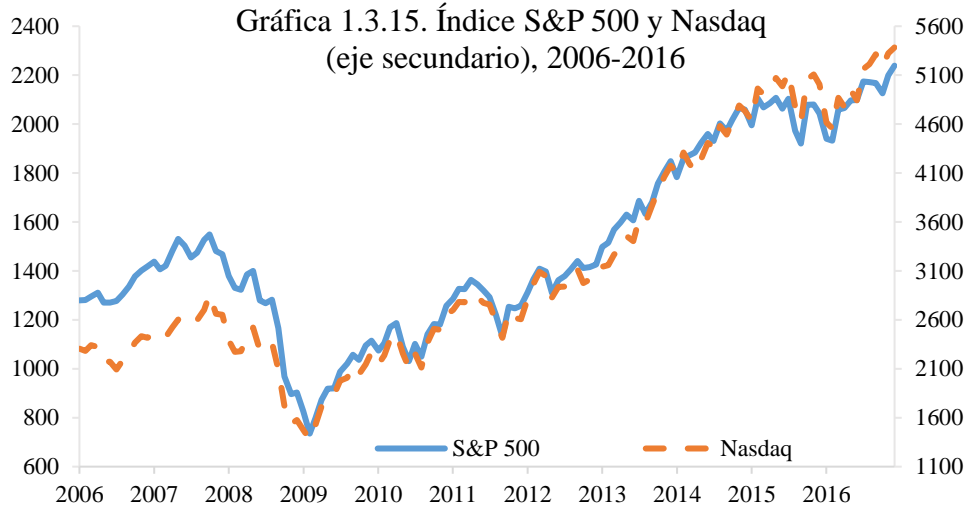
Posteriormente se trató de estabilizar el mercado financiero, a través del TARP, y de inyectar liquidez al mercado, tarea realizada por la Fed. Por otra parte, la tasa de referencia de la Reserva Federal también fue reducida para estimular los mercados, pasando de un 5% en 2007 a un 1.9% al año siguiente. Sin embargo, al ser insuficiente este estímulo se continuó realizando una serie de disminuciones, colocando la tasa de referencia en un 0.16% en el año de 2009. Aún con las tasas próximas a cero la economía no respondía a la política monetaria de la Fed: la economía estadounidense cayó en una trampa de liquidez (en la cual la economía no responde a la política monetaria expansiva con un aumento en el nivel de producto). Por otra parte, de acuerdo con Anwar Shaikh (2013, p.655) con la caída de las tasas de interés, incluida las de los bonos del Tesoro, los inversionistas se han visto atraídos por los activos riesgosos con altos rendimientos una vez más.



Fuente: Report of the President, febrero 2016; con datos de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal.

Si bien estas medidas no lograron hacer que la economía repuntara por sí sola, sí lograron estimular el mercado financiero, por lo que se observó una pronta recuperación (Gráfica 1.3.14). Tanto el Nasdaq como el S&P 500 registraron su punto más bajo en febrero de 2009, a partir del cual lograron una rápida recuperación, alcanzando en 2013 el nivel máximo previo a la crisis, correspondiente a octubre de 2007. Shaikh asegura que las políticas fueron diseñadas para mantener el sector financiero global y que los fondos otorgados a las instituciones financieras fueron utilizados para sanear sus balances, por lo que existe un bajo incentivo para la inversión.

“Las transacciones financieras continúan creciendo a un ritmo insostenible, y los mercados de acciones están en auge a pesar de la disminución del empleo y el estancamiento en la producción” (2013, p.661).



Fuente: Yahoo finance.

Al caer la economía estadounidense en la trampa de liquidez y, por lo tanto, al haber fallado este mecanismo para reactivar la economía la Fed decidió recurrir a una medida heterodoxa: la “flexibilización cuantitativa” (QE-*Quantitative Easing*). Ésta se basa en la impresión de dinero para comprar activos riesgosos, de manera que la Fed ha comprado deuda de gobierno a largo plazo y valores con respaldo hipotecario. Con ello se espera brindar liquidez al mercado y purgarlo de los activos tóxicos que desencadenaron la crisis, con lo cual mejoraría la confianza de los inversionistas y se crearían estímulos a la inversión. Sin embargo:

La Reserva se ha limitado a poner en práctica la citada «flexibilización cuantitativa»; pero lo ha hecho con suma cautela, solo en los momentos en los que la economía parecía especialmente débil, e interrumpiéndose cada vez que las noticias mejoraban un tanto. (Krugman, 2012, p.231)

De acuerdo con este autor, Ben Bernanke no pudo ejercer su ideología keynesiana enteramente en la Fed debido a la resistencia del Congreso y el partido republicano, además de la presión del pensamiento de otros directivos de la Reserva. Por esta presión ideológica, opina el autor, no se han realizado medidas que verdaderamente impulsen la economía estadounidense.

El plan de estímulo para la reactivación de la economía fue la Ley de Recuperación y Reinversión de EUA de 2009 (ARRA-*American Recovery and Reinvestment Act*). Ésta tuvo un costo de 747 000 millones de dólares, de los cuales casi 40% constaron de reducciones de

impuestos. Algunos economistas, como Paul Krugman y Joseph Stiglitz, criticaron el estímulo, calificándolo de “útil pero inadecuado”, argumentando que el estímulo no es lo suficiente grande para los requerimientos de la economía y que sólo una pequeña parte se dedica al gasto en infraestructura (Krugman, 2012, p.133); y criticando al gobierno de Barack Obama por no haber solicitado una cantidad mayor al Congreso:

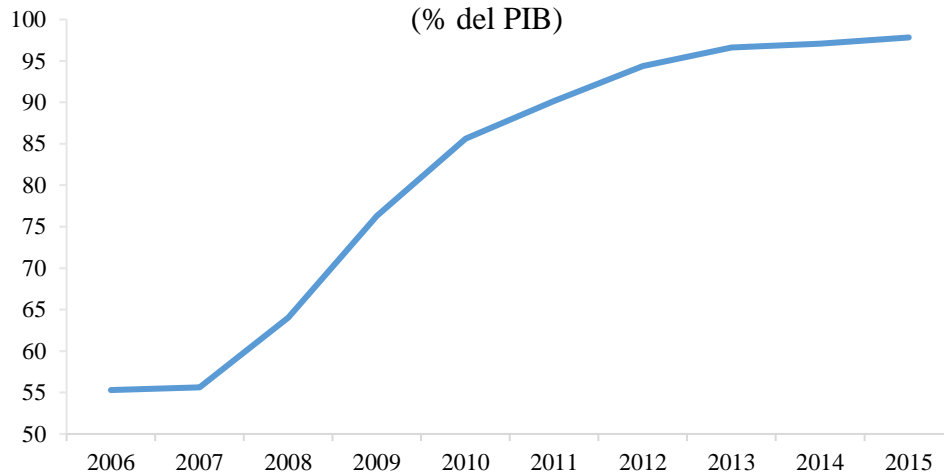
Hasta ahora la respuesta de la administración de Obama a la crisis es todo un recordatorio de Japón en los años noventa: una expansión fiscal lo suficientemente grande para evitar lo peor, pero no lo suficiente para iniciar la recuperación; un apoyo al sistema bancario, pero reticencia para forzar a los bancos a que enfrenten sus pérdidas. (Krugman, 2009)

Cinco años después del ARRA reconocía en su columna de opinión de *The New York Times* que el estímulo sí había ayudado a impulsar la economía, impidiendo que la crisis se agravara. Como se observó en las Gráficas 1.3.5 y 1.3.10, ni el PIB real ni el empleo han podido alcanzar los niveles de crecimiento previos a la crisis, “la economía de EUA continuó desempeñándose pobremente —no desastrosamente, pero pobremente— después de que entrara en vigor el estímulo” (Krugman, 2014). Ello dio la impresión a muchos defensores del ajuste automático del mercado, y de la teoría del *crowding-out*, de que el estímulo falló completamente.

En el año 2010 fue aprobada la Ley Dodd-Frank (Ley de Reforma de Wall Street y Protección al Consumidor Dodd-Frank), la cual busca fomentar la transparencia y estabilidad del sistema financiero. Uno de los puntos más importantes de esta ley es el volver a separar las funciones de los bancos comerciales y de inversión, como hacía la revocada Glass-Steagall. Además busca que las prácticas financieras sean monitoreadas para evitar la quiebra de grandes instituciones y el rescate que conllevaría. Con ello se espera evitar las condiciones de riesgo moral en el sistema financiero estadounidense. Finalmente protege a los consumidores ante determinadas prácticas bancarias y a los contribuyentes del pago de posibles rescates a instituciones financieras.

Tanto los rescates al sector financiero como el TARP y el ARRA han implicado un gran gasto de gobierno para la administración estadounidense. Ello ha ocasionado un aumento de la deuda de gobierno como porcentaje del PIB, la cual ya oscila el 100% (Gráfica 1.3.16) y continúa en aumento, haciendo que algunos economistas alerten sobre los peligros de la creciente deuda.

Gráfica 1.3.16. Deuda de gobierno en EUA, 2006-2015
(% del PIB)



Fuente: Banco Mundial, World Development Indicators.

Una vez identificados los fenómenos ocurridos antes y después del estallido de la crisis de 2008, es necesario comprender las causas y naturaleza de la crisis. De otra manera la política económica que sea desarrollada no tendrá los efectos esperados y podría empeorar la situación económica de las personas que padecen la debacle.

2. La teoría neoclásica y financiera ante la crisis

La escuela neoclásica representaba (y aún lo hace) a la ortodoxia de la ciencia económica en los años previos a la crisis económica de 2008. La política económica seguida tras la crisis de los años setenta y ochenta consistió en el otorgamiento del poder económico del gobierno al sector privado. Por otra parte, se promovía la desregulación financiera y la globalización, confiando en que los mercados eran la forma de organización más eficiente para la asignación de recursos. Se evitó que los gobiernos llevaran a cabo políticas fiscales deficitarias, las cuales habían sido la causa de los altos niveles inflacionarios durante la crisis de la estanflación. En cambio, se promovió el uso de la política monetaria para responder a los eventos coyunturales de la economía, actuando como un regulador de los mercados y buscando la conservación del poder de compra de la moneda. Como consecuencia se dio una gran importancia a la lucha contra la inflación, utilizando la tasa de interés como medio para enfrentarla, así como la libre movilidad de capitales y la adopción de regímenes de tipo de cambio flexibles en gran parte del mundo.

Por otra parte, en los ahora desregulados mercados financieros dominaba la teoría moderna de las finanzas. Entre los nuevos postulados de la escuela financiera se encontraban las hipótesis de mercados eficientes, las cuales aseguran que en un mercado con información perfecta y fácil movilidad los precios de los activos incluyen su propia información pasada, por lo que no es posible obtener rendimientos superiores a los del mercado utilizando series históricas; la información pública llega de forma instantánea a los agentes, por lo que el precio cambiará con nuevas noticias de los activos; y al precio contener la toda la información, no es posible obtener rendimientos mayores a los del mercado de forma consistente. La idea de eficiencia en los mercados financieros llevó a una despreocupación acerca de la desregulación. Además, tras los exitosos rescates de la Fed y el gobierno de EUA a las economías de México, Tailandia, Indonesia, Malasia y Corea; así como el rescate al Long Term Capital Management a finales del siglo XX y la recuperación de los mercados financieros y la economía estadounidense tras el estallido de la burbuja *dot/com*, la Reserva Federal tenía una perspectiva optimista sobre el mercado financiero estadounidense, pues pensaba que no había amenaza que no pudiera superar. Esta perspectiva y modo de operar de la Fed fue producto de la ideología de su presidente de 1987 a 2006, Alan Greenspan, quien estaba convencido de la

eficiencia de los mercados financieros y la capacidad de actuar de la Reserva si algo no resultaba como se esperaba.

Ambos paradigmas fueron fuertemente cuestionados tras el estallido de la crisis en 2008. La teoría neoclásica falló al no haber visto la situación de los mercados financieros y que ello resultaría en una debacle de toda la economía. En el primero de los casos se habló de una falla de mercado en el sector financiero, causada por la asimetría de la información provocada por los complejos derivados y la titularización. Sin embargo, la crisis en el sector real de la economía continuaba sin ser explicada, siendo muchas veces fácilmente atribuida a la caída del sector financiero.

Sin embargo, fue la escuela financiera la que más críticas obtuvo tras la crisis de los créditos *subprime*. Greenspan “declaró hallarse en un estado de «conmoción y desconfianza», puesto que «todo el edificio intelectual [se había] derrumbado», mientras que “Eugene Fama, padre de la hipótesis del mercado eficiente, no ha aportado motivo alguno; la crisis, según afirma, la causó la intervención gubernamental, especialmente a través de Fannie y Freddie.” (Krugman, 2012, p.111). Especialmente se cuestionó la eficiencia de los mercados, lo cual dejó ver que las burbujas especulativas sí existían y que, debido a la interconexión del sector bancario, podían llevar a una caída del sector en su totalidad.

En este capítulo se expondrá la visión de la escuela neoclásica y financiera ante la crisis de 2008. Se explicará la teoría de la deuda-deflación de Irving Fisher para las crisis económicas, así como la teoría del ciclo económico real como explicación de las fluctuaciones de la tendencia del crecimiento, así como una revisión a las modificaciones modelo realizadas por Edward Prescott y Ellen R. McGrattan (2014), tras haber sido cuestionado como predictor de la dinámica económica a causa de la crisis. En la segunda parte se expondrá la teoría de los mercados eficientes que dominó el pensamiento de la escuela financiera previo a la crisis, posteriormente se planteará un nuevo enfoque de los mercados basado en las investigaciones de Robert Shiller (2015) sobre la “exuberancia irracional” de los inversionistas.

2.1. La escuela neoclásica y el ciclo económico

El fenómeno de las crisis económicas ha sido un tópico poco abordado por la tradición de la economía neoclásica. Ello se debe a que este enfoque concibe a la economía como un sistema autorregulado: un sistema formado por seres ontológicamente egoístas, con información

perfecta, racionalidad en el momento de la asignación de recursos y cuyos egoísmos individuales llevan al bien común de la sociedad. Bajo este sistema el equilibrio es alcanzado en los diferentes mercados gracias a la elección óptima de los agentes, de manera que las crisis económicas son causadas por factores externos.

Bajo este análisis las crisis no tienen que ocurrir de forma necesaria, ya que su ocurrencia está determinada por variables aleatorias. Según Paul Samuelson “las crisis se achacan a la naturaleza física (manchas solares, malas cosechas en general, etc.) o a la naturaleza humana (ciclos psicológicos de optimismo y desesperanza, guerras, revoluciones y errores políticos), o ambas a la vez.” (citado en Shaikh, 1990, p.255)¹². Por lo tanto, no se descarta la posibilidad de existencia de una crisis en el marco analítico neoclásico, pero ésta se debe a un factor externo al sistema. Dicho ello se explica la existencia de las crisis, pero no se explica su ciclicidad, ni su regularidad.

Para explicar estos factores se crearon diversos modelos de ciclo económico real. En ellos se introducen fluctuaciones en la evolución de las series económicas, causadas por factores internos al sistema. Sin embargo, éstas no son consideradas como una crisis, pues la reproducción del sistema no se ve comprometida, sino como distintos tipos de respuestas eficientes a las distintas condiciones del mercado.

Es así como la dinámica económica sigue un camino que tiende al equilibrio, pero que se ve interrumpida por el ciclo interno del sistema y por variables exógenas a él, de naturalezas física y humana. El primer factor genera fluctuaciones cíclicas y suaves, mientras que el segundo factor puede generar graves crisis económicas. Un ejemplo de los modelos de ciclo económico es el desarrollado por Robert Lucas en los años sesenta basado en las expectativas racionales de los agentes, que en palabras de Paul Krugman:

Defendió que las recesiones se debían a una confusión temporal: trabajadores y empresas tenían problemas para distinguir los cambios generales en el nivel de precios, debidos a la inflación, de los cambios propios de su situación empresarial particular. Y Lucas advertía que todo intento de combatir el ciclo de las empresas sería contraproducente: las políticas activas, decía, solo acrecentarían la confusión. (2012, p.113)

Al ser una respuesta óptima generada por agentes racionales, las fluctuaciones del ciclo económico real no necesitan ser atendidas por medidas políticas, pues ello interfiere en la

¹² Samuelson, Paul (1976). *Economics*, Nueva York, Mc Graw Hill-Book Co., pp. 250-251.

planeación racional de los agentes para alcanzar el nuevo equilibrio. Desde este planteamiento se sugiere que la economía no debe ser intervenida, lo cual pondría en duda todas las medidas que han sido realizadas por la Reserva Federal y el Departamento del Tesoro de EUA desde el inicio de la crisis.

a) La teoría deuda-deflación

En su investigación del ciclo económico, realizada tras el estallido de la Gran Depresión, Irving Fisher llegó a diversos hallazgos. En primer lugar, lo identificó como un estudio del desequilibrio de una economía. La dinámica que sigue una economía está sujeta a distintas tendencias que actúan como un sistema de fuerzas, junto con ella. Desacreditó la idea de un ciclo económico autogenerado, pues aseguraba que las crisis eran el resultado de la interacción de varias fuerzas, diversas variables con sus propios ciclos y tendencias coexistiendo en un mismo sistema. Por lo anterior, no se reconoce la regularidad y recurrencia de las crisis.

Existen tres tipos de tendencias de acuerdo con Fisher (1933, p. 191): “a) tendencias de crecimiento o trayectoria, que son estables; b) perturbaciones fortuitas, que son inestables, y c) tendencias cíclicas, que son inestables, pero se repiten constantemente.”

Así mismo desglosa dos tipos de tendencias cíclicas: la “forzada” y la de “ciclo libre”. Las primeras son impuestas desde el exterior por razones físicas (fenómenos solares, cambio climático a lo largo del año, estaciones del año, etc.) y humanas (tales como los eventos culturales, determinados por las costumbres y la religión). Mientras que las segundas son autogeneradas dentro del propio sistema económico. “Los ciclos “forzados”, como los estacionales, tienden a mantenerse constantes en amplitud, los ciclos ordinarios “libres” tienden a cesar, dando paso al equilibrio” (p. 192). Un ejemplo de ello son los desequilibrios de mercado al introducirse un *shock* externo: los bienes y servicios realizados en el mercado varían su precio y cantidad aproximándose al equilibrio, reduciendo el margen de variación en precio y cantidad a medida que esto sucede, hasta llegar de nuevo al equilibrio de mercado.

A partir de esta categorización se supone la posibilidad de la existencia de un equilibrio delicado, de tal naturaleza que al llegar a cierto límite tienda a la inestabilidad. Por lo anterior se supone que las variables económicas tienden hacia un equilibrio estable de forma general. De esta forma se observa en la realidad que frecuentemente diversas variables se encuentran por encima o por debajo de su punto de equilibrio, tales como elementos de capital, ingreso o

precios, pero ello no implica la ocurrencia de nuevas crisis. Dicho lo anterior la pregunta correcta a responder es ¿qué variables pueden causar grandes crisis al encontrarse en desequilibrio?

La respuesta es hallada en la deuda y el nivel de precios. Los factores comunes de las grandes depresiones estudiadas por Fisher son periodos de sobreendeudamiento que al llegar a cierto punto desencadenan episodios de deflación. Con la existencia de ambos fenómenos los pequeños desequilibrios en las variables mencionadas en el párrafo anterior aumentan su importancia y resultan en graves consecuencias para el sistema económico.

Aunque el sobreendeudamiento y la deflación ocurren en las crisis más severas y causan muchos de los fenómenos ocurridos en ellas, sólo el primero puede considerarse como la causa primigenia para la ocurrencia de una crisis severa. A partir de la existencia de sobreendeudamiento en la economía, en cierto punto los agentes buscan liquidar su deuda y dan origen al sigue el siguiente mecanismo (p. 194):

1. Liquidación de la deuda que lleva a ventas de emergencia
2. Contracción de los depósitos en moneda
3. Caída en el nivel de precios (y apreciación de la moneda)
4. Caída en el valor neto de las empresas
5. Caída en las utilidades
6. Reducción del producto, intercambio comercial y el empleo
7. Pesimismo y pérdida de confianza
8. Atesoramiento y mayor desaceleración en la velocidad de circulación
9. Complicadas perturbaciones en las tasas de interés

De acuerdo con este orden lógico el sobreendeudamiento llega a un punto tal que los agentes buscan liquidar su deuda mediante la venta de sus activos. Ello lleva a un aumento en el pago de préstamos, por lo que disminuyen los depósitos y hay una desaceleración en la circulación. Con estos eventos se lleva a la deflación, lo cual implica la apreciación de la moneda y a la consecuente pérdida de competitividad de la economía en el comercio internacional. La caída en el nivel general de precios causa la disminución en el valor neto de las empresas, lo que a su vez hace disminuir sus utilidades. Al ocurrir esto disminuyen aún más los incentivos a invertir, por lo que hay una disminución en el producto y, por lo tanto, en el nivel de empleo. Estos factores generan una concepción pesimista de la economía que lleva al atesoramiento y a una

desaceleración mayor en la circulación. Con estos eventos combinados se llega a las complicadas perturbaciones en las tasas de interés, a saber, una disminución en las tasas nominales y un aumento en las tasas reales debido a la deflación.

Al aumentar la tasa de interés real se llega a un resultado inesperado para los agentes: el aumento del valor real de la deuda. Se llega a una paradoja en la que el aumento de la liquidación de la deuda lleva a un aumento de la deuda misma.

Cabe mencionar que el orden lógico antes presentado puede no ocurrir, pues el orden cronológico puede variar según las condiciones de la economía. Esto quiere decir que cada punto puede desencadenar otros, aunque no sean sucesivos a él. Por ejemplo, el pesimismo y la pérdida de confianza en la economía (7) puede ser el factor que lleve a la liquidación de activos y a las ventas de emergencia (1), directamente a la caída generalizada del nivel de precios (3) o bien al atesoramiento y disminución en la velocidad de circulación (8). Como puede observarse, el análisis de Fisher se basa fuertemente en la teoría cuantitativa del dinero. Y es de esta manera en la que normalmente actúa el sistema de fuerzas de las economías, contraponiéndose unas a otras hasta que una de ellas se imponga a la otra.

Como se mencionó antes es únicamente la combinación del sobreendeudamiento y la deflación lo que lleva a las crisis más severas. Si el sobreendeudamiento no lleva a una caída en el nivel general de precios las fluctuaciones son menos severas y más regulares. Esto sucede cuando las fuerzas inflacionarias se imponen a las fuerzas deflacionarias de las ventas de emergencia, la pérdida de confianza, la desaceleración de la circulación, etc. Es posible que este haya sido el caso de la crisis de los años setenta y ochenta, en la que los niveles inflacionarios eran tales que impidieron la propagación del ciclo de deuda-deflación. Lo anterior explica por qué algunos investigadores no la consideren como una crisis al analizar las desviaciones de la tendencia del producto (Weeks, 2016, p.104). Además, pone en duda la crítica a las medidas de política económica que pueden generar inflación, como las medidas keynesianas llevadas a cabo en esa época. La severidad de la crisis es menor cuando la deflación aparece sin que existan niveles importantes de deuda.

En este punto es necesario preguntarse por los factores que llevan al sobreendeudamiento. Algunos de ellos, y los más comunes, son las "*nuevas oportunidades de inversión con la expectativa de obtener utilidades enormes*" (Fisher, p.201) y las bajas tasas de interés. Fisher apunta la fuerte inversión en desarrollos tecnológicos como causa del sobreendeudamiento de

la crisis de 1929, así como el endeudamiento por la Primera Guerra Mundial, por la reconstrucción posterior y, aún más importante, por la laxa oferta de dinero; al igual que las tasas de interés bajas adoptadas para el regreso de Inglaterra al patrón oro en 1925.

Ahondando aún más en las causas del endeudamiento se encuentra que existe un mecanismo psicológico que lleva a los agentes a endeudarse. Se ubican distintas fases:

a) la expectativa de obtener grandes dividendos o ganancias en el *ingreso* propio en un futuro remoto; b) la esperanza de vender con utilidades y obtener una ganancia de *capital* en el futuro inmediato; c) la popularidad de las promociones arriesgadas, las cuales aprovechan que la opinión pública está acostumbrada a tener grandes expectativas; d) el fraude abierto impuesto a un público crédulo y obtuso. (ibíd., p. 202)

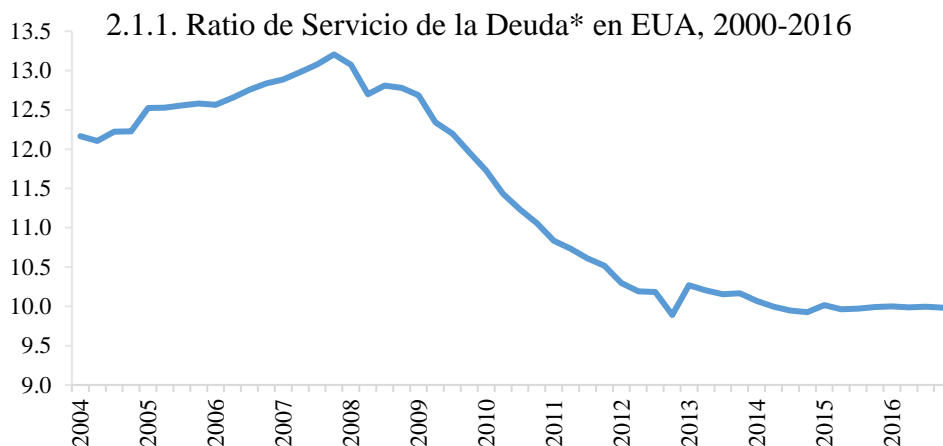
De esta forma las causas del endeudamiento se reducen a un mecanismo psicológico de los agentes que dependen de diversos factores aleatorios.

Para el autor existen dos vías de desenlace para las crisis económicas: la vía “natural”, que consiste en que la economía vuelva a su equilibrio sin intervención alguna (y permitir altos niveles de desempleo y quiebras generalizadas); y la vía de la política económica, que impide que continúe el ciclo de la depresión.

A pesar de las conclusiones usuales de los planteamientos neoclásicos, de cumplirse las condiciones descritas por la teoría de la deuda-deflación, la política económica es la acción más deseable en caso de una crisis. La política económica debe dedicarse a impedir la deflación y hasta a llevar a cabo una “reflación”. El aumento del nivel de precios impediría que disminuya el valor neto de las empresas, así como la caída en sus utilidades y que aumenten los desincentivos a la inversión. Por otro lado, con el aumento de la inflación habría una disminución del valor real de la deuda, deteniendo el ciclo deuda-deflación. Bajo estas conclusiones se busca que las agencias gubernamentales competentes aceleren la llegada del sistema económico al equilibrio, pues la salida “natural” implicaría un círculo vicioso que haría que los desequilibrios se reprodujeran por años. De esta forma Fisher concluye que “las grandes depresiones son curables y pueden prevenirse por medio de la reflación y la estabilización” (p. 204).

Como se mencionó en el capítulo anterior, el nivel de deuda de los hogares llegó a un máximo de 13.2 veces sus ingresos disponibles (Gráfica 2.1.1, o en términos porcentuales en la Gráfica 1.3.12). Este alto nivel de deuda de los hogares estadounidenses muestra la etapa previa a los nueve fenómenos observados por Fisher durante las crisis, caracterizada por el

sobreendeudamiento de los agentes. En el cuarto trimestre de 2007 se alcanzó dicho máximo, tras el cual comenzaría la liquidación de deuda que presuntamente da inicio a las depresiones. El ratio del servicio de la deuda pasó de 13 veces el ingreso disponible en 2007 hasta fluctuar en un nivel de 10 a partir del año 2014.



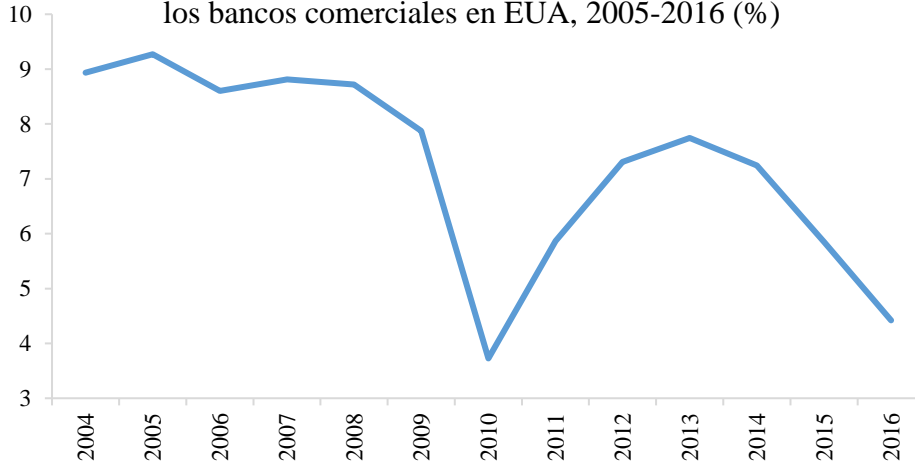
* El Ratio de Servicio de la Deuda es la relación entre el pago total requerido de la deuda de los hogares con respecto al ingreso disponible total.
Fuente: Junta de Gobernadores de la Reserva Federal.

Con el comienzo de la liquidación de deuda se llevaron a cabo las mencionadas ventas de emergencia, cuyos efectos desplomaban el precio de las viviendas desde el año de 2006 en EUA y, posteriormente, se vieron materializados en una caída en la Bolsa de Nueva York (Gráfica 1.3.15). Según el orden lógico del mecanismo de Fisher la consecuencia de estos factores sería la contracción de los depósitos. Aunque el crecimiento de los depósitos fue menor en 2009, pasando de 8.7% en 2008 a 7.8%, la gran contracción en los depósitos tuvo lugar en el año de 2010, registrándose un crecimiento de 3.7% (Gráfica 2.1.2). Por lo anterior es probable que, como se mencionó anteriormente, la realidad no siguiera el orden lógico del mecanismo de las grandes depresiones, sino uno diferente.

Las ventas de emergencia y la caída de la economía tuvieron un efecto anterior a la contracción de depósitos en la reducción del nivel de precios. Tras un aumento de la inflación en 2008 se registró al año siguiente una fuerte caída, alcanzando un nivel de -0.3% (Gráfica 2.13). Fue en ese año de 2009 que se registró el menor nivel de inflación de la crisis, presumiblemente las medidas de política monetaria de la Reserva Federal lograron frenar la fase de deflación de la depresión. En este sentido puede observarse una respuesta diferente

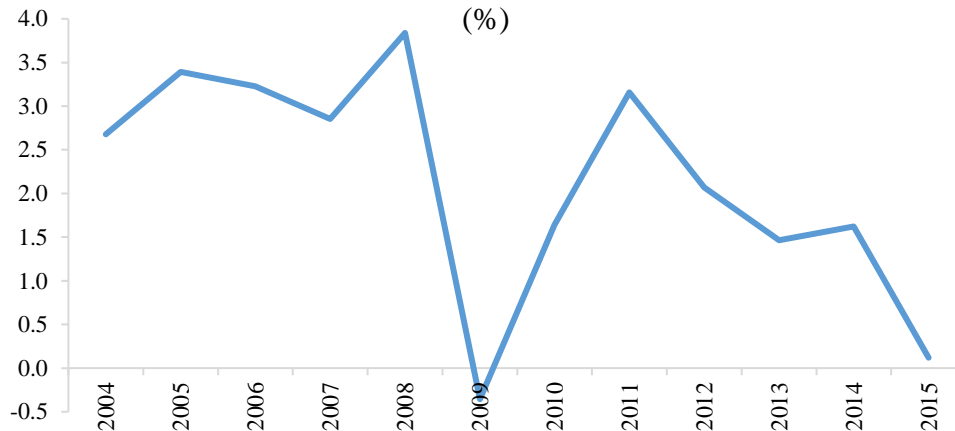
por parte de la Fed respecto a la que fue tomada en 1929, cuando no se interrumpió el proceso deflacionario y el alcance de la crisis fue mucho mayor.

Gráfica 2.1.2. Crecimiento de los depósitos a bancos de los bancos comerciales en EUA, 2005-2016 (%)



Fuente: Elaboración propia con datos de la Junta de Gobernadores Reserva Federal.

Gráfica 2.1.3. Inflación* en EUA, 2004-2015 (%)



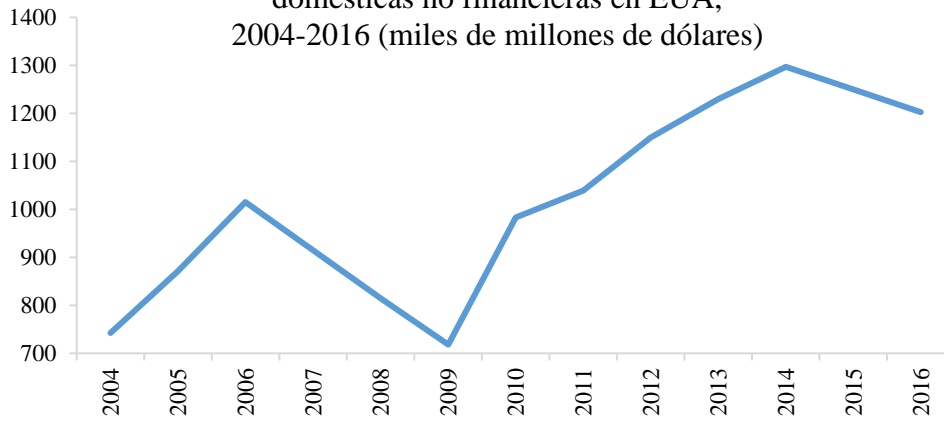
* Medida con el Índice de Precios al Consumidor.

Fuente: Banco Mundial, World Development Indicators.

Los efectos de la crisis en las ganancias de las empresas comenzaron a presentarse desde el año 2006, año en el que la especulación inmobiliaria llegó a su cúspide. Las ganancias corporativas de las empresas no financieras radicadas en EUA registraron su caída más grande en el año de 2009, alcanzando un nivel inferior al de las ganancias en 2004 (Gráfica 2.1.4). Sin embargo, para el siguiente año, al igual que en el índice de precios al consumidor, hubo una fuerte recuperación, alcanzándose los niveles de ganancias de 2006. Los efectos de la caída de la rentabilidad en el PIB y el nivel de empleo pudieron observarse en el primer capítulo (Gráficas 1.3.5, 1.3.9 y 1.3.10). A pesar de que hubo una recuperación en ambas variables en

2010, el crecimiento ha sido muy débil y continúa estando por debajo de la tendencia previa a la crisis. Lo mismo ocurre con las ganancias corporativas, aunque en una menor medida. Es posible que el nivel de las ganancias sea aún muy bajo para generar un estímulo a la inversión que arrastre el crecimiento del producto y el empleo de la fuerza de trabajo.

Gráfica 2.1.4. Ganancias corporativas de las empresas domésticas no financieras en EUA, 2004-2016 (miles de millones de dólares)

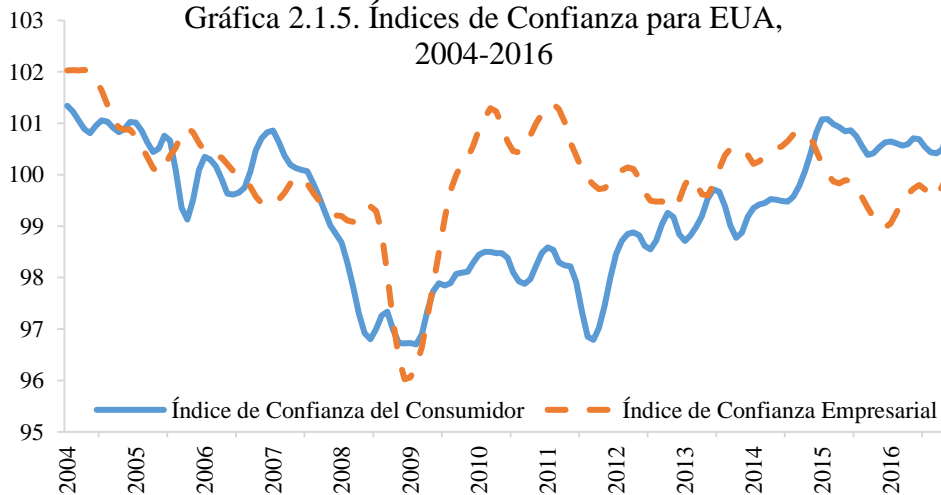


*Con valuación de inventarios y ajustes de consumo de capital.

Fuente: National Income Product Accounts (NIPA) de la Oficina de Análisis Económico (BEA).

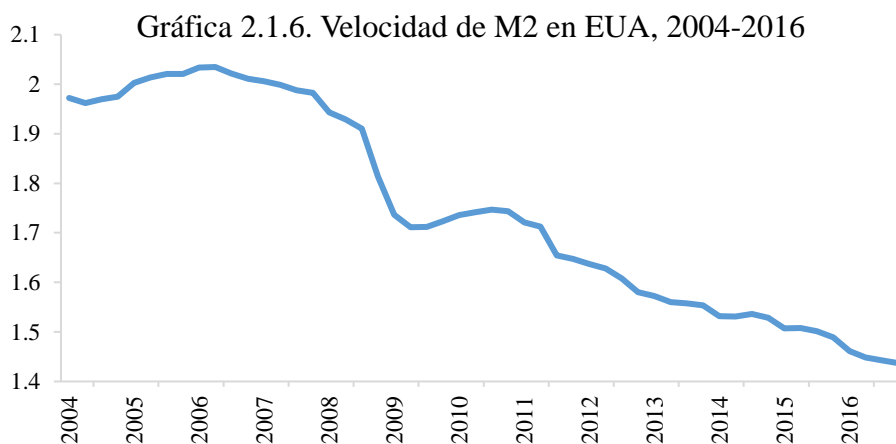
La desfavorable situación económica durante la crisis afectó gravemente la confianza de los agentes económicos. Tanto la confianza del consumidor, como la empresarial, cayeron dramáticamente durante 2009, con una recuperación en 2010 (Gráfica 2.1.5). Cabe resaltar que la confianza empresarial tuvo una recuperación mucho más marcada que la del consumidor, que avanzó con mucha lentitud, aunque desde 2015 sus respectivos indicadores muestran estabilidad en sus fluctuaciones.

Gráfica 2.1.5. Índices de Confianza para EUA, 2004-2016



Fuente: Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE).

La pérdida de confianza en la economía generó una disminución en la velocidad de circulación del dinero (la frecuencia con la que una unidad monetaria se gasta en bienes y servicios en un tiempo determinado), aumentando el atesoramiento, como es expuesto por la teoría de Fisher. Si bien desde el año de 2006 la velocidad de circulación del dinero estaba disminuyendo, la mayor caída se dio en el estallido de la crisis, durante los años de 2008 y 2009. Como en la mayoría de los indicadores hubo una recuperación en 2010, sin embargo, la velocidad de circulación continuó disminuyendo hasta el año de 2016 (Gráfica 2.1.6).

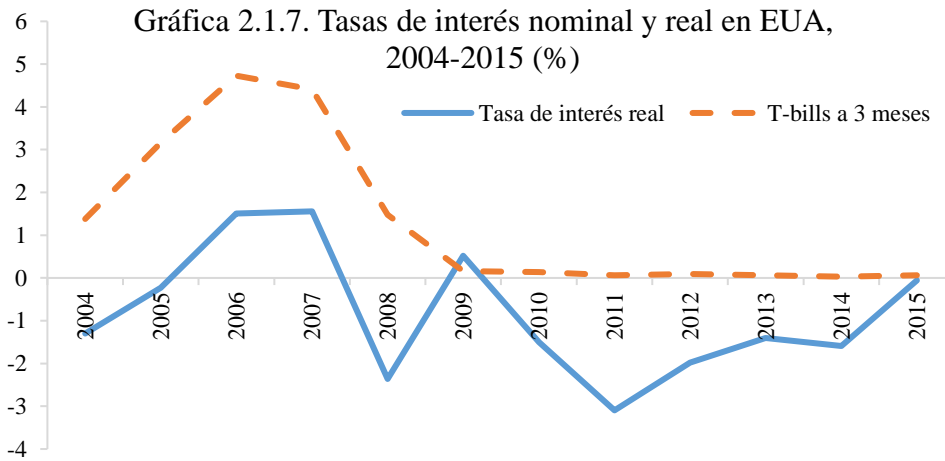


*Calculada mediante la relación del PIB nominal con respecto a M2.
 Fuente: Elaboración propia con datos de Oficina de Análisis Económico (BEA) y la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal.

Finalmente se esperarían episodios de “complicadas perturbaciones en las tasas de interés”, a saber, una disminución en la tasa de interés nominal y un aumento en la tasa de interés real causado por la deflación. Pero, como se mencionó previamente, la intervención de la Fed impidió que continuara el proceso deflacionario de la crisis, por lo que únicamente en el periodo 2008-2009 el rendimiento de los Bonos del Tesoro (T-bills) a 3 meses caía mientras aumentaba la tasa de interés real (Gráfica 2.1.7). Con la intervención de la Fed se impidió la profundización de la crisis, sin embargo, ésta se ha caracterizado por sus tasas de interés real negativas y la caída de la economía estadounidense en una trampa de liquidez.

Los eventos ocurridos durante la crisis de 2008 han seguido el mecanismo para las depresiones propuesto por Fisher. Más aún, se siguieron algunas de las recomendaciones concluidas en su investigación. La política monetaria de la Fed logró interrumpir el mecanismo de la depresión, impidiendo que la actividad económica cayera aún más. Sin embargo, la economía estadounidense continúa en el estancamiento, no ha habido una verdadera

recuperación tras el estallido de la crisis. Por lo anterior, no bastó con interrumpir las tendencias deflacionarias de la crisis y esperar a que los agentes privados comandaran la recuperación por sí mismos. Si bien Fisher logró descubrir un importante mecanismo operante durante las crisis, no se explicó el origen del sobreendeudamiento, fuera de su atribución a fuertes inversiones en algún tipo de activo innovador; ni se explica la forma en que puede llevarse a cabo una recuperación.



Fuente: Elaboración propia con datos de Report of the President, febrero 2016; con datos de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal y del Banco Mundial, World Development Indicators.

b) La teoría del ciclo económico real

La escuela neoclásica desarrolló la teoría del ciclo económico real para determinar la causa de las fluctuaciones en la actividad económica, es decir, por qué existen desviaciones de la tendencia de crecimiento económico en algunos periodos. Dados los supuestos de los modelos neoclásicos, los agentes siempre toman la mejor respuesta ante cualquier evento económico, por lo tanto, los auges y las crisis son generados racionalmente por los agentes y durante estos periodos los agentes económicos siempre maximizan su utilidad.

Los modelos de ciclo económico real exponen un modelo de crecimiento dinámico estocástico. En otras palabras, un modelo que representa a los distintos agentes económicos en el tiempo y sujetos a variables aleatorias. Ello implica que los agentes traten de maximizar su utilidad intertemporal maximizando su consumo y ocio en el tiempo, así como los beneficios de las empresas. Al elegirse óptimamente la asignación de recursos en el tiempo, el origen de las fluctuaciones debe encontrarse en variables estocásticas, tales como choques tecnológicos

que alteran las elecciones de los agentes. Estos factores se traducen en un choque en la productividad de los factores, por lo que un descenso en la productividad sería la causa de las crisis económicas.

La relevancia de estos modelos radica en que gran parte del análisis macroeconómico actual se basa en ellos. Se asume que, tanto las etapas de auge como de recesión, son respuestas óptimas de los agentes ante cambios exógenos. Pero sobra decir que estos cambios no son explicados por el modelo, de tal manera que la desviación del producto de su nivel potencial (en auges y en recesiones) dependen de factores externos.

El modelo que se expondrá a continuación fue realizado por Ellen McGrattan y Edward Prescott (2014), ambos consultores de la Reserva Federal de Minneapolis. El modelo pretende resolver los problemas de los modelos de ciclo económico anteriores a la crisis, los cuales no fueron capaces de predecir la recesión de 2008-2009.

Durante los momentos posteriores a la crisis, la producción y las horas trabajadas cayeron de manera significativa, sin embargo, algunos autores, incluidos Prescott y McGrattan, encontraron que la productividad del trabajo había aumentado. Estas observaciones contradijeron lo que esta teoría macroeconómica asume, a saber, que los ciclos económicos son conducidos por cambios en la productividad total de los factores de las empresas. Por ello, y con el aumento del *spread* de crédito y la caída de los precios de los activos, se creyó que las disrupciones en los mercados financieros ocasionaron el declive de la economía real. Esta creencia implicaría que las variables reales habrían sido determinadas por variables nominales, lo cual contradice la dicotomía neoclásica.

Pero una vez que se introduce al modelo la inversión en capital intangible se termina la inconsistencia. Sin contar el capital intangible la caída del producto es subestimada, pues existe una gran cantidad de inversiones de este tipo. Si la caída del producto es menor que la caída de las horas trabajadas, la productividad puede aumentar. Con ambas variables disminuyendo, la caída en el producto tiene que ser mayor que la caída en horas trabajadas para que la productividad disminuya.

El modelo original parte del supuesto de que los hogares ofrecen su trabajo a empresas competitivas y a la vez reciben dividendos como dueños de las empresas, el gobierno tiene obligaciones de gasto y es financiado mediante impuestos a los hogares y empresas, éstas producen bienes y servicios finales para los hogares y el gobierno, y bienes intermedios para

otras empresas. Aunque en el modelo es posible alcanzar el equilibrio general, las fuentes de las fluctuaciones en la economía son los choques estocásticos a las productividades de las empresas, las necesidades de gasto del gobierno y las tasas de impuestos por diferentes conceptos.

El modelo original (McGrattan y Prescott, 2014, pp. 2-4) parte de las siguientes funciones, en las que las variables son expresadas en sus respectivas unidades en términos per cápita con la población creciendo a la tasa g_n y en una economía de S sectores:

- Función de producción:

$$y_{st} = a_{st} k_{st}^{\theta_s} h_{st}^{\nu_s} m_{st}^{\gamma_s}$$

with $1 = \theta_s + \nu_s + \gamma_s$

Donde:

y =unidades de producción

a =parámetro estocástico tecnológico

k =unidades de capital

h =horas de trabajo

m =unidades de bienes intermedios

$$m_{st} = \prod_{l=1}^S m_{lst}^{\gamma_{ls}/\gamma_s}$$

- Función de maximización del Beneficio (1):

$$\max E_0 \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t \frac{\delta u(c_t, \ell_t)}{\delta c_t} \frac{(1 - \tau_{dt}) d_{st}}{p_t}$$

Donde:

τ_d = tasa impositiva a los dividendos de los hogares

p = nivel agregado de precios

El factor de descuento es la función de utilidad del consumo de los hogares, donde la utilidad (u) se define con relación al consumo (c) y el ocio (l).

- Dividendos (2):

$$d_{st} = p_{st}y_{st} - w_{st}h_{st} - p_{st}^m m_{st} - p_{st}x_{st} - \tau_{kt}p_{st}k_{st} - \tau_{pt}\{p_{st}y_{st} - w_{st}h_{st} - (\delta_s + \tau_{kt})p_{st}k_{st} - p_{st}^m m_{st}\}$$

Donde:

$p_{st}y_{st}$ = ganancias

$w_{st}h_{st}$ = pago de salarios

$p_{st}^m m_{st}$ = compras de bienes intermedios

$p_{st}x_{st}$ = nuevas inversiones

$\tau_{kt}p_{st}k_{st}$ = impuestos a propiedades corporativas (al capital)

$\tau_{pt}\{p_{st}y_{st} - w_{st}h_{st} - (\delta_s + \tau_{kt})p_{st}k_{st} - p_{st}^m m_{st}\}$ = impuestos a los ingresos

δ_s = tasa de depreciación del capital del sector s

- Acumulación de capital:

$$k_{st+1} = \frac{(1 - \delta_s)k_{st} + x_{st}}{1 + g_n}$$

- Maximización de la utilidad esperada:

$$E_t \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t u(c_t, \ell_t) N_t$$

- Índice de consumo agregado per cápita:

$$c_t = \left[\int w_s c_{st}^{(\rho-1)/\rho} ds \right]^{\rho/(\rho-1)}$$

- Índice de ocio per cápita:

$$\ell_t = 1 - \sum_s h_{st}$$

- Número de miembros de los hogares:

$$N_t = (1 + g_n)^t$$

- Restricción presupuestaria de los hogares (3):

$$(1 + \tau_{ct}) \sum_s p_{st} c_{st} + \sum_s v_{st} s_{st+1} \leq (1 + \tau_{ht}) \sum_s w_{st} h_{st} + \sum_s (v_{st} + (1 - \tau_{dt}) d_{st}) s_{st}$$

Donde:

τ_c y τ_h son impuestos al consumo y el trabajo, respectivamente

v_{st} = precio de una acción adicional en las empresas del sector s

s_{st} = ahorro poseído en el momento t

- Restricción de recursos de la economía (4):

$$c_{st} + x_{st} + \sum_{l=1}^S m_{slt} + g_{st} = y_{st}$$

Donde:

g_{st} = compra de bienes y servicios por el gobierno

Las variables estocásticas del modelo son el parámetro tecnológico (a_{st}), el gasto de gobierno en cada sector (g_{st}), los impuestos al consumo (τ_{ct}), los impuestos al tiempo de trabajo (τ_{ht}), los impuestos a los ingresos (τ_{pt}) y los impuestos a las propiedades corporativas (al capital) (τ_{kt}).

Se observa que la función de producción depende de los factores trabajo y capital, además del parámetro tecnológico y la composición de bienes intermedios de cada sector, que a su vez depende del parámetro γ . La función de maximización del beneficio se basa en las expectativas racionales de las empresas, tomando en cuenta un factor de descuento aplicado a la utilidad marginal con respecto al consumo y tomando en cuenta los dividendos menos los impuestos aplicados a ellos en términos reales. Los dividendos resultan de la diferencia entre las ganancias de la empresa y el pago de salarios, la compra de bienes intermedios, nuevas inversiones e impuestos a propiedades corporativas y a las ganancias.

La acumulación de capital se calcula con el capital del periodo actual (t) menos su depreciación, más las nuevas inversiones; todo dividido entre la población más su crecimiento. Los hogares ofrecen su trabajo a las empresas al maximizar su utilidad con respecto a su consumo y ocio. El consumo presente está en función de los salarios del sector s, multiplicado por el consumo de ese mismo sector, y los dividendos que obtienen los hogares.

El modelo incluye dos restricciones a las maximizaciones de utilidad y beneficios. La primera es la restricción presupuestaria de los hogares, que limita el consumo real, más sus impuestos, y el ahorro (en términos reales, utilizando el precio de una acción adicional en una empresa de determinado sector), a los ingresos por salarios y dividendos, aplicando impuestos por horas trabajadas y por recibir dividendos. La segunda restricción limita los recursos de la economía, igualando el consumo, las nuevas inversiones, los insumos y el gasto de gobierno a la producción total de la economía.

Los autores del modelo reconocen dos tipos de críticas posibles al modelo, siendo una “simple” o “ingenua” y otra “sofisticada” (McGrattan y Prescott, 2014, pp. 4-5). El primer tipo de crítica reclama la falta de disrupciones en los mercados financieros del modelo, haciéndolo irrelevante para estudiar la recesión de 2008-2009. Aunque no se da propiamente una razón de por qué el modelo no necesita la incorporación del sector financiero para ser válido, de acuerdo con los autores, si el modelo puede realizar predicciones confiables o puede analizar cambios de política, tiene validez. Para compensar la falta de un sistema financiero se asume que todas las empresas del modelo son grandes corporaciones que pueden obtener fondos a través de ganancias retenidas y emisiones de bonos y acciones. Las empresas pequeñas con buenos proyectos serían adquiridas por las corporaciones.

La “crítica sofisticada” reconocida por los autores apunta a determinar si existen desviaciones significativas entre las predicciones del modelo y las observaciones en producción, inversión y empleo. Haciendo una abstracción más al modelo y convirtiéndolo en un modelo de un solo factor (con $S=1$), las fluctuaciones dependen del llamado residuo de Solow (a_t) de la tecnología de la producción agregada. Con ello, el modelo no corresponde con las observaciones, pues el residuo de Solow permanece muy cercano a la línea de tendencia de crecimiento, por lo que no explica las grandes desviaciones a esta tendencia, no logra explicar ni el boom de los noventa ni la crisis de 2008.

El modelo requiere introducir una variación en el tiempo de la brecha laboral (definida como la diferencia entre la productividad marginal del trabajo y la relación marginal de sustitución), la cual afecte la τ_{ht} , en adición a la política económica seguida por el gobierno. Si se reincorpora la relación insumo-producto (modelo multisectorial) y la sustituibilidad del trabajo entre sectores es perfecta, el modelo no es consistente. La razón es que si el trabajo es sustituible entre sectores, la productividad del trabajo es igual en todos los sectores y ésta es igual a la

productividad agregada. Además de las críticas anteriores el modelo requiere de la introducción del capital intangible para dar cuenta de la caída de la productividad durante la recesión.

Las modificaciones al modelo incluyen las inversiones en capital tangible e intangible. El modelo toma en cuenta que las empresas producen bienes y servicios finales e intermedios, así como bienes de capital intangible como investigación y desarrollo (*Research and Development-R&D*), software, el valor de la marca y el capital organizacional. Al incluir estas mediciones en el modelo y en la medición del PIB, el resultado es que la productividad en realidad cayó durante la recesión de 2008-2009, por lo que el modelo del ciclo económico real sigue siendo válido.

La introducción del capital intangible en el modelo genera la brecha laboral variable en el tiempo necesitada para la explicación de las fluctuaciones. La modificación afecta la descripción de la tecnología, que ahora precisa de capital tangible e intangible para la producción.

Se asume que el capital intangible K_I puede utilizarse para producir más capital intangible, bienes y servicios finales, e insumos; mientras que el capital tangible K_T , no. Se introducen las siguientes funciones en el modelo:

- Nueva función de producción (productos usados para consumo, inversión tangible y nuevos bienes intermedios) (5):

$$y_{st} = a_{st}(k_{T,st}^1)^{\theta_s}(k_{I,st})^{\phi_s}(h_{st}^1)^{\nu_s}(m_{st}^1)^{\gamma_s}$$

- Función de Producción de Nuevo Capital Intangible (6):

$$x_{I,st} = b_{st}(k_{T,st}^2)^{\theta_s}(k_{I,st})^{\phi_s}(h_{st}^2)^{\nu_s}(m_{st}^2)^{\gamma_s}$$

$$con 1 = \theta_s + \phi_s + \nu_s + \gamma_s$$

Nótese que $k_{I,st}$ no tiene superíndice.

“El problema de maximización de las empresas en el sector s es el mismo: maximizar los flujos esperados de los flujos después de impuestos de la ecuación 2.” (McGrattan y Prescott, 2014, p.7). Aunque la definición de dividendos ahora cambia las variables de capital (k_{st}) e inversiones (x_{st}) por $k_{T,st}$ y $x_{T,st}$, respectivamente. Además, se agrega una función de acumulación de capital intangible.

- Capital intangible del siguiente periodo:

$$k_{I,st+1} = \frac{(1 - \delta_{Is})k_{I,st} + x_{I,st}}{1 + g_n}$$

Antes de la modificación del 2013 a las cuentas nacionales de la Oficina de Análisis Económico (BEA) no se medía la mayoría del capital intangible en el valor agregado (únicamente se contabilizaba la inversión en software). Por ello se sobrestimó la productividad del trabajo (igual a la relación entre el PIB entre el total de horas trabajadas). Se calcula la productividad del trabajo incluyendo la producción de capital intangible mediante la siguiente relación:

- Productividad del trabajo:

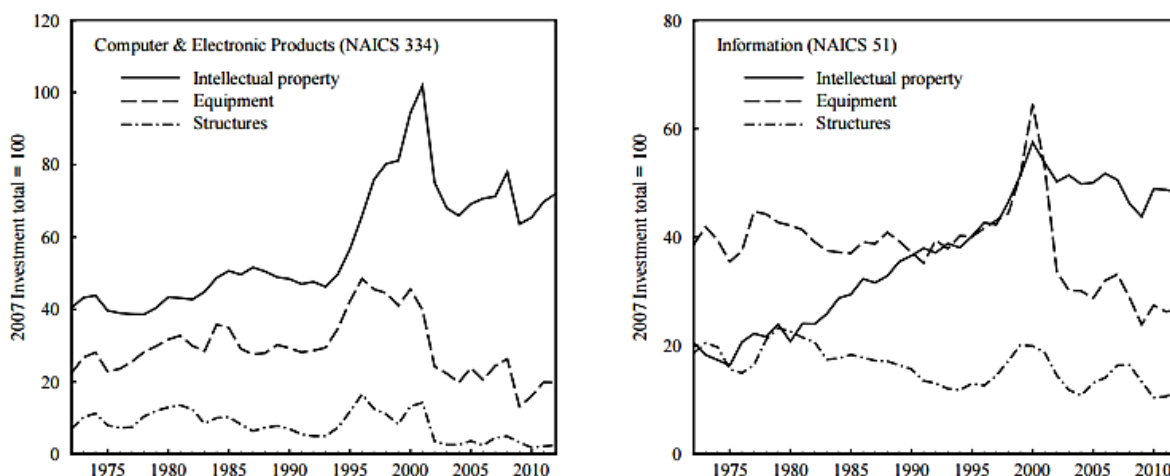
$$\frac{p_{st}y_{st} + q_{st}x_{I,st}}{h_{st}}$$

Con la introducción del capital intangible se obtiene una brecha laboral no trivial, pues $\frac{q_{st}x_{I,st}}{h_{st}}$ varía en el tiempo, generando la modificación requerida para que el modelo pueda explicar las fluctuaciones de la economía.

La evidencia estadística muestra que la inversión en capital intangible es vasta y que está correlacionada con la inversión en capital tangible a través de relaciones insumo-producto, especialmente con la producción de equipo. Más aún, las empresas intensivas en capital intangible se dedican a la producción de insumos, por lo que afectan indirectamente a las empresas con una menor composición de capital intangible.

La BEA creó en 2013 una nueva categoría de inversión fija llamada “productos de propiedad intelectual”, sumando al software la medición del capital intangible. De acuerdo con McGrattan y Prescott (2014, p.8) tomando en cuenta la inversión fija privada no residencial y dividiéndola en sus tres componentes: estructuras, equipo y propiedad intelectual, la composición porcentual de cada factor es de 22%, 45% y 33%, respectivamente. Por lo anterior, se trata de un tipo de gasto de gran cuantía en el valor agregado, además de que estos porcentajes se han mantenido constantes desde el boom tecnológico de los años noventa.

Gráfica 2.1.8. Inversiones Privadas Fijas en Dos Industrias en EUA, 1975-2012¹³



En la Gráfica 2.1.8 puede observarse cómo desde la década de los noventa la propiedad intelectual ha crecido de una manera importante, aún con un mayor dinamismo que el equipo y las estructuras en la industria de productos de cómputo y electrónicos, y en la industria de la información. En el primer caso la propiedad intelectual sobrepasa con creces la inversión en equipo y estructuras, además se observa una fuerte correlación entre los tres rubros de inversión. En el segundo caso puede observarse cómo las inversiones en equipo y estructura se han desacelerado en el tiempo, mientras que la inversión en propiedad intelectual sigue una tendencia positiva. Con ello los autores pretenden dar cuenta de la importancia de una parte del capital intangible en el grueso de la economía, tomando como referencia dos industrias diferentes.

Es necesario apuntar que el modelo de McGrattan y Prescott presenta muchas más críticas a las reconocidas por los autores. En primera instancia acarrea todas las críticas que un modelo de equilibrio general dinámico estocástico (DSGE, por sus siglas en inglés). Como se ha observado, este tipo de modelos caracterizan el equilibrio general de la economía partiendo de microfundamentos, mediante los cuales los agentes toman sus decisiones, y describen una economía competitiva, aunque en ciertas ocasiones son introducidas algunas distorsiones en los modelos. En otras palabras:

Hoy en día, gran parte del análisis académico de la macroeconomía está dominado por la teoría del «ciclo económico real», que afirma que las recesiones son la respuesta racional, y de hecho eficaz, a los choques

¹³ Tomado de (McGrattan y Prescott, 2014, p. 12)

tecnológicos adversos, que sin embargo quedan sin explicación; y afirma que la reducción de empleo que se produce durante una recesión es una decisión voluntaria de los trabajadores, que se toman tiempo hasta que mejoren las condiciones. (Krugman, 2012, p.114)

Olivier Blanchard, economista en jefe del FMI (2008-2015), ha realizado algunas críticas a los modelos DSGE en su artículo “¿Tienen futuro los modelos DSGE?”. Entre ellas destaca los supuestos poco atractivos de los que parten, la calibración que llevan a cabo, las implicaciones normativas y la forma en que son expuestos (Blanchard, 2016, pp. 41-42).

Los supuestos de los que parte el modelo de McGrattan-Prescott son completamente inverosímiles, cabiendo mencionar que la mayoría son compartidos por otros modelos DGSE. En primer lugar, se encuentra el agente representativo del modelo: los hogares que ofrecen su trabajo a las empresas, pero al mismo tiempo reciben dividendos de estas mismas. Si la mayoría de los agentes de la economía en la realidad recibieran dividendos, al maximizar la utilidad de los hogares habría un desempleo voluntario de gran cantidad, posiblemente la mayoría de los hogares no ofrecería su trabajo si ya tuviera una fuente de ingresos que no atente contra su ocio. Otro supuesto irrisorio es la maximización de la utilidad teniendo en cuenta variables a través del tiempo, asumiendo que las expectativas racionales de los agentes aciertan en la realización los eventos del futuro; sin mencionar que en la realidad los hogares no toman decisiones teniendo en cuenta la evolución de las variables a largo plazo: la teoría del ingreso permanente es muy cuestionable en este respecto.

Por otra parte, la utilización de un modelo de equilibrio general para explicar fluctuaciones en la economía deja cómodamente la causa de las crisis y auges a variables exógenas, de manera que en última instancia no explican nada. Las crisis económicas son aleatorias e inesperadas: estocásticas.

En cuanto a la utilización del capital intangible como parte de la medición de productividad existen diversos problemas. Primeramente, muchos de los rubros mencionados y contabilizados por los autores no se basan en actividades productivas, tal como la R&D, el valor de la marca, el capital organizacional y la propiedad intelectual. Tales factores tienen como objetivo el mejoramiento de la producción o el de la circulación, pero no generan ningún valor agregado. Si la productividad aumentó durante la crisis, no se debió a la subestimación del capital intangible, sino a la inclusión de actividades no productivas en el producto interno bruto, las cuales cayeron menos que las actividades productivas durante la crisis. Por otra parte, la

contabilidad del mal llamado capital intangible continúa siendo un tema debatible, pues muchas veces es imposible de registrarse en balances contables.

Finalmente, la atribución de las crisis a choques de productividad y a la política fiscal conlleva otras dificultades. En primer lugar, se afirma que un choque en la productividad de los factores lleva a una caída del producto, lo cual causó la crisis. Sin embargo, la productividad se mide con el producto mismo, por lo que existe un problema de causalidad en la conclusión del modelo: ¿la caída en la productividad causó que cayera el producto o la caída en el producto reflejó una caída en la productividad de los factores? No existe evidencia de un choque en la productividad durante 2008, por lo que el modelo sigue sin explicar su causa. Del lado de los impuestos, tampoco hubo cambios en las tasas impositivas que orillaran a la economía a una recesión. Más aún, desde la década de los noventa los impuestos al capital y a las ganancias fueron disminuyendo, factor que incentivó la burbuja financiera *dot/com* (Shiller, 2015, p. 45) y la burbuja inmobiliaria. Tomando en cuenta una de las críticas de Blanchard, las implicaciones normativas del modelo (acerca de los desincentivos de los impuestos para el sistema en su conjunto) no coinciden con las observaciones y sería contraproducente que un gobierno dejara a las fuerzas del mercado la recuperación de la economía.

Si bien los modelos DSGE parecen ser una buena herramienta para el análisis económico, como apunta Blanchard, aquéllos con los que contamos en el presente son insuficiente para un análisis coherente de la realidad económica. Se elogia el hecho de que sean modelos microfundamentados y el que se trate de un sistema y no ecuaciones aisladas (Blanchard, 2016, p.43), pero los microfundamentos son poco creíbles y el sistema opera bajo supuestos que podrían ocultar diversos problemas económicos graves como la desproporcionalidad entre los sectores de la economía, la imperfección en los mercados, desigualdad y las disrupciones en el sistema financiero: “sospecho que incluso los modeladores DGSE estarán de acuerdo en que los modelos DGSE actuales son defectuosos” (2016, p.45).

La conclusión general de los modelos de ciclo económico real neoclásicos apunta a que los gobiernos deben intervenir lo menos posible en la economía, pues intervienen con la planeación eficiente de los agentes.

Sin embargo, la realidad actual pone en duda este punto. Como se observó con la teoría de la deuda-deflación de Fisher, la intervención de la Fed ayudó a la economía a interrumpir que la crisis empeorara mediante la deflación. Por otra parte, si las crisis son causadas por choques

y los agentes eligen todo el tiempo óptimamente, sería de esperarse que la recuperación fuera más rápida de lo que está siendo. Como se ha observado desde el capítulo anterior, la recuperación ha sido débil y no se ha logrado recuperar la tendencia de largo plazo previa a la crisis de diversos indicadores, como el producto, el empleo y la inversión. El modelo de McGrattan-Prescott, como otros modelos DSGE, lucen ciertamente sofisticados y con un alto grado de científicidad, pero describen un mundo diferente al que se ha venido observando desde el estallido de la crisis.

2.2. Las hipótesis de mercados eficientes ante la exuberancia irracional

Los mercados de capitales son aquellos espacios donde son ofrecidos y demandados valores que pueden valorizarse, es decir, aumentar su valor por sí mismos. En los mercados de capitales se ofrecen acciones, bonos y obligaciones. Debido a sus características se dice que estos mercados son los más eficientes de una economía. La información que atañe a los valores de estos mercados es pública y con ella los inversionistas toman sus decisiones de inversión. Por lo anterior, algunos economistas creen que los precios de estos valores reflejan la información pública de manera instantánea.

Para explicar este razonamiento se desarrollaron las hipótesis de los mercados eficientes (HME), partiendo de los estudios sobre la especulación de Louis Bachelier, publicados a principios del siglo XX. Paul Samuelson, Benoît Mandelbrot, Kenneth Arrow y Gérard Debreu realizaron importantes aportaciones para el desarrollo de estas hipótesis, sin embargo, fue Eugene Fama, considerado como el “padre de las finanzas modernas”, quien concretó las hipótesis de los mercados eficientes.

Como ya se mencionó brevemente, las HME explican el comportamiento de los mercados en los que los precios reflejan toda la información existente, en esta medida se define la “eficiencia”. Fama definió tres niveles de eficiencia: fuerte, semi-fuerte y débil; los cuales indican el grado en que la información llega a los agentes del mercado. El comportamiento de los precios de los activos es explicado mediante funciones estadísticas, como procesos martingalas y de caminata aleatoria, los cuales pretenden reflejar la independencia de los procesos con respecto a observaciones pasadas y su aleatoriedad.

Sin embargo, las burbujas especulativas parecen desafiar las HME. La razón es que en ellas se siguen periodos prolongados de alzas y bajas sostenidas en los precios, por lo que no serían

independientes de la información pasada y sus procesos no serían aleatorios, pues implican la existencia de diversos factores que explican el movimiento de los precios. Tal fue el caso durante la burbuja *subprime*, previo al estallido de la crisis de 2008; además de que existió otra burbuja más pequeña en el mercado accionario de EUA.

Uno de los economistas que han puesto en duda la veracidad de la teoría moderna de finanzas es Robert Shiller, quien en su *Exuberancia Irracional* (2015) mostró los motivos que llevaron a la burbuja *dot/com*, y en ediciones posteriores a las burbujas inmobiliaria y del mercado de bonos. Shiller propone diversos factores para explicar las burbujas: estructurales, culturales y psicológicos, siendo éstos últimos basados en las nacientes teorías de la economía conductual. En este argumento las burbujas son el resultado de la irracionalidad de los agentes al encontrarse en situaciones en que el deseo de ganar un juego impide que tomen a cabo decisiones coherentes con un pensamiento racional, con información disponible o sin ella. Además, propone su ratio precio-ganancia ajustado cíclicamente (*CAPE-cyclically adjusted price-to-earnings ratio*) como una medida para determinar si los valores de un mercado (y el mercado mismo) están o no sobrevaluados, el cual se explicará en un apartado posterior.

a) Hipótesis de Mercados Eficientes

“El papel principal del mercado de capitales es la asignación de la propiedad del stock de capital de la economía” (Fama, 1969, p.383) y para que éste sea eficiente es necesario que los precios reflejen toda la información disponible. Cuando los agentes adquieren la información pública que incumbe a los valores de los mercados de capitales, éstos toman decisiones de inversión: compran, venden o conservan sus valores. Al realizar estas acciones, los precios de los activos varían, por lo que se dice que incluyen la información más recientemente publicada.

Para explicar este fenómeno se han realizado diversos modelos que han contribuido a las hipótesis de los mercados eficientes, tales como el modelo de rendimientos esperados o de “juego justo”, el modelo submartingala y el modelo de caminata aleatoria. Cada uno describe distintos aspectos de los mercados eficientes y son complementarios entre sí.¹⁴

¹⁴ Los modelos expuestos a continuación fueron obtenidos de (Fama, 1969, pp. 384-386).

El modelo de rendimientos esperados o juego justo está basado en la siguiente función del precio esperado de un activo:

$$E(\tilde{p}_{j,t+1}|\Phi_t) = [1 + E(\tilde{r}_{j,t+1}|\Phi_t)]p_{jt}$$

Donde:

$\tilde{p}_{j,t+1}$ = precio esperado del activo j en el próximo periodo

Φ_t = información existente en el periodo t

$\tilde{r}_{j,t+1}$ = rendimiento porcentual esperado de un periodo

p_{jt} = precio de la acción j en el presente

En este modelo el precio esperado de un activo en el periodo siguiente depende de la información disponible en el presente y es igual al rendimiento porcentual esperado (dada la información disponible) aplicado al precio presente. Al determinar el precio del activo y su rendimiento, la información disponible está completamente reflejada en el precio.

Por otro lado:

$$x_{j,t+1} = p_{j,t+1} - E(\tilde{p}_{j,t+1}|\Phi_t)$$

$$E(\tilde{x}_{j,t+1}|\Phi_t) = 0$$

Y:

$$z_{j,t+1} = r_{j,t+1} - E(\tilde{r}_{j,t+1}|\Phi_t)$$

$$E(\tilde{z}_{j,t+1}|\Phi_t) = 0$$

Donde $x_{j,t+1}$ y $z_{j,t+1}$ representan el exceso del valor de mercado y el exceso del rendimiento, respectivamente.

Con ello se indica que la inversión en un mercado de capitales eficiente representa un juego justo, definido como aquel juego en que el valor esperado es igual a cero. Como se muestra en ambas ecuaciones los excesos esperados de valor de mercado y de los rendimientos son igual a cero, lo que implica que los datos que se observarán y los datos esperados para el siguiente periodo sean los mismos.

El modelo submartingala parte de la siguiente proposición:

$$E(\tilde{p}_{j,t+1}|\Phi_t) \geq p_{jt}$$

o bien,

$$E(\tilde{r}_{j,t+1}|\Phi_t) \geq 0$$

De acuerdo con este modelo se espera que los precios de los activos en el próximo periodo sean iguales o mayores a los del presente. De ser una igualdad, se trata de un proceso martingala, es decir, un proceso estocástico cuya esperanza del resultado próximo es independiente del anterior y es igual al valor actual, siendo este proceso un tipo de caminata aleatoria. Esta proposición indica que utilizar información pasada para predecir el futuro es un error, pues se trata de una variable independiente.

Finalmente, el modelo de la caminata aleatoria describe un proceso cuya variable es independiente e idénticamente distribuida, en este caso, los cambios en los precios de los activos. El modelo indica que:

$$f(r_{j,t+1}|\Phi_t) = f(r_{j,t+1})$$

Lo cual implica que las distribuciones de probabilidad condicional y marginal de una variable independiente aleatoria son iguales. En otras palabras, la distribución de probabilidad no depende de la información del presente. Sin embargo, se considera que las distribuciones del pasado ayudan a evaluar las distribuciones futuras, pues se asume que son estacionarias en el tiempo. Ello no implica que las secuencias de los rendimientos pasados tengan efectos en la evaluación de distribuciones en rendimientos futuros.

Se considera al modelo de caminata aleatoria como un complemento al modelo de juego justo, pues este último da cuenta de la causa del cambio en el precio de los valores, pero no brinda información sobre los procesos estocásticos que generan los rendimientos. El primer modelo muestra cómo se incluye la información existente en los precios de los valores, el modelo submartingala ayuda a explicar la independencia de las variables, mientras que el modelo de la caminata aleatoria explica no sólo la independencia de las variables, sino también el hecho de estar idénticamente distribuidas. Se presenta un contexto de caminata aleatoria cuando las preferencias de los inversionistas y la aparición de nueva información en el mercado se combinan para alcanzar el equilibrio, donde las distribuciones de los rendimientos se repiten en el tiempo.

Fama identifica tres condiciones suficientes para la eficiencia de mercado, sin que éstas sean necesarias: "(i) no hay costos de transacción en el intercambio de títulos, (ii) toda la información está disponible sin costo para todos los participantes en el mercado, y (iii) todos están de acuerdo en las implicaciones de la información actual en los precios actuales y en los precios futuros de cada título." (Fama, p.387). Aunque reconoce que los mercados reales carecen en

cierta medida de estas condiciones, apunta que las condiciones no son necesarias. A pesar de ello, la carencia de estas condiciones representa una falta potencial de eficiencia. El hecho de que varios inversionistas no estén de acuerdo en las implicaciones de la información en los precios no implica falta de eficiencia, pero si hay inversionistas que puedan evaluar consistentemente y mejor los precios con información disponible, sí hay ineficiencia.

Por otro lado, Fama distingue tres tipos de trabajos empíricos que evalúan los distintos modelos de mercados eficientes: la forma fuerte, semi-fuerte y débil. La diferencia entre cada una es el sujeto de estudio para la evaluación. La forma fuerte estudia si existen accesos monopólicos a información privilegiada que puedan ayudar a algunos inversionistas a obtener importantes ganancias en el mercado, aunque no debe ser visto “como una descripción exacta del mundo” puede ser un “punto de referencia en el que se puede juzgar la importancia de las desviaciones de la eficiencia de mercado” (Fama, p.414). La forma semi-fuerte analiza el resultado de la información disponible en el mercado, mientras que la forma débil estudia las series históricas de los precios de los activos o sus rendimientos.

En los estudios de forma débil se ha encontrado una correlación positiva entre los datos de las series históricas, sin embargo, ésta es cercana a cero y apoya los postulados del modelo de juego justo. Sin embargo, aunque exista esta pequeña correlación, los resultados no son suficientes para llevar a cabo una estrategia de inversión basados en ella, pues implican la realización de numerosas transacciones, cuyos costos contrarrestarían las pequeñas ganancias.

Los estudios que evalúan la forma semi-fuerte de los mercados eficientes se basaron en dos variables para determinar si el precio de los títulos refleja la información existente en el mercado: los anuncios de ganancias anuales de las empresas y las nuevas emisiones de acciones. Tras estos estudios se encuentra que en promedio se cumplen las hipótesis de mercados eficientes.

Finalmente, las pruebas de forma fuerte mostraron dos grupos de inversionistas con acceso monopólico a la información de los títulos: los especialistas en grandes intercambios de títulos y los miembros corporativos con información privilegiada de las compañías. Ambos grupos usan su información exclusiva para generar grandes ganancias en los mercados, sin embargo, Fama minimiza estas desviaciones de la eficiencia de mercado:

Por el momento, sin embargo, los miembros corporativos y especialistas son los únicos dos grupos cuyo acceso monopolístico a la información está documentado. No hay evidencia de que las desviaciones de la forma fuerte del

modelo de mercados eficientes permeen aún más abajo hacia la comunidad inversionista. Para los propósitos de la mayoría de los inversionistas el modelo de mercados eficientes parece una buena primera (y segunda) aproximación a la realidad. (p.416)

El famoso artículo de Fama, publicado en 1969, evalúa la eficiencia del mercado de valores estadounidense. En el contexto histórico de la publicación, el mercado accionario se había comportado de manera estable, habiendo ocurrido la última debacle con el estallido de la crisis de 1929. Posteriormente hubo un largo periodo de relativa estabilidad en los mercados, aunque bien hubo caídas en la bolsa, las cuales resultaron ser poco importantes.

El periodo de relativa calma en los mercados financieros llegó a su fin con la crisis *dot/com*, que como ya se ha mencionado, se caracterizó por una burbuja en las acciones de empresas tecnológicas. La bolsa llegó a su punto más alto en el año 2000, teniendo un crecimiento constante de un lustro, hasta su caída más baja en 2003. Posteriormente habría una recuperación impulsada por las condiciones que llevarían a una nueva burbuja que daría pie a la crisis de 2008.

Si bien la crisis de 2008 se caracterizó por el colapso del mercado inmobiliario, éste fue impulsado por la emisión de títulos que contenían las hipotecas como respaldo. Además, al haber invertido los bancos estadounidenses en estos títulos, sin mencionar las bajas tasas de interés en el mercado, el auge y caída del mercado hipotecario llevaron al auge y posterior caída del mercado de valores.

Ambos episodios se caracterizaron por burbujas especulativas en el mercado financiero de EUA. Aquello puede poner en duda las hipótesis de mercados eficientes, pues en una burbuja los precios no reflejan toda la información existente, y ésta no llega a todos los inversionistas. Tanto en la crisis de 1929, como en la burbuja *dot/com* y la burbuja *subprime* surgieron diversas historias sobre fraudes corporativos, asimetrías de la información y corrupción en el sistema financiero. Ello permite cuestionar la eficiencia de los mercados: si bien podría tratarse de eventos aleatorios y aislados (perfectamente consistentes con el modelo de caminata aleatoria de los mercados eficientes), la profundidad de la crisis, la duración y la dificultad para alcanzar la recuperación niegan esta posibilidad.

Aún durante la expansión del mercado de valores en la segunda mitad de la década de los noventa llegaron a existir preocupaciones sobre el mercado financiero. El mismo Alan Greenspan alertó a los mercados por la “exuberancia irracional” de los inversionistas. El

resultado fue una caída en los mercados sin otra razón que el discurso del gobernador de la Fed. Para Shiller aquello fue una muestra de la volatilidad y alta especulación financiera, así como de la “base psicológica de una burbuja especulativa” (Shiller, 2015, p. 2). Aunque la reacción inmediata de los mercados puede tomarse como una muestra de la eficiencia del mercado ante una posible preocupación de la Fed.

En cuanto al caso de 2008 cabe mencionar distintos puntos en que los precios no reflejaban la información del mercado: (i) el pico de los precios inmobiliarios llegó en 2006, sin embargo, los CDO y otros tipos de MBS continuaban aumentando su precio, aunque los bienes en los que se sustentaban vieran su valor caer; (ii) desde 2004 la economía estadounidense comenzaba a desacelerarse, pero la bolsa de valores de Nueva York no dejó de subir sino hasta el año de 2007; y (iii) las calificadoras otorgaban notas excelentes que no correspondían al riesgo de activos respaldados en hipotecas, siendo llevadas a juicio tras la debacle financiera, sin decir más que las calificaciones otorgadas eran únicamente una opinión. Presumiblemente las calificadoras otorgaban estas notas para ayudar a los bancos y que éstos los ayudaran a ellas, siendo un fenómeno similar el ocurrido antes de la burbuja *dot/com*, en el cual aumentaron los pronósticos optimistas de los analistas, pues de hacer lo contrario, las compañías no los convocaban a las juntas especiales en que anunciaban sus resultados a los especialistas de Wall Street (Shiller, 2015, pp. 49-51).

A pesar de estos factores, Eugene Fama aseguró durante una sesión de preguntas y respuestas en la Universidad de Chicago que, aunque la opinión general culpaba la burbuja inmobiliaria de la recesión de 2008, fueron en realidad las políticas del gobierno, que “permitieron a la gente tener una hipoteca con un bajo pago inicial”, las causantes de la crisis. Asimismo, aseguró que no existe evidencia empírica que muestre a las finanzas como causantes de la crisis, más bien fueron víctima de la recesión.¹⁵ Por otra parte, critica los rescates del gobierno a las instituciones financieras, promoviendo el *too big to fail* en el mercado financiero. Esta postura es criticada por Krugman: “Eugene Fama, padre de la hipótesis del mercado eficiente, no ha aportado motivo alguno; la crisis, según afirma, la causó la intervención gubernamental, especialmente a través de Fannie y Freddie.” (2012, p.112). Aunque la postura de Fama es parecida a la de aquellos quienes defienden la no intervención del gobierno en la

¹⁵ Dimitrakopoulos, Kalliope (2011). “Examining the financial crisis with profesor Eugene Fama”, obtenido de https://www.chicagobooth.edu/news/2011-10-28_fama.aspx.

economía, reconoce que es necesaria la regulación en el sector financiero si ésta promueve la divulgación de la información, con el fin de mejorar la eficiencia.

Una de las conclusiones de las HME es que los precios reflejan toda la información existente en el mercado, y al ser la nueva información desconocida, los precios del futuro no se pueden predecir y, por lo tanto, nadie puede tener rendimientos mayores a los del mercado de forma consistente. Pero esta conclusión conlleva múltiples dificultades lógicas, siendo Robert Shiller uno de muchos economistas (como Joseph Stiglitz y George Akerlof) que han criticado fuertemente las HME.

En principio los precios son determinados por la oferta y la demanda en el mercado, y esta última depende de la información existente, utilizada por los inversionistas. Dentro del grupo de inversionistas en el mercado de capitales sobresale el llamado *smart money*, quienes son considerados como los inversionistas más capaces e inteligentes. De acuerdo con las HME, el *smart money* es quien determina principalmente los movimientos de los precios de los activos.

La ganancia de capital de los inversionistas proviene de comprar títulos baratos y venderlos caros, pero esta estrategia resulta difícil de llevar a cabo en un mercado eficiente. El *smart money* también trata de llevar a cabo esta estrategia, por lo que, si observan un activo subvaluado, lo comprarán con el fin de venderlo cuando su precio suba; y si encuentran un activo sobrevaluado, lo venderán (o tomarán una posición en corto). Al hacer esto, los activos subvaluados subirán de precio, y el precio de los activos sobrevaluados bajará, haciendo al mercado eficiente. El valor intrínseco de cada activo depende del comportamiento de las ganancias de la empresa.

Sin embargo, las primeras dificultades aparecen cuando la teoría de los mercados eficientes no menciona nada sobre el tiempo que pueden estar los mercados con precios “erróneos”, es decir, que no reflejen la información disponible. Aún si el *smart money* tiene información sobre el valor de un título, no podrá sacarle provecho si no sabe cuánto durará determinado activo con un precio incorrecto. Por lo tanto, no hay razón para pensar que aún los inversionistas más sapientes eliminen los precios erróneos del mercado.

Además, las HME consideran que este tipo de inversionistas no tienen ventaja sobre los demás, pues su conocimiento ya está incluido en los precios. Si existiera tal ventaja, habría una forma de invertir y ganar rendimientos consistentemente, lo cual no es consistente con el modelo de caminata aleatoria. A pesar de ello, Shiller está convencido de que los inversionistas más

inteligentes y trabajadores tienen mejores resultados, sustentado en diversos estudios, aunque no son concluyentes (2015, pp.198-199).

Como ya se ha mencionado, existen muchos fenómenos que han evidenciado los precios erróneos en los mercados. Algunos de estos fenómenos pueden deberse a restricciones de las ventas en corto existentes en el mercado. Uno de los argumentos fue elaborado por Edward Miller (obtenido de Shiller, p. 200) y consiste en que si un grupo de fanáticos adquiriera la mayoría de las acciones de una empresa y el precio subiera a un nivel mayor al de su valor real, el *smart money* intentaría hacer una venta en corto. El problema es que no habría a quién pedirle prestadas las acciones de esa empresa, sin otra opción que comprarlas. De esta forma se muestra una limitante adicional de las ventas en corto, además del costo del interés.

Por otra parte, el modelo de juego justo también implica ciertas inconsistencias. Esto se debe a que los cambios en los precios de las acciones no han correspondido históricamente con los precios de las ganancias. Con este modelo se ha pretendido dotar de cierta racionalidad a los inversionistas, pero la evidencia muestra que los precios siempre superan el nivel de ganancias en el mercado en los periodos alcistas. Ello hace a este modelo incapaz de sustentar crítica alguna a las teorías sobre las burbujas especulativas. Finalmente se ha dicho que son los dividendos, y no las ganancias de las empresas, los que determinan los cambios en los precios de las acciones. El origen de este argumento se encuentra en la relación entre ambas variables, sin embargo, ésta es débil y no es concluyente. Al comparar la evolución de los precios de las acciones y el valor presente de los dividendos a diez años, se encuentra que hay un exceso de volatilidad en los precios de las acciones. Ello invalida las HME, pues de acuerdo con ellas los precios deben corresponder a la información disponible sobre las ganancias futuras (en este caso los dividendos), por lo que debería existir una relación más estrecha entre ambas variables.

Puede observarse tras este análisis que, con los argumentos y evidencias desarrollados por Robert Shiller, así como los fenómenos observados durante la crisis de 2008 en el mercado de derivados y accionario, las HME no logran sustentarse. La existencia de precios erróneos en los activos y las asimetrías de la información hacen del mercado financiero estadounidense un mercado ineficiente. De acuerdo con Shiller, la burbuja del mercado inmobiliario y la exposición del sector financiero a ella fueron las causantes de la crisis *subprime*, tras contagiar al sector real de la economía y verse inmiscuidos varios mercados de otros países. Con este argumento

es necesario preguntarse por la naturaleza de las burbujas, así como por los motivos que llevan a los inversionistas a la irracionalidad.

b) Exuberancia Irracional

Al igual que en la crisis de 2008, otras crisis económicas se han visto precedidas por burbujas especulativas. El caso más conocido es el de la crisis de 1929, cuyo epicentro fue la bolsa de valores de Nueva York. En el caso de 2008 el mercado elegido por los inversionistas fue el mercado inmobiliario, aunque también es resaltable el alza en el mercado de valores de Nueva York.

Como ya se ha expuesto, la teoría del ciclo de deuda-deflación de Fisher inicia con un detonante que hace estallar los problemas de sobreendeudamiento de una economía. Tal detonante se haya en algún instrumento de inversión que haya prometido previamente a los inversionistas obtener grandes beneficios. El aumento de la demanda de estos instrumentos de inversión hace que su precio suba a niveles por encima de su valor por un periodo prolongado de tiempo, hasta que aparece un choque en el mercado que hace cambiar de parecer a los inversionistas. Éstos se encargan de vender sus activos, propiciando una oleada de caídas en los precios de los activos, desatando el ciclo de deflación de Fisher.

Este tipo de fenómenos ha sido catalogado como “burbujas especulativas”, término que resulta muy ilustrativo, pues figura en la mente del receptor la imagen de una burbuja creciente, hasta que el mismo aire que la infló la hace estallar. Cabe mencionar que, a pesar de la regularidad con que ocurren estas burbujas en el mercado de capitales, las HME no consideran que las burbujas existan. Pues de existir y al darse cuenta de ellas los inversionistas tomarían decisiones en el mercado que llevarían a los activos a su valor real.

Robert Shiller ha sido uno de los economistas dedicados al estudio de las burbujas especulativas. En su investigación ha hecho hincapié en el carácter irracional del mercado financiero, sustentándose en los distintos procesos psicológicos que llevan a los inversionistas a incrementar/disminuir el precio de un activo por encima/debajo de su valor real. En este análisis resulta de gran importancia el análisis de las teorías de Shiller, pues complementan el trabajo de Fisher y parecen explicar el mercado de capitales de mejor manera que las HME.

Shiller describe las burbujas especulativas de la siguiente manera:

Durante las burbujas, parece que el ambiente psicológico es más bien uno de desatención pública a la idea de que los precios puedan caer, en lugar de la firme creencia de que nunca puedan caer. Las historias de la nueva era no son convicciones mantenidas fuertemente —son meramente ideas principales en la mente de las personas que sirven como justificación tanto para las acciones de los demás, como para las de ellos mismos. (Shiller, 2015, p. xiv)

Con esta definición se introduce el factor psicológico en las inversiones de los mercados de capitales. Éste no aparece bajo la forma de un agente que maximiza su utilidad con el conocimiento perfecto del mercado, ni siquiera con un conocimiento parcial. Aparece como una creencia de lo que el inversionista quiere que ocurra en el futuro, un salto de fe hacia el enriquecimiento. El deseo de obtener beneficios en un mercado alcista lleva a los inversionistas a la acción, sin considerar toda la información existente en el mercado y, por lo tanto, haciéndolo ineficiente. Este mecanismo psicológico es impensable en los modelos de las HME.

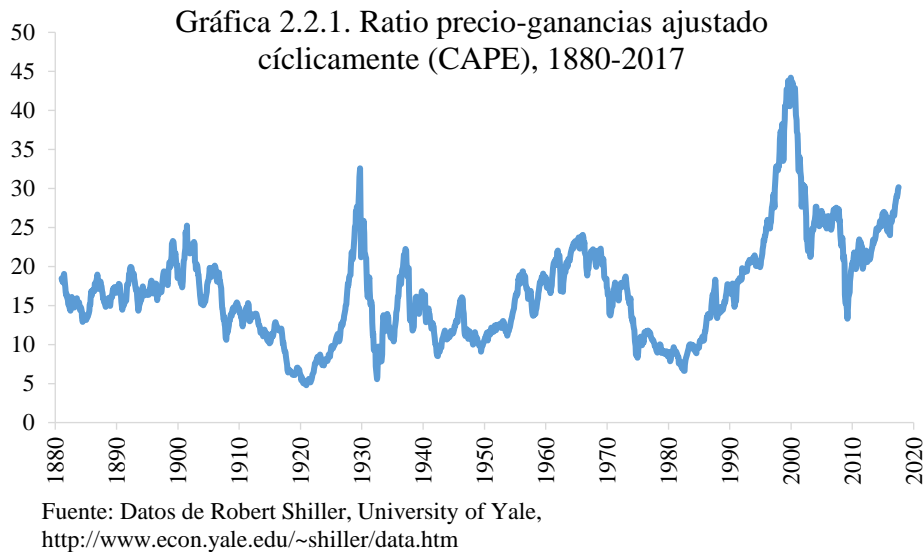
Durante las burbujas la decisión de invertir se realiza basándose en un impulso interno, siguiendo la opinión o la acción de alguien considerado como autoridad. Aunque los inversionistas saben que el mercado puede, y va a caer, siguen invirtiendo, haciendo caso omiso de la razón y dando pie a la “exuberancia irracional”, la cual, a la vista de los inversionistas, tiene apariencia de racionalidad. Los aumentos de precios esperados por los inversionistas se convierten en profecías autocumplidas, reforzadas por los medios de comunicación, amplificando los impulsos de los inversionistas. En otras palabras, se trata de la:

situación en la cual las noticias de incrementos de precios estimulan el entusiasmo de los inversionistas, lo cual se propaga por contagio psicológico de persona a persona y, en el proceso, amplifica historias que puedan justificar el incremento de precios y trae una clase de inversionistas cada vez mayor, quienes, a pesar de las dudas acerca del valor real de la inversión, son atraídos a ella en parte por la envidia del éxito de otros y en parte por la emoción del apostador. (ibíd., p. 2)

Sin embargo, existe un problema con el estudio de las burbujas: ¿cómo saber si el mercado es irracional?, es decir, ¿cuál es la medida de la irracionalidad?, ¿cómo saber si los activos tienen un sobreprecio, si están en su valor o si su precio está por debajo de él? A estas preguntas Shiller, junto con John Campbell, pretenden dar respuestas con la creación de la ratio precio-beneficio ajustada cíclicamente (CAPE, *cyclically adjusted Price-earnings ratio*).

La ratio CAPE mide la relación precio-ganancias, pero en lugar de tomar las ganancias a un año, como lo hace el índice tradicional, se toma un promedio móvil de las ganancias a 10 años

para ajustarlas con el ciclo económico. La CAPE del índice S&P ha llegado a diversos picos en las series históricas en los años de: 1929, 2000 y 2007; tras los cuales hubo severas crisis financieras (Gráfica 2.3.1). Es por ello que puede ser tomado como un índice pertinente para la medición de la especulación de los activos o mercados financieros.



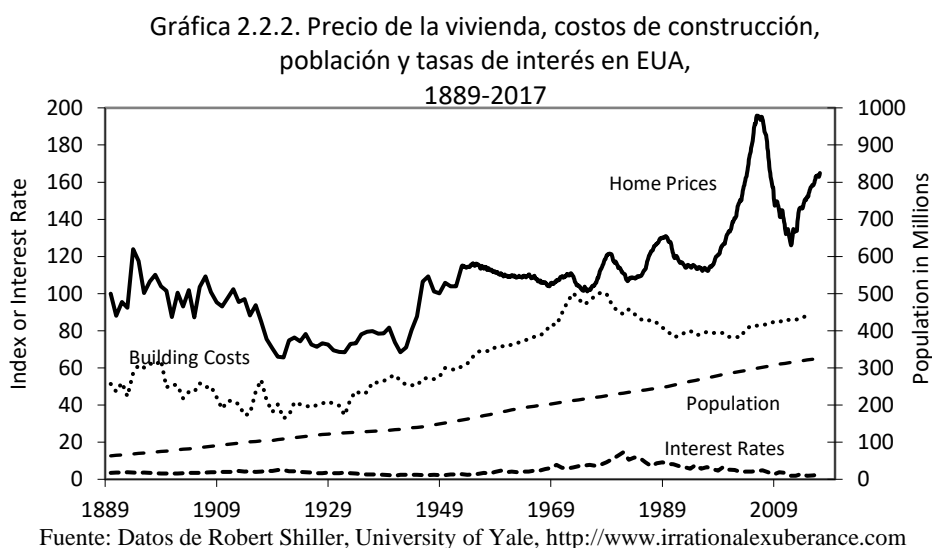
Como puede observarse en la Gráfica 2.2.1 el punto más alto de la CAPE fue el de la burbuja *dot/com*, seguido del de la crisis de 1929 y por el de la burbuja *subprime* en 2007. Tras la caída de este indicador y su punto más bajo en el año de 2009, éste ha presentado un gran aumento, superando el nivel de 2007 y aproximándose al nivel de 1929. Por lo anterior, se cree que existe una nueva burbuja en el mercado de valores.

Por otra parte, Shiller ha encontrado una relación histórica negativa entre el CAPE y los rendimientos subsecuentes de largo plazo: cuando el CAPE es alto, los rendimientos a diez años son bajos, y en sentido opuesto. Ello contradice el modelo submartingala de las HME, pues se trata de procesos en los que los mercados parecen tener memoria. Además, siendo los dividendos la parte más importante de los rendimientos, se ha encontrado que cuando éstos han sido bajos con respecto al precio de la acción, el precio no sube en los siguientes cinco a diez años y tiende, más bien, a caer (ibíd., pp. 204-206).

En cuanto a la burbuja inmobiliaria Shiller resalta varios puntos importantes. Uno de ellos es el hecho de que no se pueden tomar posiciones cortas en mercado inmobiliario, por lo que las dudas de los inversionistas no pueden ser incorporadas en los precios, haciéndolo un mercado ineficiente. Aunque ello no impidió que los inversionistas tomaran posiciones cortas contra los

CDO a través de los CDS durante la burbuja *subprime*, haciendo un fenómeno muy interesante: a pesar de que los CDO incluían valores respaldados por hipotecas (MBS), al caer los precios en el mercado inmobiliario, ello no se vio reflejado en el precio de los CDO pues se trataba de productos diferentes y tomaría una mayor caída para que el precio de los CDO incluyera toda la información del mercado.

Al analizar las series históricas del precio de las viviendas (Gráfica 2.2.2¹⁶) puede notarse que no parece haber ciclicidad y tendencia, como en el mercado de valores. La burbuja de la vivienda de 2006 no tiene precedentes, el evento más cercano se llevó a cabo durante y después de la Segunda Guerra Mundial, debido a la limitación a la producción de nuevas casas. Además, puede observarse cómo no hay una relación entre el mercado inmobiliario y los costos de la construcción, la población o las tasas de interés; como se ha sugerido en algunas investigaciones.



Shiller está convencido de que fue la burbuja de la vivienda la “causa definitiva” de la crisis financiera, que a su vez fue la causa de la crisis económica (p.20). Además, se trató de un fenómeno internacional y no regional, como los eventos de burbujas regionales en EUA durante el siglo XX. Tras atribuir la crisis económica a la burbuja inmobiliaria es necesario preguntarse por las causas que hicieron que los inversionistas decidieran asignar recursos en este mercado, por lo que el autor revisa causas sociales, culturales, psicológicas y económicas.

¹⁶ Obtenido del sitio del libro *Irrational Exuberance* (Shiller, 2015, p. 20): <http://www.irrationalexuberance.com>

Al igual que otros economistas, como Irving Fisher, Shiller distingue entre las causas de un fenómeno y los mecanismos que se desatan a partir de su estallido. Los primeros son los llamados factores precipitantes, que dan origen a una burbuja, mientras que los otros son los mecanismos de amplificación.

Algunos de los factores precipitantes del boom de la “sociedad de propiedad” (*ownership-society*) detectados se remiten al siglo pasado y fueron también factores que precipitaron la burbuja *dot/com*. Éstos son los cambios culturales y políticos en favor del éxito en los negocios, el gobierno republicano y las políticas que apoyaron las ganancias de capital, la expansión del reportaje mediático, los crecientes pronósticos optimistas de los analistas y el crecimiento de las oportunidades de apuesta para los inversionistas, entre otros.

Sin embargo, otros factores son propios de la burbuja *subprime*, como la llamada “sociedad de propiedad”, término utilizado por el expresidente George W. Bush para alentar a los estadounidenses a adquirir propiedades para mejorar sus condiciones económicas. Esta política se vio acompañada de facilidades de préstamo para la adquisición de inmuebles, las cuales fomentaron la contratación de créditos y la adquisición de propiedades. Pero ello no se vio acompañado de un monitoreo de las condiciones de dichos préstamos, surgiendo los créditos *subprime* en los mercados financieros de EUA.

Los compradores buscaban seguridad en un mundo que aparecía amenazador ante ellos. La globalización generaba incertidumbre en el mercado laboral, haciendo que los trabajadores pudieran perder sus empleos y ser reemplazados por trabajadores de otros países. En esta búsqueda encontraron refugio en el mercado hipotecario. El alza en los precios de las viviendas hizo que los compradores sintieran confianza en su futuro, haciendo que disminuyeran sus ahorros y aumentando la especulación. Todo lo que los inversionistas tenían que hacer era comprar viviendas, cuyo precio iba en aumento, y venderla en el futuro.

Además, existía un ambiente de confianza en la política monetaria de la Fed. La Reserva Federal estaba al mando de Alan Greenspan, quien había logrado detener la propagación de distintas catástrofes financieras a la economía real estadounidense, como la crisis de la deuda en Rusia, la quiebra del *Long Term Capital Management* y la crisis *dot/com*. El gobernador de la Fed confiaba en la “flexibilidad” de la economía estadounidense para superar los choques adversos. Por otra parte, había bajado agresivamente la tasa de interés durante la caída del mercado de valores en 2001, incluso antes de que la recesión fuera considerada como

inminente. Si bien la política monetaria expansiva no ha sido un factor consistente en las alzas del mercado, Shiller cree que fue un factor determinante para la crisis financiera.

Tras los eventos que precipitan las burbujas se llevan a cabo mecanismos que la amplifican. Éstos han sido estudiados por distintas teorías de “retroalimentación (*feedback*), las cuales son consistentes con las series históricas, pero han sido desacreditadas por carecer (algunas veces) de significancia estadística.

Se ha encontrado que la confianza de los inversionistas está relacionada con los cambios de precios, ya sea en el mercado de valores, desde el inicio del siglo pasado, hasta nuestros días; o en el mercado de viviendas durante la burbuja inmobiliaria. Así mismo se ha encontrado que cuando los mercados están al alza, los inversionistas creen que si hay una caída, el mercado se recuperará rápida y fácilmente.

Estos hallazgos implican que el ambiente psicológico de los inversionistas afecta al mercado, pues también afecta su confianza. De acuerdo con Shiller, la mente humana analiza los mercados mediante el reconocimiento de patrones, al igual que lo hace con otro tipo de actividades (ibíd., p. 75). El problema aparece cuando el patrón analizado está incompleto, llevando a una visión subjetiva de los mercados, tal como ocurrió durante la década de los noventa con los inversionistas que sólo habían observado al mercado subir y recuperarse de pequeñas caídas. De la misma manera, los inversionistas que tuvieran un pensamiento pesimista generado por un ambiente psicológico diferente, se encontrarían con una fuerte desacreditación y pérdida de confianza en sí mismos al estar equivocados cuando los mercados estuvieran al alza. Los estímulos negativos crearían un nuevo pensamiento en ellos, alentando el crecimiento de los mercados.

Al haberse generado los factores precipitantes inicia el proceso de retroalimentación y amplificación. Los inversionistas, al observar dichos factores, generan buenas expectativas sobre el mercado, realizando compras de activos y aumentando el precio de éstos. Al aumentar el precio aumentan las buenas expectativas y son propagadas hacia un público mayor, con ayuda de los medios de comunicación, aumentando aún más el precio. Este proceso se repite hasta que los precios llegan a un punto tal que cambian las expectativas de los inversionistas (o hasta que aparece un choque externo que hace que los inversionistas se den cuenta del sobreprecio). En ese punto se repite el mismo proceso, pero en sentido inverso, hasta que el precio llega a un nivel mínimo que hace cambiar las expectativas de los inversionistas.

Este proceso de retroalimentación da cuenta de otros fenómenos dentro de él. El más importante es la generación de las llamadas “profecías autocumplidas” por parte de los inversionistas, quienes aumentan/disminuyen los precios por la creencia de que se comportarán al alza/baja. Por otra parte, muestra el efecto riqueza de los mercados, el cual se caracteriza por el aumento de demanda de un activo cuando éste aumenta su precio; y cómo los agentes parecen regirse por expectativas adaptativas, creyendo que los precios subirán/bajarán sólo porque hicieron lo mismo en el pasado.

Existen dos teorías sobre la retroalimentación: la retroalimentación precio a precio y la retroalimentación precio a PIB. La primera ha sido descrita en el párrafo anterior, mientras que la segunda se caracteriza por generar un aumento en el PIB tras un aumento en los precios, pues los inversionistas piensan que, si la bolsa de valores está teniendo un buen comportamiento, debe ser por un buen comportamiento de la economía, aumentando también la inversión en la economía real. En ambos procesos la retroalimentación es tal que genera todo tipo de ruidos. Éstos hacen olvidar a los agentes los factores iniciales que los llevaron a invertir en determinado activo, por lo que se pierden las causas reales de un auge y una crisis.

Resulta interesante lo similar que resultan los modelos de retroalimentación y los esquemas Ponzi. Estos últimos se caracterizan por ser un proceso fraudulento en el que quien lo realiza solicita fondos a un primer grupo de inversionistas para realizar una inversión en un negocio de altos rendimientos. Posteriormente hace lo mismo con un segundo grupo y utiliza los recursos obtenidos para pagar al primero. Al ver el éxito obtenido otros grupos de inversionistas deciden entrar al fondo, recibiendo rendimientos obtenidos de aportaciones de otros inversionistas de forma piramidal. El límite yace en la oferta finita de inversionistas, si es que quien realiza el fraude no es atrapado antes por las autoridades.

Cabe resaltar diferentes puntos: el esquema Ponzi se basa en un negocio de oportunidad única y no vista por otros inversionistas, los primeros inversionistas ven con recelo esta opción, pero al observar el éxito de otros obtienen una evidencia más persuasiva que cualquier argumento contra el esquema solventado en la razón (ibíd., p. 91). Así mismo, cabe notar que estos esquemas siguen produciéndose en nuestros días, desde el realizado por Charles Ponzi en la década de los veinte, hasta el realizado por Bernard Madoff de 1970 a 2008 y considerado como el fraude más grande de la historia. En este tipo de fenómenos queda evidenciado el

carácter psicológico de las inversiones, pues los inversionistas no deciden entrar sino hasta que ven el éxito de otros e inicia la exuberancia.

Como puede observarse, la similitud radica en estos factores, especialmente en las historias de oportunidad y éxito generalizado, pero los modelos de retroalimentación no tienen que ser fraudes deliberados, pues generalmente se trata de ideas concebidas genuinamente por los inversionistas. Sin embargo, cabe recordar que las historias de fraudes suelen acompañar las burbujas especulativas, pudiendo ser considerado como un esquema Ponzi la operación de los bancos de inversión y aseguradoras que no contaban con el capital suficiente para pagar los CDS si caía el valor de los CDO, como se explicó en el primer capítulo.

Finalmente existe la posibilidad de que el auge del mercado accionario de la década de los noventa estuviera relacionado con el posterior auge inmobiliario, aunque históricamente no exista una relación entre ambos mercados. El crecimiento más acentuado del mercado accionario tuvo lugar en el año de 1995, mientras que el inicio del mercado a la alza del mercado inmobiliario apareció en 1998. Por otra parte, como se ha mencionado antes, fueron los mercados inmobiliarios de las economías avanzadas, y no los regionales de EUA, los que presentaron tendencias alcistas.

Por estas razones es posible que se haya generado un proceso de retroalimentación cruzado, es decir, de un mercado a otro. De ser esta hipótesis cierta se habría presenciado un fenómeno sin precedentes entre ambos mercados y a medida que el mercado inmobiliario crece más especulativamente es posible que la retroalimentación se intensifique en el futuro.

El auge de la burbuja *dot/com* pudo haber aumentado el nivel de riqueza de los inversionistas, haciendo que aumentaran el gasto en sus viviendas y/o adquirieran nuevas propiedades, lo cual habría aumentado los precios. Debido a la naturaleza de este proceso es de esperar que exista un rezago entre el auge de ambos mercados, pudiendo tomarse como inicio del auge del mercado accionario el año de 1982 o 1995 y el del mercado inmobiliario, 1998.

Otra vía posible para este fenómeno es que las caídas en los precios de las viviendas después del año 2000 hubieran aumentado la demanda. De ser así, pudo haberse presentado una reasignación de recursos del mercado accionario al mercado inmobiliario cuando comenzaron a empeorar las expectativas de los precios de las acciones, o después de haberse presentado caídas sucesivas en el mercado de 2000 a 2003. Esta teoría además podría explicar

el boom inmobiliario en los países avanzados, aunque las condiciones en ellos y los procesos fueron diferentes a los de EUA, como los de la Unión Europea y su naciente unión monetaria.

Tras el estallido y débil recuperación de la crisis de 2008, algunos economistas han puesto su atención en el mercado de bonos de largo plazo de EUA. Los precios de los bonos se mueven en sentido opuesto al nivel general de las tasas de interés. Por lo anterior, si las tasas de interés disminuyen, como lo hicieron tras el anuncio de la Fed de que mantendría sus tasas bajas en el largo plazo, el precio de los bonos emitidos anteriormente, con tasas mayores a las presentes, subiría, pues los inversionistas los preferirían a los nuevos bonos por ofrecer un mayor rendimiento.

El aumento de precio de los bonos impulsado por la demanda, y ésta impulsada por las reducciones de la tasa de interés de la Fed, pueden ser indicios de una nueva burbuja en los mercados financieros única en su especie: los bonos son más demandados a medida que disminuye el rendimiento en la maduración. Es necesario preguntarse por qué ha aumentado la demanda de estos bonos, así como reconocer el peligro de que estalle la burbuja. Si la tasa de interés a largo plazo aumenta súbitamente, los precios de los bonos emitidos anteriormente se desplomarían, colapsando este mercado.

La evidencia histórica muestra que los inversionistas no parecen tener expectativas de inflación a largo plazo adecuadas para determinar la tasa de los bonos. La inflación de diez años después de ser emitidos los bonos a diez años no corresponde con sus respectivas tasas, además de utilizar frecuentemente tasas nominales en lugar de tasas reales. Desde la década de los sesenta la tasa de interés parece coincidir en tendencia con la inflación del pasado, por lo que puede pensarse que los inversionistas han generado expectativas adaptativas o sencillamente han tenido malos cálculos, poniendo en duda la racionalidad de la teoría económica sobre el tema.

Además de este peculiar comportamiento del mercado de bonos tras el estallido de la crisis, parece haber un nuevo auge en el mercado accionario, pues el CAPE casi llega a los niveles de 1929. Tras el estallido de la crisis, la confianza de los inversionistas cayó fuertemente en 2009, pero después tuvo una tendencia positiva durante los próximos cinco años. Además, de acuerdo con un informe de la Reserva Federal “muchas compañías bancarias tenían el capital adecuado para sobrevivir incluso a un escenario económico adverso” (ibíd., p. 63). Aunado a ello Bill Gross, fundador de la empresa de inversión PIMCO (*Pacific Investment Management*

Company), posteriormente Janus Capital, expresó en un comunicado de su compañía la idea de que la economía se dirigía hacia lo que él denominó como *New Normal*, etapa que duraría de 10 a 20 años, y en la cual habría un lento crecimiento económico.

La relajada política monetaria y el *Quantitative Easing* de la Reserva Federal hicieron que disminuyera la tasa de interés de corto y largo plazo. Con ello es posible que se haya alentado al mercado accionario, además de que, al estar las tasas hipotecarias de largo plazo en mínimos históricos en 2012, hubo un aumento en la demanda de viviendas, a pesar de una débil economía. Parece ser que los compradores no querían perder una oportunidad única en la vida. Puede observarse en la Gráfica 2.2.2 cómo el mercado hipotecario también ha repuntado agresivamente tras la crisis.

Por otra parte, las condiciones económicas adversas e insatisfactorias tras la crisis han generado ansiedad en la población estadounidense. Existe un miedo creciente a la pérdida de empleos, por lo que es posible que los trabajadores estén desempeñando acciones para “alcanzar el rendimiento” (*reach for yield*). Paradójicamente, la ansiedad e incertidumbre en el futuro ha llevado a los agentes a invertir en activos riesgosos en busca de mayor seguridad, aumentando las cotizaciones del mercado accionario.

Otros factores, como la creciente desigualdad, impulsaría a las familias de bajos ingresos a buscar el rendimiento a través del mercado accionario y/o a la población de altos ingresos a ahorrar aún más e invertirlo en los mercados. Sin embargo, la evidencia no es determinante aún. De acuerdo a estas tesis de Shiller, las nuevas condiciones económicas de poca recuperación tras la crisis están llevando a una nueva burbuja, generándose condiciones nunca antes observadas en los mercados financieros: bajo crecimiento, mercados accionario e hipotecario a la alza, alto CAPE, bajas tasas de interés, aumento en la demanda de bonos, entre otros.

3. Los procesos keynesianos de la Gran Recesión

La teoría keynesiana fue el resultado de los estudios del economista John Maynard Keynes durante y después de la Gran Depresión, iniciada en 1929. En ellos analizaba algunos fenómenos de la crisis económica que no era posible vislumbrar con el análisis de la escuela neoclásica. El ejemplo más conocido es el del desempleo involuntario. Para la economía neoclásica el desempleo era siempre voluntario: los trabajadores decidían si ofrecían o no su fuerza de trabajo al mercado laboral si el salario era igual o mayor a la utilidad de ocio. Por lo anterior, las grandes cifras de desempleo tras la crisis de 1929 reflejaban la elección de millones de trabajadores en el mercado laboral tras un choque externo en la economía. Sin embargo, Keynes logra percibir que en tiempo de crisis había trabajadores en desempleo involuntario: aquéllos que se encontraban sin empleo a pesar de buscarlo (diferenciando del desempleo friccional, que engloba a los trabajadores que pasan de un trabajo a otro).

Tras la influencia de Keynes se realizaron otras muchas investigaciones centradas en fenómenos como el desempleo, la demanda agregada, el consumo, la inversión, la política económica, entre otros. Algunas de estas investigaciones parten del supuesto de que no se cumplen las condiciones de equilibrio de mercado de las que parte la economía neoclásica. En su lugar los mercados aparecen como imperfectos cuando están desregulados, generando ineficiencias en la asignación de recursos. Sin embargo, el equilibrio continúa siendo una referencia para muchos economistas keynesianos, pues consideran que éste es alcanzable con la adecuada regulación del gobierno.

Dada la necesidad de regular los mercados, muchos economistas keynesianos se han dedicado al análisis y estudio de la política económica, generándose un vasto conocimiento en la materia desde la Gran Depresión. Por lo anterior, la postura keynesiana desacuerda con la neoclásica, ya que considera que durante las crisis económicas es imperativa la intervención del gobierno en la economía para mejorar las condiciones del mercado, siendo el crecimiento económico y el empleo las variables más importantes para la medición.

Como se ha analizado previamente, desde la gran crisis precedente a la de 2008, durante los años setenta, el gobierno de EUA comenzó un proceso de desregulación de los mercados financieros, impulsados por los grandes adelantos tecnológicos. Algunos economistas keynesianos ubican en la desregulación el origen de la crisis. La crisis financiera habría contagiado a la economía real a través de la falta de oferta de créditos para las empresas tras

el estallido, además de la pérdida de activos financieros y la caída de la Bolsa de Valores de Nueva York. Por esa razón, para terminar con la crisis, sería necesario corregir las imperfecciones del mercado financiero y del de bienes y servicios a través de nuevas regulaciones y de la política económica.

Paralelamente, tomando en cuenta la apertura comercial y la globalización que despegaron durante la década de los ochenta, otros economistas consideran que el problema financiero fue una causa de la reducción del poder adquisitivo de los trabajadores. Las políticas neoliberales habrían disminuido el ingreso disponible de las familias, lo cual las impulsaría a recurrir a una deuda creciente para poder mantener un nivel de consumo necesario. Este aumento de deuda habría sido facilitado por el gobierno de EUA a través de la desregulación del sistema financiero, además de las bajas tasas de interés que mantenían desde finales de los ochenta.

Después de haber estallado la crisis la cuestión se centró en las políticas fiscal y monetaria emprendidas por el gobierno de EUA, existiendo posturas muy variables entre los keynesianos. Se han evaluado los rescates a las grandes empresas financieras, así como el abandono a Lehman Brothers; la política monetaria expansiva, a través del establecimiento de una tasa de interés tendiente a cero por varios años y de los *Quantitative Easing* de Ben Bernanke; la política fiscal expansiva, considerada por algunos como insuficiente; y las políticas ideales para el despegue de la economía, sin mencionar la preocupación por el débil crecimiento tras la recuperación desde 2010. Algunos de los estudios más interesantes se cuestionan por la efectividad de las políticas, además de sus propios límites. La política monetaria fue llevada a su límite al establecer una tasa de interés cercana a cero, con lo cual la economía estadounidense cayó en una trampa de liquidez. Mientras tanto, la política fiscal hizo lo propio al elevar la deuda de gobierno a altos niveles, aunque algunos consideren que la deuda es aún insuficiente para restaurar la economía.

Sin duda alguna, la escuela keynesiana ha brindado muchas más respuestas a la crisis de 2008 que la escuela neoclásica y la tradición del *laissez-faire*, pero es necesario evaluar la valía de sus postulados. Las causas de la crisis son algunos de ellos: ¿fue la crisis causada por el colapso del sistema financiero o fue una caída en productividad como lo asegura la escuela neoclásica?, es decir, ¿se trata de un choque externo o de una cuestión estructural?, ¿o se debió a la caída del ingreso disponible de las familias? El origen de la crisis es uno de los tópicos

más importantes por resolver, pues su naturaleza permitirá vislumbrar el tipo de política necesario para una sana recuperación.

3.1. Las causas de la crisis financiera: ¿desregulación o falta de ingresos?

Tras la crisis de la estanflación y la caída del keynesianismo como paradigma de la ciencia económica, se realizaron importantes y drásticos cambios políticos y económicos. Los más notables se llevaron a cabo en la función del gobierno dentro de las economías de las naciones. La versión más aceptada de la época aseguraba que la crisis fue causada por el alto gasto de gobierno, así como por los aumentos salariales. Ello provocó aumentos en la inflación en todo el mundo, lo cual, además de una caída en la productividad total de los factores, llevó al estancamiento.

Mientras los gobiernos devolvían algunas de las riendas de la economía al sector privado, los trabajadores se enfrentaban a la caída de sus salarios reales, el desempleo y el desmantelamiento de los sindicatos creados en las décadas anteriores. El mejoramiento previo de las condiciones laborales y económicas se debió a la adopción de políticas keynesianas que fomentaban el consumo, estimulando la demanda efectiva. El resultado fue el periodo de mayor crecimiento en la historia del capitalismo, periodo que fue llamado como “Los Treinta Gloriosos”, se conjugaba un alto crecimiento, la productividad total de los factores tuvo un gran aumento, el desempleo fue disminuido a tal nivel que se consideraba que algunos países habían alcanzado el pleno empleo, la disminución de la desigualdad, entre otras maravillas. Sin embargo, tal periodo también creó problemas y obstáculos que se desarrollarían en el corto y largo plazo: el crecimiento económico llevó al inminente abandono del sistema establecido en Bretton Woods, una creciente devastación ambiental, agotamiento de importantes recursos naturales y problemas sociopolíticos entre las naciones (con su máxima expresión en la Guerra Fría). El poder creciente de los sindicatos y las oficinas de gobierno generó diversos casos de corrupción, además los economistas neoclásicos argumentaban que el aumento de los salarios mínimos, las prestaciones laborales, el seguro de desempleo, y otras políticas en favor de los trabajadores, afectaban de forma negativa al mercado laboral al disminuir la demanda de trabajadores.

Los economistas neoclásicos, austriacos y monetaristas argumentaron durante la crisis en los años setenta que el modelo de crecimiento keynesiano había llegado a su fin, tales como

Robert Lucas, Friedrich Hayek y Milton Friedman. La asignación de recursos había sido ineficiente, el gasto de gobierno y los salarios en constante aumento llevaban a fuertes episodios inflacionarios en gran parte del mundo. La inflación a su vez entorpecía la racionalidad de los agentes para la asignación eficiente de recursos y el no detenerla impedía que la economía se recuperara de la crisis. Éstas condiciones habrían generado, además, la crisis de la deuda externa en los países de la periferia.

En respuesta, desde la década de los setenta comenzaron a realizarse diversas reformas que favorecían el liberalismo económico y al capital privado. Se desmantelaron muchos programas sociales, se privatizaron importantes empresas en manos del gobierno, se desreguló el movimiento de capitales, se cambió el régimen del tipo de cambio de fijo a flexible, se comenzó a utilizar la política monetaria de manera más frecuente y se le atribuyeron más ventajas que a la política fiscal. En 1982 tuvo lugar un gran aumento de la tasa de interés por parte de la Fed, liderada por Paul Volcker, que tenía como objetivo abatir la amenaza inflacionaria. Posteriormente el gobierno de Reagan realizaría una serie de reformas de libre mercado, las cuales serían catalogadas como el modelo neoliberal.

En conjunto con las políticas neoliberales, el adelanto tecnológico fomentó la movilidad de factores productivos y el comercio internacional. El Acuerdo General sobre Aranceles y Tarifas (GATT) pasó a formar la Organización Mundial de Comercio (OMC) en 1995, el Banco Mundial y el FMI adquirieron mayor autoridad para supervisar las políticas de las naciones y sus condiciones económicas, mientras que se fomentó la cooperación internacional en todo el mundo en diversos aspectos. Se daban importantes cambios hacia un mundo globalizado.

Con la globalización incrementaron los movimientos de capitales y la desregulación financiera. Como se mencionó en el primer capítulo, estos factores llevaron a una sucesión de crisis financieras en los países de la periferia durante la década de los noventa, pasando por la quiebra del LTCM y una máxima expresión en la crisis *dot/com*. Sin embargo, la intervención del Departamento del Tesoro y de la Reserva Federal de Alan Greenspan salvó la economía estadounidense del colapso. Aunque todo sería diferente en 2008.

La desregulación, los avances en tecnología y el desarrollo de las finanzas permitieron la creación de nuevos instrumentos de inversión, como la titularización y los derivados. Con ello se complejizaron los mercados financieros y se crearon toda clase de títulos. La consecuencia

fue una mayor dificultad para la regulación de las autoridades estadounidenses y la creación de la “banca a la sombra” (*shadow banking*), la cual se explicará en un apartado posterior.

Las políticas de liberalización del sistema financiero y fomento a la demanda de créditos al consumo e hipotecarios fueron implementadas desde el gobierno de James Carter hasta el de George W. Bush. Por otra parte, suele considerarse este cambio de política en favor del capital (y ya no de los trabajadores) como un resultado de la crisis de la estanflación y el ascenso del capital financiero al poderío político y económico:

Para meternos en esta depresión han hecho falta décadas de malas directrices políticas y malas ideas; malas políticas y malas ideas que (...) prosperaron porque durante mucho tiempo estuvieron funcionando bien, no para la economía en su conjunto, sino para un puñado de gente rica y con muchísima influencia. Y esas malas políticas e ideas han llegado a dominar nuestra cultura política y hacen que sea muy difícil variar el rumbo aun cuando nos enfrentamos a una catástrofe económica. Pero en el plano puramente económico, esta crisis no es difícil de resolver; podríamos recuperarnos rápido y con fuerza con solo encontrar la claridad intelectual y la voluntad política de actuar. (Krugman, 2012, p.34)

La última oración de esta cita de Paul Krugman refleja la idea keynesiana de que la crisis no es estructural, sino una consecuencia de la desregulación de mercados financieros, si bien existen algunas corrientes de pensamiento keynesiano que identifican un carácter estructural en la crisis.¹⁷ La crisis financiera se habría transmitido a la economía real a través de la caída en la oferta de capital, generando una caída en la inversión, empleo, consumo y en el crecimiento de toda la economía. Sin embargo, sería de esperarse que, tras el restablecimiento del sistema financiero, la economía real se recuperara rápidamente, pero el resultado no fue éste. Los años posteriores a la débil recuperación de 2010 han sido, más bien, de estancamiento económico. A este respecto argumentan los economistas keynesianos que es necesario restaurar la demanda efectiva de la economía, de manera que a través de incentivos al consumo pueda utilizarse el multiplicador keynesiano de la economía estadounidense para generar un mayor crecimiento.

¹⁷ En este sentido, la escuela de pensamiento post-keynesiana merece una mención especial. Autores de esta corriente, como Hyman Minsky, consideran que las crisis financieras son fenómenos inmersos en la estructura de la economía. Ello se debe a los procesos que llevan a la inestabilidad financiera, los cuales son identificados como parte del ciclo económico. Si bien en este trabajo no se aborda a profundidad el planteamiento de estos autores, sí se incluye la interpretación realizada por Krugman del análisis de Minsky, aunque, como se podrá observar más adelante, ello implica una contradicción considerable entre las posturas post- y neo-keynesianas.

Cabe señalar que el factor principal para el estallido de la crisis no fue la burbuja inmobiliaria per se, como podría malinterpretarse a través de las teorías de burbujas especulativas. “Aún si los precios de las viviendas no hubieran caído, muchos de los prestatarios hubieran sido incapaces de cumplir con el pago de sus hipotecas” (Blanchard, 2013, p. 185). Ello se debe al grado de inclusión de los agentes del sistema financiero y a las condiciones del mercado, las cuales generaban información asimétrica en él.

En cuanto al sector bancario es necesario apuntar que no se contaba con el capital necesario. Ello generaba problemas de solvencia, que se agravaron con problemas de liquidez, pues los pasivos bancarios eran mucho más líquidos que los activos. Cuando la crisis estalló, estos dos factores inmovilizaron al sistema bancario estadounidense.

Desde el inicio del siglo XXI los bancos incrementaron su apalancamiento en busca de obtener mayores ganancias. Ello implicó una mayor toma de riesgo por parte de estos agentes. De acuerdo con Blanchard (ibíd., p. 186), las razones para tomar más riesgos fueron: subestimar el riesgo que se tomaba, lo cual puede deberse a la exuberancia irracional que imperaba durante el auge de la burbuja inmobiliaria; los incentivos del sistema para tomar más riesgos sin tomar en cuenta la bancarrota, tales como la baja tasa de interés, el hecho de que la burbuja se diera en el mercado inmobiliario y el riesgo moral causado por las intervenciones del gobierno de EUA durante las crisis de los noventa en el resto del mundo y de principios de siglo; y, finalmente, las nuevas vías ideadas por los bancos para evitar las regulaciones gubernamentales, como fue el caso de los “vehículos de deuda estructurado” (SIV, *Structured Investment Vehicles*).

Los SIV funcionaban como un banco virtual dentro de la contabilidad de los bancos reales. En el lado de los pasivos mantenía préstamos a corto plazo de los inversionistas, mientras que del lado de los activos registraba diferentes títulos de plazos mayores. El *spread* de crédito de estos instrumentos (el diferencial entre las tasas de ambos instrumentos) era registrado como un beneficio para los bancos: prestaba a corto plazo y cobraba a largo plazo. Con ello podían aumentar su apalancamiento a niveles mayores a los permitidos por las regulaciones. El problema apareció cuando cayeron los precios de las viviendas y, con ello, los valores de los títulos como los MBS. Al observar esto, los inversionistas tuvieron fuertes dudas acerca de los SIV, pues todo apuntaba a que eran insolventes. Este sistema de banca a la sombra, que había permitido un alto apalancamiento a los bancos, fue una de las vías por las que la crisis se

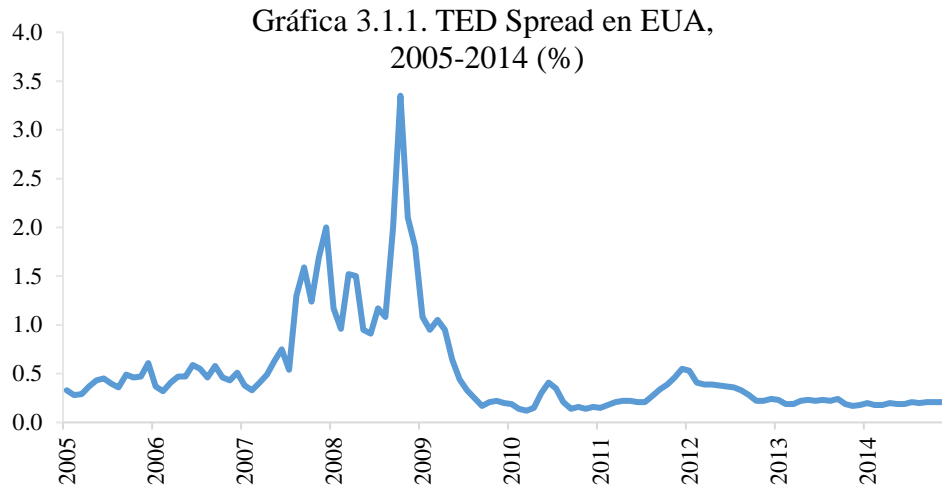
propagó con más fuerza. Se creía que los ABS eran activos seguros, por diversificar su riesgo y por contar con seguros si su valor caía (como los CDS), sin embargo, las aseguradoras no contaban con los recursos necesarios para cubrir todos los *swaps* otorgados. El desenlace puede ilustrarse con la quiebra de AIG, posteriormente salvada por el gobierno de EUA.

Lo que quedó claro en 2008 (...) fue que la banca a la sombra planteaba los mismos riesgos que la banca convencional. Al igual que las instituciones de depósito, tienen un apalancamiento alto; al igual que la banca convencional, pueden derrumbarse por efecto de un pánico autorrealizante. Así, cuando la banca paralela acrecentó su importancia, se la debería haber sometido a regulaciones similares a las que regían entre los bancos tradicionales. (Krugman, 2012, p.74)

Por otra parte, los bancos realizaban grandes operaciones de financiamiento interbancario (*wholesale funding*), lo cual vulneraba la totalidad del sistema. Esta condición generó un alto grado de dependencia entre los bancos, por lo cual, tras el estallido de la crisis, si algún banco no contaba con fondos suficientes para pagar sus préstamos, recurría a la venta de sus activos, generando una caída mayor en los precios. Este mecanismo es el explicado por el ciclo deuda-deflación de Fisher. Si aún tras la venta de activos los bancos no lograban cumplir sus obligaciones, los bancos que no recibieron los pagos corrían el riesgo de quebrar, generando una reacción en cadena.

Con el estallido de la crisis en septiembre de 2008, marcado por la quiebra de Lehman Brothers, el sistema percibió que cualquier banco corría el mismo riesgo. Ello se tradujo en un aumento del riesgo percibido por los bancos. El riesgo de prestar a otros bancos es medido por el TED Spread, el cual es la diferencia entre la tasa LIBOR (*London Interbank Offered Rate*) y la tasa de los bonos del tesoro a tres meses (*T-bills*). Como puede observarse en la Gráfica 3.1.1, el Ted Spread llegó a un 3.35% en octubre de 2008, un mes después de la quiebra de Lehman Brothers. En periodos de condiciones normales en la economía el TED Spread se ubica por debajo de 0.50%. Tras el punto máximo las políticas llevadas a cabo por la Reserva Federal dieron certidumbre al mercado interbancario, disminuyendo el riesgo a niveles previos a la crisis durante la segunda mitad de 2009.

El sistema financiero se había paralizado: los bancos dejaron drásticamente de prestarse entre ellos o a cualquier otro. Rápidamente, lo que había sido en gran parte una crisis financiera se convirtió en una crisis macroeconómica. (Blanchard, 2013, p.189)



Fuente: Banco de la Reserva Federal de St. Louis.

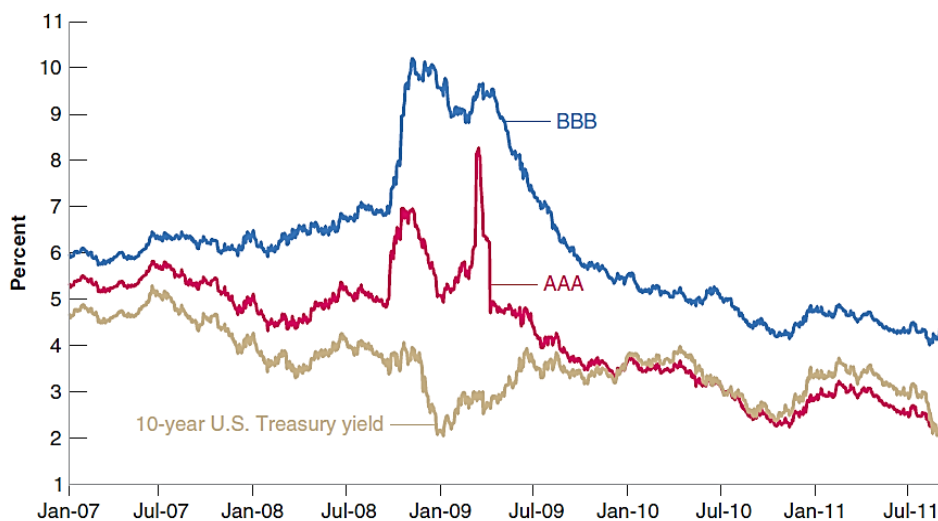
El aumento del riesgo en el mercado de crédito, llevó a una caída en la oferta de fondos prestables, haciendo que los pocos créditos ofrecidos se otorgaran a una alta tasa de interés. En la Gráfica 3.1.2 se muestran los rendimientos de los bonos del tesoro y los bonos corporativos AAA y BBB a 10 años.

En términos de riesgo, los bonos del tesoro son los más seguros del mercado, seguidos de los bonos corporativos AAA, y pasando por los BBB. El rendimiento se encuentra en función directa al grado del riesgo, por lo que los bonos corporativos BBB tienen un mayor rendimiento al de los bonos AAA, y éstos, a su vez, tienen un mayor rendimiento que los bonos de gobierno.¹⁸

En condiciones normales las tendencias de los rendimientos de estos tres bonos coinciden, además de no haber mucha diferencia entre ellos. Sin embargo, durante la crisis de 2008, a pesar de que la Reserva Federal disminuyó las tasas de interés de los bonos del Tesoro, fue más costoso para las empresas pedir prestado a través de estos bonos. Los altos costos de los préstamos hicieron imposible el financiamiento para algunas empresas, disminuyendo el nivel de inversión de la economía. Esta situación terminaría por mermar la confianza de los inversionistas y los consumidores en la economía.

¹⁸ Estas calificaciones son otorgadas por las calificadoras financieras, basadas en la liquidez y solvencia de los emisores de deuda, por lo que miden el riesgo de impago de la deuda.

Gráfica 3.1.2. Rendimientos de Bonos de la Tesorería del Gobierno de EUA, Bonos Corporativos AAA y BBB a 10 años, 2007-2011¹⁹



Para Krugman, el mecanismo del estallido de la crisis de 2008 puede explicarse mediante dos teorías: la teoría del momento Minsky y la del ciclo deuda-deflación de Fisher. El momento Minsky consiste en el proceso desarrollado por una economía en aparente estabilidad y auge, en el cual el riesgo de impago es subestimado, por lo que aumentan la oferta y demanda de deuda. Este factor se vio reflejado en el aumento del apalancamiento bancario previo a 2008. Sin embargo, esta teoría implica que las crisis financieras no son causadas por factores externos, sino por la dinámica cíclica inherente al sistema. En el auge incrementa el nivel de deuda e inversión, así como el nivel de especulación en un activo determinado, hasta que la burbuja revienta y la crisis estalla.

Una vez que los niveles de deuda son suficientemente elevados, cualquier cosa puede activar el momento Minsky, ya sea una recesión normal y corriente, el estallido de una burbuja inmobiliaria, etc. La causa inmediata tiene poca importancia; lo importante es que los prestatarios descubren de nuevo los riesgos de la deuda, los deudores se ven obligados a iniciar el desapalancamiento y empieza la espiral deflación-deuda de Fisher. (Krugman, 2012, p.58)

Como puede observarse, la explicación de Krugman logra reconciliar la teoría de Minsky, compatible con la teoría de especulación de Shiller, con la teoría de Fisher y la economía keynesiana. Sin embargo, el problema del razonamiento de Krugman reside en una fuerte

¹⁹ Blanchard, Olivier y Johnson, David R. (2013). "The Crisis" en *Macroeconomics*, Pearson, 6ta edición, Estados Unidos, p. 190.

contradicción. A pesar de que Minsky sí plantea a las crisis financieras como un fenómeno inherente y causado por la misma dinámica del sistema, al igual que Shiller, Krugman cree que la crisis económica fue causada por un factor externo, siendo éste la crisis financiera, causada a su vez por la desregulación y las políticas del presidente Bush en favor de los créditos hipotecarios.

Por otro lado, algunos economistas se han dado a la tarea de determinar no sólo los causantes de la crisis económica, sino también los de la debacle financiera. Para ello analizan las tendencias históricas de las variables macroeconómicas que influían en el sector financiero, haciendo especial énfasis en el nivel de empleo y los salarios.

La tesis principal de estas explicaciones afirma que la caída en los ingresos de las familias desde los años ochenta, así como la caída y desaceleración en el crecimiento de los salarios y el nivel de empleo, llevaron a un aumento de demanda de créditos para el consumo y de la vivienda. En conjunto con la desregulación financiera y el aumento del ahorro en la economía estadounidense, este aumento en la demanda de créditos llevó a la flexibilización de los bancos y a un aumento en la oferta de créditos. Las familias buscaban mantener el nivel de vida previo a la caída de los ingresos por medio de la contratación de deuda.

Como se ha mostrado previamente, algunos autores encuentran el origen de estas tendencias macroeconómicas en la adopción del llamado modelo neoliberal. Según Héctor Guillén Romo, los tres pilares del modelo son la financiarización, desregulación y mundialización (2015, p.34). De este modo, la mundialización llevó a las empresas a establecer diferentes plantas productivas en los países que ofrecieran bajos costos salariales y/o en la compra de insumos. Ello generó desempleo en algunos países y fomento a los bajos salarios en los otros. A su vez, los mercados laborales tuvieron procesos de desregulación basados en el desmantelamiento de los sindicatos y la llamada “flexibilización” laboral, mientras que la desregulación de los mercados financieros permitió el aumento en el otorgamiento de créditos. De esta manera, productores y consumidores se veían atraídos, y en muchos casos orillados, por la contratación de préstamos, concretándose numerosos procesos de financiarización.

Con el fin de incentivar la inversión y de detener el crecimiento de la inflación tras la crisis de la estanflación se llevó a cabo una reducción en los salarios, el empleo y la capacidad negociadora de los trabajadores, por medio del desmantelamiento de sindicatos y por las presiones generadas en el renovado mercado laboral. Con ello se pretendía aumentar las

ganancias de los empresarios, haciendo más atractiva la inversión. Sin embargo, esta medida generó una fuerte caída en el ingreso de los trabajadores, disminuyendo a su vez el nivel de demanda efectiva. “Se podría suponer lógicamente que el estancamiento o declive del salario real generaría tendencias de crisis en la economía, al constreñir el gasto del consumo global”, pero la respuesta al problema fue el incremento de las horas de trabajo y el número de empleos por hogar. Además, gracias al servicio de la deuda el consumo tuvo un mayor aumento que el de la renta nacional, “con un crecimiento del gasto en consumo individual respecto al PIB del 67% al 70%” entre 1994 y 2004 (Foster y Magdoff, 2006, p.42).

Con el crecimiento de la deuda los impagos serían inminentes, pues la financiación no podía continuar indefinidamente. Al crédito al consumo se sumó el aumento de los créditos hipotecarios, generándose el auge inmobiliario de 2003-2006, pero cuyas bases iniciaron en los años noventa. A su vez se utilizaron las viviendas recién adquiridas para usarse como garantía para la contratación de nueva deuda. “La deuda garantizada con vivienda ha seguido disparándose: entre 1998 y 2001 el importe medio se incrementó en un 3.8%, sin embargo, entre 2001 y 2004, ¡ascendió un sorprendente 27.3%!” (ibíd., p. 48). Los resultados encontrados por Foster y Magdoff con este respecto muestran un gran aumento del uso de la vivienda como garantía para la adquisición de nuevos créditos, más aún si se considera que para el año de 2006, el incremento sería aún mayor. El problema se haría aún más grande con el aumento de los créditos *subprime*, que eran otorgados a personas con un mal historial crediticio o incluso sin él. Por si resultara poco, el uso de estas garantías tuvo como consecuencia la caída inevitable del precio de las viviendas, cuando los deudores se vieron incapaces de cumplir con sus obligaciones.

Además de los créditos hipotecarios hubo un importante incremento en la deuda por tarjetas de crédito y en los préstamos a plazos, tales como aquéllos otorgados para la compra de automóviles y créditos estudiantiles. En el primer caso, Foster y Magdoff encontraron que casi dos tercios de los titulares pagaban intereses por pagos atrasados, “con un saldo medio de deuda por titular de tarjeta de 4956 dólares a finales de 2005”. Mientras que en el segundo caso “el importe medio adeudado en estos tipos de préstamos creció en un 18.2%” (ibíd., pp.50-51).

A estos tres tipos de deuda se sumó el cambio de tasas de interés manejados por los bancos, cambiando de fijas a variables cuando la Fed estaba a punto de subir las tasas en 2006, año en que los precios de las viviendas llegaron a su punto máximo. Cabe mencionar que en este

auge inmobiliario y financiero existió una conjugación entre el aumento de la desigualdad y la contratación de deuda:

El hecho de que todo esto esté ocurriendo en un momento con desigualdades en la renta y la riqueza cada vez mayores, y los salarios y la renta reales estancados o en descenso para la mayoría, deja pocas dudas de que su impulso principal ha sido la necesidad, a medida que las familias intentan mantener sus niveles de vida. (ibíd., p.52)

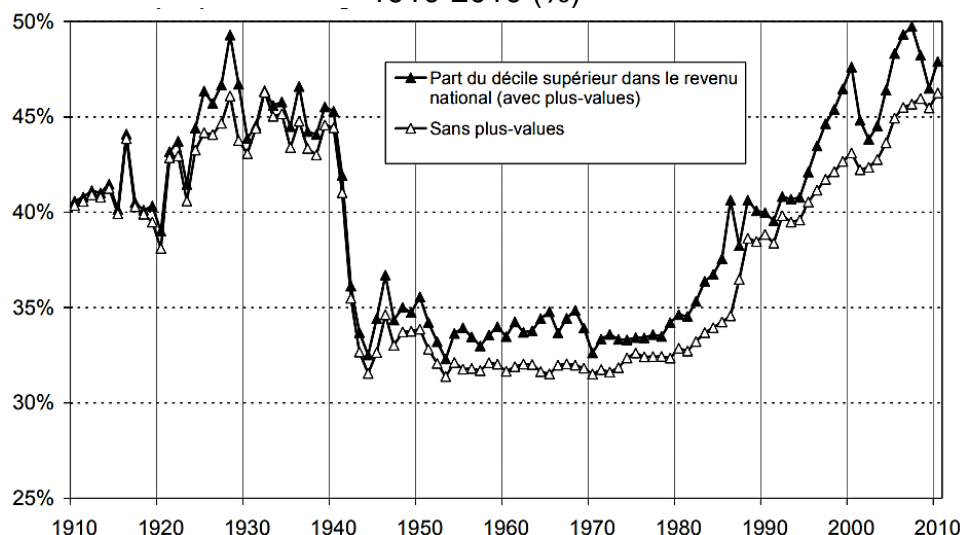
Thomas Piketty ha realizado importantes estudios empíricos sobre la desigualdad a lo largo del tiempo y en diferentes países. Con respecto a EUA, sus resultados muestran que a lo largo del siglo XX la desigualdad en el país ha superado la de Europa y que para 2010, los niveles son mayores a los del viejo continente a principios del siglo pasado. Además, se remarca el hecho de que, durante los últimos cien años, EUA ha creado un importante grupo de “superejecutivos” con altísimos salarios.

En la Gráfica 3.1.3 se muestra la evolución de la desigualdad en los ingresos en EUA desde 1910 hasta 2010, utilizando la participación del decil superior en el ingreso nacional. Puede observarse que existen dos puntos cumbre en la desigualdad del periodo, correspondientes a los años de 1928 y 2007, años previos a los estallidos de las dos más grandes crisis financieras en el país.

Asimismo, se observa una gran reducción en la desigualdad durante los años posteriores a la Segunda Guerra Mundial y hasta la década de los ochenta, periodo en que el decil superior obtenía menos del 35% del ingreso nacional. Desde entonces la desigualdad ha venido incrementándose a pasos agigantados hasta 2010, alcanzándose en 2007 una participación del decil superior del 50%. Además, tomando en cuenta la participación del decil superior en los ingresos nacionales incluyendo las ganancias de capital, es evidente que la desigualdad disminuye tras caídas en el sistema financiero, como en el caso de 1929, 2001 y 2008.

Sin embargo, al excluir las ganancias de capital, la caída en la participación no es tan grande y la recuperación es más rápida. A pesar de que tras las crisis económicas la desigualdad disminuya, la tendencia de la serie sin ganancias de capital no se modifica, lo que permite identificar “el carácter estructural del aumento de la desigualdad estadounidense” (Piketty, 2013, p. 322).

Gráfica 3.1.3. Desigualdad en los ingresos en los EUA, 1910-2010 (%)²⁰



A través de este análisis el autor llega a la conclusión de que:

no hay que contar con la crisis financiera como tal para poner fin al alza estructural de la desigualdad estadounidense (...), en lo inmediato un colapso bursátil lleva a desacelerar el alza en la desigualdad, al igual que una expansión tiende a acelerarla. (ibíd., p.323)

Esta aseveración es consistente con la evidencia mostrada en la gráfica anterior, ya que desde los años veinte y hasta el estallido de la Segunda Guerra Mundial hubo una participación del decil superior entre el 40% y 50%. Durante los “treinta gloriosos”, periodo en que el sistema financiero se encontraba fuertemente regulado, la desigualdad permanece en los niveles más bajos de la historia del país, para volver a aumentar a medida que los avances tecnológicos y la desregulación en los mercados fomentaban las inversiones bursátiles. Esta relación de la desigualdad con la dinámica económica es consistente con las teorías de la crisis causada por el subconsumo, pues al llegar la desigualdad en los ingresos a cierto nivel máximo correspondiente con las capacidades estructurales de la economía, aparecen las crisis. Con la recuperación no ocurre otra cosa sino el restablecimiento del aumento de la desigualdad, para llevar nuevamente a la crisis, a menos que se tomen medidas al respecto.

Piketty concuerda con las teorías que afirman que el sobreendeudamiento de los hogares contribuyó al debilitamiento del sistema financiero, sin embargo, no considera la desigualdad

²⁰ Se utiliza la participación del decil superior en los ingresos totales, incluyendo las ganancias de capital y excluyéndolas. Piketty, Thomas (2013). *El Capital en el Siglo XXI*. Fondo de Cultura Económica, México, 2015, p.319.

como “la causa única —o incluso principal— de la crisis financiera de 2008, y en particular de la inestabilidad crónica del sistema financiero internacional” (ibíd., p.326), dando más importancia al alza estructural de la relación capital/ingreso.

Por otra parte, agrega que el aumento de demanda de deuda se vio acompañado por el aumento de oferta por parte del sistema bancario gracias al aumento del ahorro en la economía estadounidense. El incremento de la participación del decil superior en el ingreso total a máximos históricos llevó a este grupo social a aumentar el ahorro. Este argumento coloca a los ahorradores internos en el centro de este fenómeno, en oposición a las teorías que culpan al ahorro chino por todos los recursos con que contaba el sistema financiero estadounidense, mencionando que “los desequilibrios internos de la sociedad estadounidenses son cuatro veces más importantes que los internacionales” (ibíd., pp. 325-326).

La versión más aceptada entre los economistas es que la crisis fue causada por el desplome financiero. Debido a ello se pensó que, si se reestablecían los mercados y se imponían regulaciones previamente levantadas, la economía podría recuperarse. Además, dada la preferencia de los políticos por la política monetaria, debida a su rapidez y facilidad de implementación, se realizaron políticas monetarias expansivas. El resultado fueron los rescates a grandes instituciones financieras, el Programa de Ayuda para Activos Problemáticos (*Trouble Assets Relief Program-TARP*), los *Quantitative Easing* (QE) y las constantes disminuciones en la tasa de interés de la Reserva Federal, hasta alcanzar niveles cercanos a cero.

Como ya se ha mencionado, estas acciones no lograron repuntar la economía estadounidense, aunque sí evitaron que continuara cayendo. La nueva realidad mostraba un débil crecimiento, caracterizado algunas veces como estancamiento, bajo nivel de empleo, bajas tasas de interés y baja inflación. A partir de estos acontecimientos se desarrollaron dos posibles explicaciones: la economía estadounidense se encuentra en una trampa de liquidez, por lo que la política monetaria es inútil, además de ser necesario impulsar la demanda efectiva a través de la política fiscal; la otra explicación asegura que la economía se encuentra en una etapa de estancamiento secular, la cual consiste en una situación que conjuga tasas de interés reales negativas, niveles de inflación inferiores al objetivo y bajo crecimiento económico, haciendo hincapié en la importancia de la movilidad internacional de capitales como medio de propagación de la crisis. Ambas explicaciones parten de la escuela keynesiana, pero llegan a conclusiones totalmente opuestas, las cuales serán analizadas en los siguientes apartados.

3.2. Crisis, demanda efectiva, trampa de liquidez y deuda de gobierno

Tras la recuperación de la recesión algunos economistas celebraron los alcances de la política económica estadounidense, sin embargo, otros cuestionaron la recuperación. El débil crecimiento que siguió al año de 2010 y la falta de empleo en EUA llevaron a algunos economistas a pensar que los problemas apenas estaban por empezar. Para Krugman no sólo se trató de una fuerte recesión, sino de una depresión. La cuestión de análisis ya no eran las causas de la crisis, sino la identificación de los problemas y las políticas que podrían solucionarlos, sin embargo, como se mencionó al final del apartado anterior, la explicación de las causas tiene una gran influencia en la implementación de políticas económicas.

Continuando con la visión de la crisis causada por el desplome financiero, el problema es expuesto de la siguiente manera:

La cuestión es que el problema no se encuentra en el motor económico, que sigue siendo tan potente como siempre. Al contrario, estamos hablando de algo que es básicamente un problema técnico, un problema de organización y coordinación, un «lío de proporciones colosales», como decía Keynes. Resolvamos este problema técnico y la economía recuperará su rugiente vitalidad. (Krugman, 2012, p.32)

Como puede observarse, para Krugman el problema no se encuentra en el “motor económico”, sino en una falla “técnica”. Con ello pretende explicar que no existen problemas en el apartado productivo, pues las causas de la crisis no fueron por carencias en materias primas o una merma en las condiciones óptimas para la producción. El problema es que hubo una gran caída en el sector financiero, llevando a una caída en la oferta de créditos y a la recesión. Posteriormente las expectativas de los consumidores se verían desfavorecidas y se darían a la tarea de liquidar sus deudas, en vez de seguir consumiendo. Por lo anterior, se trataría de una cuestión de demanda: si se lograra estimular fuertemente la demanda efectiva, se lograría impulsar la economía estadounidense.

Para estimular la demanda en el mercado de bienes el gobierno recurre a dos tipos de políticas económicas: política monetaria y fiscal. Como se mencionó antes, la política monetaria fue más utilizada durante la crisis. La política monetaria trata de influir en el mercado de dinero, y con ello en la liquidez de los agentes económicos, mientras que la política fiscal opera a través del gasto de gobierno, los impuestos y las transferencias con el fin de modificar los ingresos de los agentes, y con ello la demanda de bienes.

Para Blanchard existen límites para ambos tipos de políticas, y éstos han sido alcanzados durante la crisis (2013, p.183). El límite de la política monetaria es su tasa de interés de referencia en niveles cercanos a cero, pues al llegar a este punto, las tasas de interés no pueden disminuirse en mayor medida. Por otra parte, el límite de la política fiscal está dado por el nivel de deuda de gobierno.

A partir de esta premisa, y a partir de los eventos ocurridos durante la crisis, este autor realiza un análisis utilizando el modelo IS-LM, modelo elaborado por John Hicks en 1937 a partir de las ideas de Keynes y la escuela neoclásica. Este modelo caracteriza una economía en equilibrio cuando tanto el mercado de bienes como el de dinero se encuentran en equilibrio. La curva IS (*investment-saving*) representa la relación del ingreso y la tasa de interés cuando el mercado de bienes está en equilibrio, mientras que la curva LM (*liquidity-money*) muestra esta relación cuando el mercado de dinero está en equilibrio.

Las variables de la IS están determinadas por la función de la demanda agregada, siendo éstas: consumo, inversión, gasto de gobierno y exportaciones netas. Los cambios en estas variables desplazan la curva IS, mientras que los parámetros del consumo e inversión cambian su pendiente. La pendiente de esta curva es negativa, pues a medida que la tasa de interés disminuye, aumenta la demanda de bienes, ya que disminuyen los costos para la inversión. De acuerdo con Blanchard, “los altos costos de los préstamos, menores precios de las acciones” y “la caída en la demanda de bienes” tuvieron como consecuencia un “fuerte desplazamiento adverso en la curva IS” (2013, p.191). Es decir, estos factores movieron la IS hacia la izquierda con el estallido de la crisis financiera, generando un nuevo equilibrio con un nivel de producto menor.

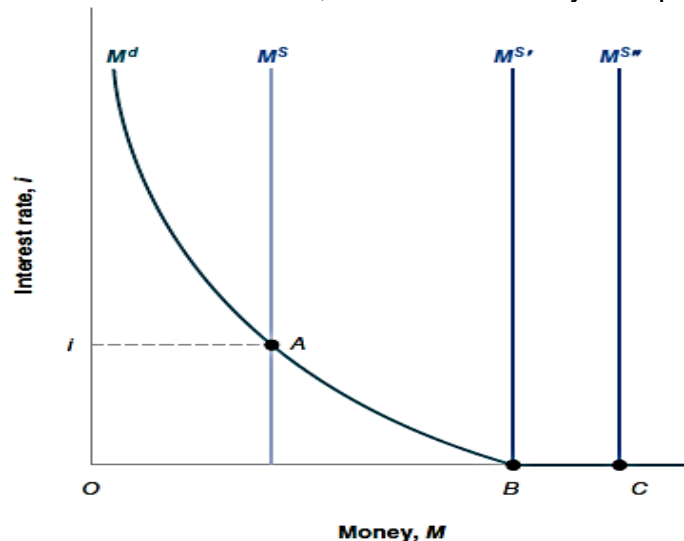
Por otra parte, la curva LM es el resultado del equilibrio entre la oferta y demanda de dinero. Se considera que la oferta de dinero es constante y es manipulada por el banco central a través de operaciones de mercado abierto, mientras que la demanda de dinero depende en relación directa del ingreso y en relación inversa de la tasa de interés. A medida que el ingreso aumenta, los agentes demandan más dinero en forma líquida, en oposición a los bonos, con el fin de realizar más transacciones; mientras que a medida que aumenta la tasa de interés disminuye la demanda de dinero, pues se prefiere adquirir bonos a tener liquidez. Por lo anterior, la demanda de dinero tiene pendiente negativa en el espacio dinero-tasa de interés, siendo la oferta de dinero una recta vertical. Mientras que la curva LM tiene pendiente positiva (en el

espacio producto-tasa de interés), pues al aumentar el nivel de ingreso, cae la demanda de bonos, aumentando a la vez su tasa de interés.

Mientras mayor sea la oferta de dinero, determinada por el banco central, menor será la tasa de interés, incentivando la inversión y, con ello, el nivel del producto. La relación negativa entre la tasa de interés y la demanda de dinero es mostrada en la Gráfica 3.2.1, así mismo se muestra la oferta de dinero constante determinada por el banco central. Existe un momento en que la tasa de interés llega a un punto mínimo en que los aumentos en la oferta monetaria no hacen que disminuya, pues en este nivel los agentes son indiferentes entre tener su dinero en forma líquida o en forma de bonos. Esta situación es conocido como trampa de liquidez e implica la inutilidad de la política monetaria expansiva para incentivar la demanda de bienes vía tasa de interés.

En la Gráfica 3.2.1 el punto en que hay trampa de liquidez es cuando la tasa de interés llega a su mínimo, es decir, cero (el cual se alcanza desde el punto B e implica una LM horizontal desde este punto). Esta situación fue a la que se enfrentó EUA durante la crisis de 2008, cuando la Fed llegó a una tasa de interés mínima cercana a cero sin una mejoría importante en el nivel de producto.

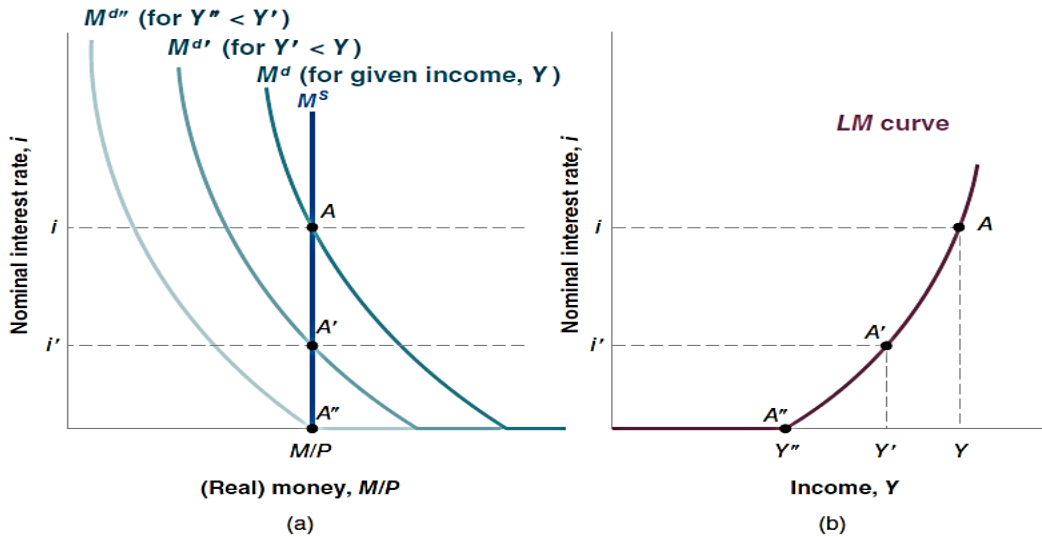
Gráfica 3.2.1. Demanda de dinero, oferta de dinero y trampa de liquidez.²¹



²¹ Blanchard, Olivier y Johnson, David R. (2013). "The Crisis" en Macroeconomics, Pearson, 6ta edición, Estados Unidos, p. 193.

En la Gráfica 3.2.2 se muestra la formación de la curva LM a partir del equilibrio en el mercado de activos. “Para valores de ingreso mayores a Y' , tiene pendiente positiva. (...) Para valores de ingreso menores a Y' , es plana en $i = 0$. Intuitivamente: la tasa de interés no puede ser menor a cero.” (Blanchard, 2013, p.194).

Gráfica 3.2.2. Formación de la curva LM en presencia de trampa de liquidez²²



En la siguiente gráfica se muestra el modelo en presencia de trampa de liquidez. Partiendo del equilibrio en ambos mercados, caracterizado por la intersección de las curvas IS y LM (representado por el punto A), al aumentar la oferta de dinero, la curva LM es desplazada hasta la posición LM' . El resultado es un nuevo equilibrio (punto B) con una tasa de interés menor y un aumento en el nivel de producto.

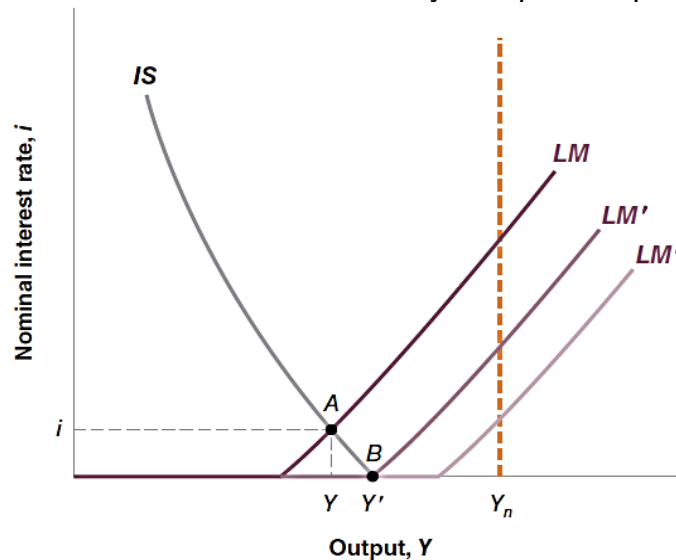
El aumento de la oferta monetaria a través de la adquisición de bonos por parte del gobierno disminuyó la tasa de interés, incentivando la inversión y aumentando el nivel del producto y, con ello, el ingreso. Ello genera un aumento en el consumo marginal (la parte del consumo que depende del nivel de ingreso), que a su vez aumentará el nivel de producto de nuevo, repitiéndose este mecanismo en menores proporciones. Este proceso es conocido como el “multiplicador keynesiano”.

Sin embargo, si el banco central decide realizar una nueva política monetaria expansiva, la tasa de interés no podría disminuir más, pues en el punto B ya es igual a cero. Si se realiza otra política de este tipo, se desplazaría la LM' hasta la curva LM'' . El nuevo equilibrio se encontraría

²² *Ibíd.*, p. 194.

en el mismo punto que con la expansión anterior, es decir, en el punto B, pues la economía se encontraría en una trampa de liquidez. En esta situación, no sólo la política monetaria convencional es incapaz de disminuir la tasa de interés, sino que mucho menos puede hacer que el nivel de producto aumente, haciendo a este tipo de política inútil.

Gráfica 3.2.3. Modelo IS-LM y trampa de liquidez²³



Durante la crisis, la Reserva Federal cayó en la trampa de liquidez en el año de 2009, tras haber disminuido la *Fed funds rate* de 5.02% a 1.92% de 2007 a 2008. Desde el año 2009 hasta 2015, la tasa de referencia sería de alrededor de 0.1% (Gráfica 1.2.13). Tras haber agotado la política monetaria convencional, la Fed decidió llevar a cabo una política no convencional, conocida como “flexibilización cuantitativa” (*quantitative easing*-QE).

La política monetaria convencional consiste en las operaciones de mercado abierto mencionadas anteriormente. En el caso de EUA, la Reserva Federal adquiere bonos del Tesoro a corto plazo. Sin embargo, la Fed podría adquirir otros tipos de activos, tales como hipotecas, préstamos bancarios, deuda privada o bonos del Tesoro a largo plazo. El resultado sería la caída en las tasas de interés de dichos activos, lo cual puede ayudar a incrementar la demanda.

Este tipo de operaciones son conocidas como “flexibilización cuantitativa”, y fue la respuesta de la Reserva Federal cuando la economía estadounidense cayó en la trampa de liquidez. Además de ser una vía de acción cuando la política convencional es inefectiva, ayuda a que una economía, cuyo nivel de inflación se encuentra por debajo del objetivo, pueda enfrentar

²³ *Ibíd.* p. 195.

situaciones deflacionarias. Por esta razón, los QE pueden llegar a ser inflacionarios, cuando el nivel general de precios supera el objetivo marcado por el banco central.

A pesar del miedo a la inflación albergado en políticos y economistas, los QE no resultaron inflacionarios, pero su alcance fue limitado. Aunque es posible que hayan contribuido a interrumpir el ciclo deuda-deflación y, con ello, el empeoramiento de las condiciones económicas. Krugman ha sido un gran crítico de las acciones de Ben Bernanke en la Reserva Federal, aseverando que:

se ha limitado a poner en práctica la citada «flexibilización cuantitativa»; pero lo ha hecho con suma cautela, solo en los momentos en los que la economía parecía especialmente débil, e interrumpiéndose cada vez que las noticias mejoraban un tanto. (2012, p.231)

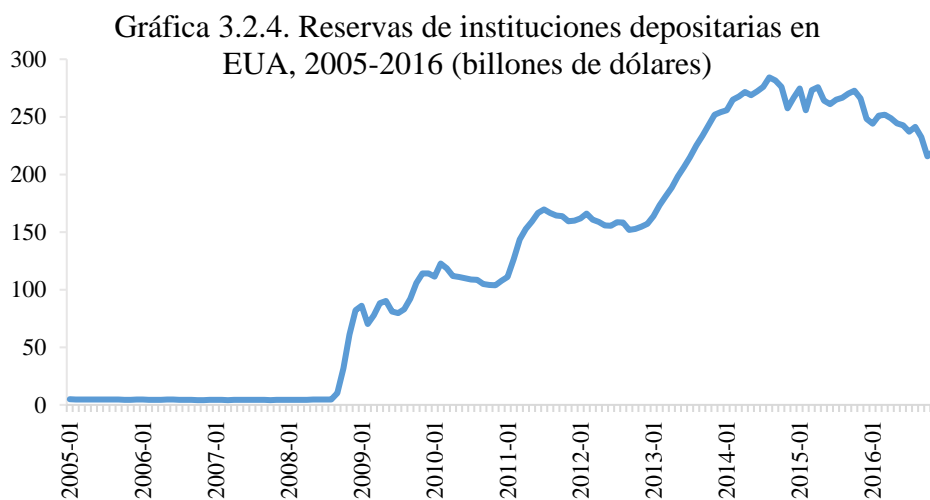
A pesar de que la Reserva Federal adquirió activos no convencionales de los bancos, ello no se vio reflejado en un aumento de demanda. La Fed pagaba estos activos a los bancos con créditos en sus cuentas de reserva. Se espera que con estos créditos los bancos otorguen, a su vez, préstamos a los agentes económicos. Sin embargo, los balances de reserva con los bancos de la Fed han incrementado fuertemente desde el colapso de Lehman Brothers, “lo que no es sino otra forma de decir que las grandes sumas «impresas» por la Reserva no han ido, de hecho, a ninguna parte.” (Krugman, 2012, p.168). Si bien la implementación de los QE ayudó al saneamiento de los balances de la banca privada.

En la Gráfica 3.2.4 puede observarse cómo las reservas de los bancos de la Reserva Federal tuvieron un gran aumento tras el estallido de la crisis en 2008. Después de este punto las reservas volvieron a aumentar en dos ocasiones, en 2011 y 2013. Estos tres eventos coinciden con los tres QE realizados por la Fed en 2008 (QE1), 2011 (QE2) y 2013 (QE3). El nivel máximo de las reservas llegó en septiembre de 2014, tras el cual han ido disminuyendo hasta 2016.

La implementación de los QE ayudó a la economía de EUA a impedir corridas bancarias y mermas en la confianza de los agentes en el sistema financiero. Se trató de una parte del proceso para sanear el sistema financiero estadounidense, retirando activos tóxicos mantenidos por los bancos. Aunque no fuera una política efectiva para aumentar el nivel de producto, sí ayudó a evitar un colapso mayor en los mercados.

Con la política monetaria inhabilitada para impulsar la demanda en la economía estadounidense, la respuesta lógica sería la instrumentación de la política fiscal. Este tipo de política económica, al igual que la política monetaria, tiene un límite: la deuda de gobierno. La

finalidad de la política fiscal es impulsar la demanda de bienes y servicios a través del gasto de gobierno, transferencias o disminuciones de impuestos. Por lo anterior, puede ser considerada como una búsqueda por sustituir la falta de gasto de los agentes privados, por gasto público. El problema es que los recursos del gasto de gobierno tienen que proceder de algún lugar, pues, a menos que se trate de un programa en el cual opere también el banco central, mediante esta política no se puede emitir dinero. Es por ello que el gobierno debe incurrir en déficits, siendo éstos financiados por deuda.



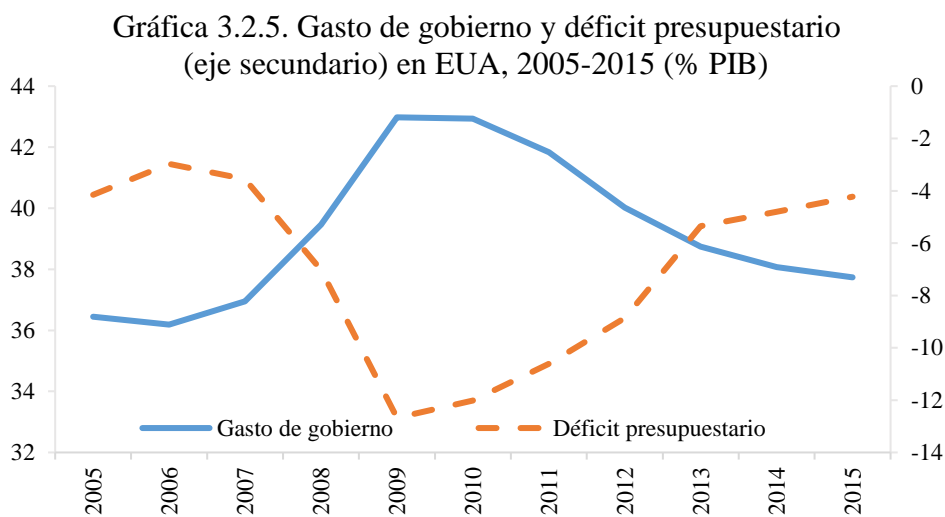
Fuente: Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal.

Lo que se espera al implementar políticas fiscales es que el estímulo haga que la economía se recupere rápidamente, permitiendo que el gobierno pueda recibir más impuestos, impulsados por el crecimiento en la producción. Con esos recursos pueden pagarse los déficits pasados hasta normalizar las finanzas públicas. Pero si la economía no presenta ninguna recuperación, el gobierno continuará realizando déficits presupuestarios, aumentando cada vez más su nivel de deuda. Cuando los plazos de la deuda de gobierno culminan y el gobierno no es capaz de pagar su deuda, los inversionistas generan malas expectativas sobre la situación, “demandando tasas de interés más altas en los bonos de gobierno” (Blanchard, 2013, p.196).

La política fiscal se basó en la implementación de la Ley de Recuperación y Reinversión de Estados Unidos (ARRA) en 2009. El estímulo consistió en una reducción de impuestos y aumento del gasto de gobierno, generando una suma de \$780 000 millones, con el fin de incrementar la demanda y evitar que la recesión continuara.

Como puede observarse en la Gráfica 3.2.5, el año de 2009 presenció un gran aumento en el gasto de gobierno, el cual venía aumentando desde 2006. Sin embargo, tras mantener un gasto cercano al 43% con respecto al PIB durante 2009-2010, con la recuperación de la recesión el gasto ha disminuido progresivamente hasta alcanzar el nivel de 37.7% en 2015.

En forma inversa, el déficit llegó a un máximo de 12.6% con respecto al PIB en el año de 2009, aunque éste ha reducido hasta alcanzar un nivel de 4% en 2015, similar al que se tenía en 2005 previo al estallido de la crisis. Cabe mencionar que ambas medidas, al estar relacionadas con el PIB, tienen una evolución que corresponde a efectos mecánicos durante la crisis. Al disminuir el PIB durante la crisis, la participación de ambas variables es mayor, sin mencionar que el déficit aumenta durante la crisis debido a una menor recaudación de impuestos y a un mayor gasto en programas de desempleo. Lo anterior dificulta la medición del impacto del ARRA, por lo que algunos economistas creen que éste fue muy limitado e insuficiente para la gravedad de la crisis.



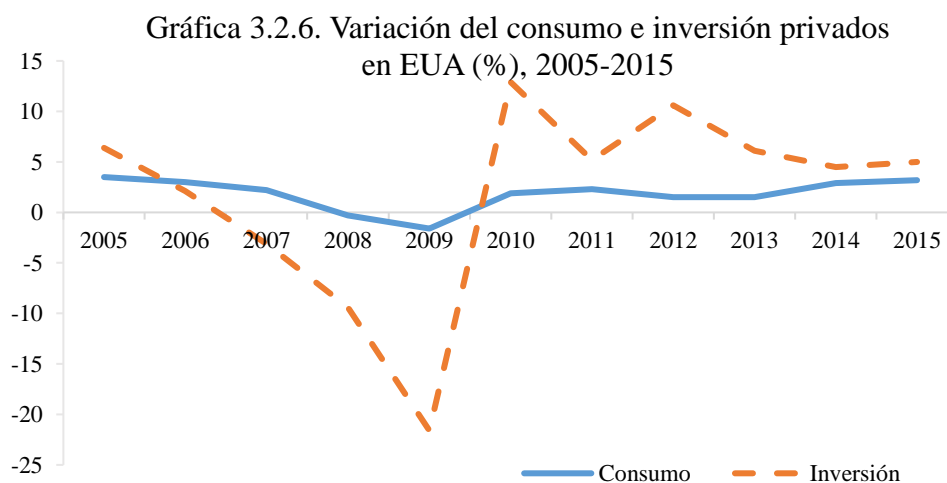
Fuente: Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE).

Economistas como Paul Krugman y Joseph Stiglitz criticaron el ARRA por considerarlo insuficiente para las condiciones económicas de la crisis. Ello se debe a que el estímulo, a pesar de ser uno de los más grandes de la historia de EUA, resultaba muy pequeño en comparación con la caída de la demanda, además de que su composición no era la esperada para un aumento en la demanda:

Casi el 40 por ciento del total constaba de recortes impositivos, aunque a la hora de estimular la demanda, y en comparación con un incremento real en el gasto de gobierno, probablemente su eficacia era de la mitad (o menos). (...)

Solo una parte significativamente reducida se refería a la clase de gasto —construcción y arreglo de carreteras, etc.— que normalmente solemos imaginar cuando hablamos de «estímulo». (Krugman, 2012, pp. 132-133)

La gráfica 3.2.6 muestra la variación porcentual del consumo e inversión privados en EUA. En ella puede observarse cómo la inversión privada disminuyó en mucha mayor medida que el consumo. La variación mínima del consumo fue de una caída de 1.6% en el año de 2009, con una débil recuperación en los años posteriores. En el periodo 2005-2015, no se ha podido alcanzar un aumento de consumo como el de 3.5% en 2005, siendo el punto más aproximado el de 2015 de 3.2%. Por otra parte, la inversión privada tuvo una caída del 21.6 % en 2009, con una rápida recuperación al año siguiente, en el cual aumentó 12.9%, siendo el crecimiento más grande del periodo. Tal inversión se vio favorecida, entre otras cosas, por el ARRA, pero el hecho de que después de ese año la inversión continuara disminuyendo y el consumo en un nivel bajo da cuenta de cómo este programa fue ideado únicamente para el corto plazo y no representó una vía para una plena recuperación.



Fuente: Report of the President, febrero 2016; con datos de la Oficina de Análisis Económico (BEA).

A partir de la implementación de este programa existió una gran controversia entre economistas que estaban a favor del estímulo, otros que lo consideraron insuficiente y los que estaban en contra de él. Principalmente economistas de la escuela neoclásica, como Edward Prescott, se opusieron al programa, pues consideraban que la intervención del gobierno en la economía interferiría con la planificación racional de los agentes para llevar a cabo una rápida recuperación. Esta contienda académica y política se materializó en el ARRA, razón por la cual el estímulo era muy pequeño para la tarea.

Se temía que un programa de cantidades excesivas pudiera generar malas expectativas entre los agentes, afectando a los mercados y resultando contraproducente; que la economía no pudiera absorber una gran cantidad de recursos durante los puntos más bajos de la crisis; y se consideraba que, de ser necesario, podrían aplicarse nuevos estímulos en el futuro. Estas dificultades políticas y académicas para la implementación de la política fiscal se han visto acompañadas del miedo al endeudamiento del gobierno, por lo que después del ARRA no se ha vuelto a recurrir a políticas similares.

Como se observó en la Gráfica 1.3.16, la deuda de gobierno pasó de representar el 55% del PIB en 2007 a niveles mayores al 90% de 2011 a 2015, aunque cabe mencionar que ésta aumentó debido a los costosos rescates durante el desplome de los mercados financieros. Ello ha generado preocupación en el gobierno y algunos académicos, por lo que se han llevado a cabo acciones para disminuir la deuda y/o evitar que ésta siga creciendo. En concordancia con las preocupaciones de Shiller, se piensa que, si las tasas de interés de los bonos del Tesoro de EUA suben de manera súbita, ello podría representar un nuevo desplome en la economía de este país, y seguramente en la economía mundial.

Sin embargo, Krugman considera que el endeudamiento en EUA debería aumentar aún más, pues los costos de la deuda son muy bajos, alcanzando tasas reales negativas en el momento. Además, al tratarse de deuda de largo plazo, la deuda podría pagarse sin problema alguno cuando la economía se recupere y el gobierno tenga una mayor recaudación tributaria. Así mismo argumenta que no existirían problemas de desplazamiento (*crowding out*) de la inversión privada por parte de la inversión pública, pues la creciente demanda de bonos del gobierno muestra un exceso de ahorro en la economía. En otras palabras, el sector privado no está invirtiendo actualmente, por lo que no habría inversión que desplazar y debería aprovecharse el exceso de ahorro para invertirlo en la economía e incrementar la demanda. Por otra parte, al medirse la deuda con respecto al PIB, cuando la economía se haya recuperado ésta podría disminuir su participación (2012, pp.143-159).

El problema de este planteamiento es la incertidumbre de si la deuda realmente podría reestablecer la economía a los niveles deseados, por lo que, si el endeudamiento continúa sin haber un crecimiento económico necesario, podría generarse una burbuja en el mercado de bonos. Por esta razón, se piensa que el siguiente desplome podría tener lugar en la deuda del gobierno, no sólo de EUA, sino de varios países.

En oposición a las teorías que consideran que la economía se encuentra operando por debajo de su capacidad (como las que se ha revisado en este apartado), otros piensan que el presente estancamiento económico podría deberse a un nuevo equilibrio incapaz de alcanzar el pleno empleo debido a la política monetaria de tasas de interés reales negativas.

3.3. Estancamiento secular en economías abiertas

De acuerdo con Eggertsson, Mehrotra y Summers (2016) es posible que tras la crisis económica EUA haya caído en una situación de estancamiento secular. Las condiciones del estancamiento secular son bajas tasas de interés, inflación por debajo del objetivo y lento crecimiento económico. Este fenómeno se analiza por medio de un modelo típico de oferta y demanda agregada con dos países, lo cual tiene la finalidad de mostrar cómo la movilidad de capitales transmite el estancamiento secular. Así mismo se analiza cómo la política monetaria es ineficiente para acabar con el estancamiento y tiene el efecto de “empobrecer al vecino” (*beggar-thy-neighbor*); mientras que la política fiscal puede terminar el estancamiento y generar externalidades positivas.

El argumento principal se basa en que:

el mundo industrial está plagado de una creciente propensión al ahorro y una decreciente propensión a invertir”, lo que genera “una tasa de interés real decreciente, una tendencia hacia límites más bajos en las tasas de interés para restringir su habilidad para encontrar niveles de equilibrio, y una consecuente persistencia de demanda inadecuada que lleva a un lento crecimiento, inflación por debajo del objetivo y una excesiva falta de empleo. (Eggertsson, Mehrotra y Summers, 2016, p.2)

A diferencia de los planteamientos de la trampa de liquidez, en este modelo no existen factores externos que puedan regresar a la economía a una situación de tasas de interés positivas. Por otra parte, como se ha observado previamente, la economía presenta bajas tasas de interés a corto y largo plazo, además de que no se prevé que las tasas nominales suban más allá de 2% en los próximos diez años, ni las reales más allá de 1% en un plazo indefinido.

El análisis parte del modelo IS-MP de Paul Romer para dos países con algunas modificaciones. En este modelo se analizan dos países que tienen equilibrio entre su inversión y ahorro (IS), además de seguir una regla de Taylor de política monetaria (MP, *monetary policy*), la cual es aumentada por la tasa de interés nominal con límite inferior en cero (ZLB- *zero lower bound on the nominal interest rate*), y una función de oferta agregada (AS).

Como puede observarse, una de las diferencias con el modelo IS-LM radica en el enfoque de la política monetaria, ya que en este caso dejan de considerarse las operaciones de mercado abierto para modificar la oferta monetaria y el equilibrio en el mercado de dinero (LM), para considerarse cambios directos en la tasa de interés a través de una regla de política (MP). Ello hace de este tipo de modelos (IS-MP) una herramienta que concuerda de mejor manera con el enfoque de la mayoría de los bancos centrales, en comparación con el modelo IS-LM.

Las funciones del modelo son las siguientes (ibíd., p.5):

- IS:

$$Y = -a(i - \pi) + \delta G - xq - \omega K^* + \theta(B^g - IR) + \varepsilon$$

Donde:

Y = producto

i = tasa de interés nominal a corto plazo

π = inflación

G = gasto de gobierno

q = tipo de cambio real

K^* = valor real de los activos extranjeros en la economía doméstica

B^g = deuda de gobierno

IR = reservas internacionales mantenidas en bonos de gobierno

- MP:

$$i = \max(0, r^f + \bar{\pi} + \phi_{\pi}(\pi - \bar{\pi}))$$

Donde:

r^f = tasa de interés real consistente con pleno empleo (tasa de interés natural)

$\bar{\pi}$ = inflación objetivo

$r \equiv i - \pi$

- AS:

$$Y = \begin{cases} Y^f, \pi \geq 0 \\ \kappa\pi, \pi < 0 \end{cases}$$

Donde:

Y^f = producto consistente con pleno empleo

Mientras que los parámetros:

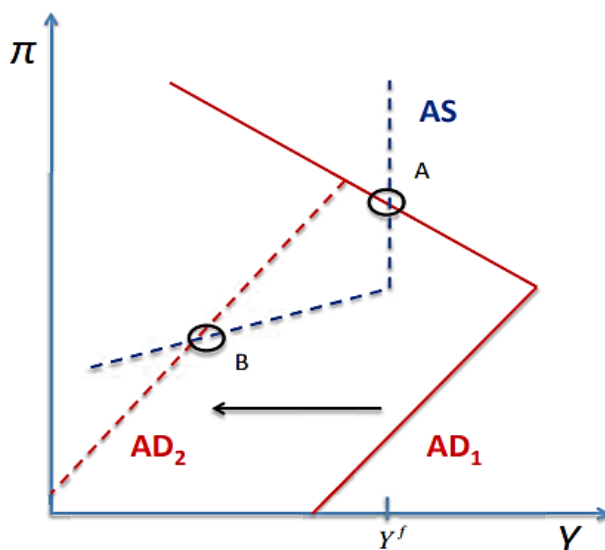
$\gamma, \alpha, \omega, \theta, \kappa, \delta > 0$

$\phi_\pi > 1$

La función IS describe la relación del nivel de producto con la tasa de interés nominal, inflación, gasto de gobierno, tipo de cambio, activos extranjeros, deuda de gobierno y reservas internacionales, con la inversión igual al ahorro. Se considera que $K^* = f(r - r^*)$, es decir, igual al *spread* entre tasas de interés, de tal manera que, si la tasa de interés doméstica es mayor que la del otro país, la movilidad de capitales será positiva (entrada de capitales); mientras que, si es mayor la tasa de interés del otro país, la movilidad de capitales será negativa (salida de capitales). Por otra parte, la política monetaria se define por una regla de Taylor, la cual define la tasa de interés nominal a corto plazo tomando en cuenta la tasa de interés consistente con el pleno empleo, el objetivo de inflación y la diferencia entre la inflación de la economía y la inflación objetivo.

Al representar estas funciones en el espacio (π, Y) , se combinan las funciones IS y MP para generar la curva de demanda agregada (AD), tomando la función AS inalterada. Se toman K y q como variables dadas. En la Gráfica 3.3.1 se muestra la relación entre las funciones AD-AS en el espacio mencionado. Cuando la tasa de interés nominal es positiva, la AD tiene pendiente negativa, pues si la economía presenta una inflación por debajo del objetivo, el banco central disminuirá la tasa de interés para incrementar la demanda y, así, la inflación. Sin embargo, cuando la tasa de interés nominal llega al nivel de límite inferior en cero (ZLB), la AD cambia su pendiente a positiva, pues como las tasas de interés están estancadas en cero, una disminución en la inflación incrementará la tasa de interés real (r), por lo que se genera una reducción en la demanda. La AS tiene pendiente positiva, pues implica la elección entre tener crecimiento económico o inflación, hasta llegar al nivel de producto consistente con el pleno empleo.

Gráfica 3.3.1. Oferta y demanda agregada en presencia de estancamiento secular²⁴



En el punto A la tasa de interés natural (que es la tasa de interés consistente con el pleno empleo) es lo suficientemente alta ($r^f \geq -\bar{\pi}$) como para permitir el equilibrio entre la AD y la AS con nivel de producto de pleno empleo y la inflación en su nivel objetivo. Como puede observarse en la Gráfica 3.3.1, la pendiente de la AD es positiva y la AS es una línea vertical. Por otra parte, en el punto B la tasa de natural de interés es demasiado baja, por lo cual la inflación se encuentra por debajo del objetivo y el producto alcanzado es menor. En este caso aparece el estancamiento secular, “un estado estacionario caracterizado por una ZLB obligatoria, inflación por debajo del objetivo y una persistente brecha de producto” (ibíd., p.7) en el cual se cumple que ($r^f < -\bar{\pi}$).

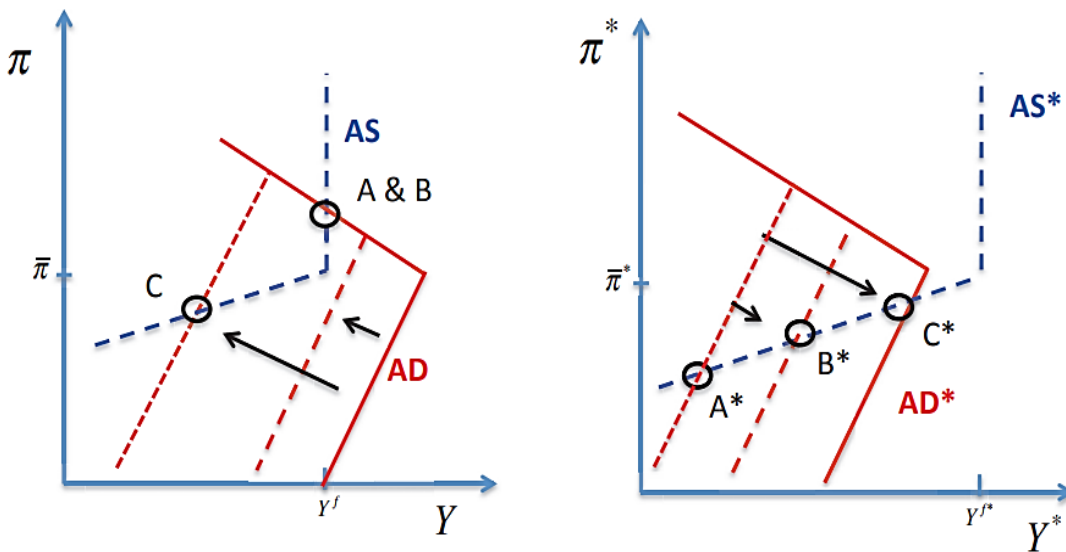
La Gráfica 3.3.2 muestra cómo el estancamiento secular puede ser transmitido de una economía a otra por medio de la movilidad de capitales. Si la economía del país extranjero se encuentra en una situación de estancamiento secular, en la cual la tasa de interés es la ZLB (punto A, panel derecho), habrá una salida de capitales hacia el país de residencia (panel izquierdo), cuya tasa de interés es mayor. Esta entrada masiva de capitales en A tiene como consecuencia el desplazamiento de la curva AD hacia la izquierda. Para intentar mantener el nivel de producción de pleno empleo, el país residente utilizará su política monetaria para disminuir sus tasas de interés (punto B, panel izquierdo). Para el país extranjero la salida de capitales tiene como consecuencia un aumento en la tasa de interés natural, aliviando el

²⁴ (Eggertsson, Mehrotra y Summers, 2016, p.6)

estancamiento secular (punto B, panel derecho). La magnitud de este proceso puede extenderse hasta que la economía del país residente alcance el estancamiento secular (punto c, panel izquierdo), mejorando las condiciones del país extranjero (punto c, panel derecho).

De esta manera, la economía extranjera no sólo propagó las bajas tasas de interés a otro país, exportando su exceso de ahorro, sino que empeoró las condiciones económicas del país residente. Por lo anterior, se dice que el fomento de bajas tasas de interés (al nivel de la ZLB) por parte de una nación constituye una política de “empobrecer al vecino”.

Gráfica 3.3.2. Transmisión de estancamiento secular entre dos economías²⁵



El estancamiento secular en un país puede propagarse a otro por otra vía: el tipo de cambio. Con la entrada de capitales al país residente se genera la apreciación de su propio tipo de cambio, haciendo sus bienes y servicios menos competitivos en el mercado internacional. Además, dado el mayor tipo de cambio se genera un aumento en las importaciones, disminuyendo las exportaciones netas. Como consecuencia el nivel de producto disminuye a la vez que hay una menor tasa de interés con la consecuente disminución por medio de la política monetaria.

Por otra parte, el país extranjero experimenta la depreciación de su tipo de cambio con la salida de capitales. Con ello sus bienes y servicios son más competitivos en el mercado internacional, aumentando sus exportaciones, además de la disminución de importaciones por un tipo de cambio depreciado. El resultado es un aumento en sus exportaciones netas, el cual

²⁵ (ibíd., p.7)

genera un aumento en su nivel de producto, al mismo tiempo que aumenta la tasa de interés y la economía se aleja del estancamiento secular.

El ejemplo anterior muestra cómo con presencia de estancamiento secular en una economía, se pueden generar externalidades en países extranjeros por medio del mercado de capitales y el tipo de cambio. La política monetaria expansiva genera externalidades negativas en los socios comerciales, mientras que la política fiscal genera externalidades positivas.

La Gráfica 3.3.3 muestra al país residente (panel izquierdo) en estancamiento secular (punto A). En respuesta al bajo nivel de producto se implementa una política monetaria expansiva, la cual puede considerarse como un aumento del nivel de objetivo de inflación. Gráficamente se observa el desplazamiento de la curva AD_{SS} hacia AD_M . El punto B del panel izquierdo representa una economía con mayores objetivos de inflación y en pleno empleo. Como se explicó previamente en la gráfica anterior, ello genera una salida de capitales del país residente hacia el país extranjero, aumentando la tasa de interés aumentando la tasa de interés natural en el país residente y disminuyéndola en el país extranjero; además de depreciar el tipo de cambio en el país residente (aumentando las exportaciones netas) y apreciarlo en el país extranjero (disminuyendo las exportaciones netas).

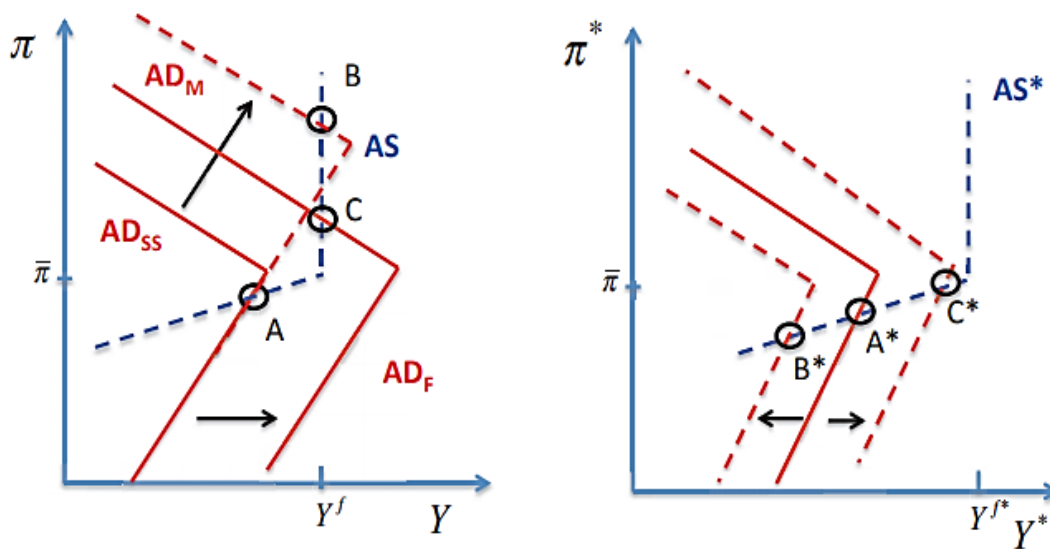
Cuando la economía residente alcanza el punto B (panel izquierdo), el país extranjero, ya en estancamiento secular, llega al punto B (panel derecho). La política monetaria expansiva del país residente mejoró las condiciones económicas en su país, pero a costa de su socio comercial, es decir, el país extranjero. Si dicha política es lo suficientemente agresiva, la economía residente podrá alcanzar el nivel de pleno empleo, cambiando la pendiente de la AD de positiva a negativa (punto B, panel izquierdo); pero si la expansión monetaria es menor a dicho nivel, la economía no alcanzará el pleno empleo, ya que los hogares podrían ignorar racionalmente la inflación objetivo modificada por el banco central, manteniendo la AD con pendiente positiva.

Si la política económica se centra, en cambio, en el ejercicio de una política fiscal expansiva, los resultados son muy diferentes. En la Gráfica 3.3.3 la política fiscal expansiva cambia la curva AD_{SS} a la AD_F . Si esta política es lo suficientemente agresiva, la economía puede alcanzar el pleno empleo (punto C, panel izquierdo), además de que no implica reducir la tasa de interés de equilibrio, ni la depreciación del tipo de cambio. Por el contrario, la política fiscal expansiva busca el incremento del gasto, lo que genera un aumento de la tasa de interés de equilibrio,

sacando a la economía del estancamiento secular y a la tasa de interés del nivel ZLB, siempre y cuando la magnitud sea la requerida.

El aumento de las tasas de interés genera una mayor entrada de capitales en el país residente, apreciando su tipo de cambio y depreciándose el del país extranjero. Dicha depreciación mejora las condiciones comerciales del país extranjero, por lo que la política fiscal creó externalidades positivas en el socio comercial del país residente. Este fenómeno puede observarse en el punto C del panel derecho de la Gráfica 3.3.3, en el cual hay un aumento del nivel de producto y la inflación, causado por el aumento de las exportaciones netas.

Gráfica 3.3.3. Dimensión internacional de la política económica en estancamiento secular²⁶



Debido al contagio del estancamiento secular de una economía a otra por medio de la movilidad de capitales, se observa cómo ésta resulta perjudicial para la economía mundial en la mayoría de los casos. Los problemas de estancamiento causados por la movilidad de capitales son diferentes de aquéllos ocasionados a los países en desarrollo durante las crisis de la deuda durante la década de los ochenta. Tras el abandono del tipo de cambio fijo por parte de la mayoría de los países, y en presencia de condiciones de estancamiento secular, resulta mucho más perjudicial la entrada que la salida de capitales. Sin embargo, no existen cuestionamientos a la movilidad de capitales por parte de la economía ortodoxa, ni de los gobiernos, por lo que la volatilidad en los tipos de cambio sigue siendo un factor determinante de la economía mundial. Los cambios en los tipos de cambio responden, al igual que las

²⁶ (ibíd., p.9)

acciones, a los eventos que alteran la percepción de los inversionistas, sean éstos fundados o infundados. La exuberancia irracional altera también a las divisas y, a su vez, a los mercados internacionales, generando divisas sobrevaluadas y subvaluadas a lo largo y ancho del mundo.

La conclusión de la teoría del estancamiento secular consiste en la preferencia de la política fiscal sobre la política monetaria, pues, de esta manera, el aumento de las tasas de interés alivia el estancamiento y mejora las condiciones económicas de los socios comerciales. Sin embargo, como se ha mencionado anteriormente, el implemento de la política fiscal tiene como límite cierto nivel de deuda de gobierno.

Otra conclusión del artículo de Eggertsson, Mehrotra y Summers (p.12) es que, aunque la política fiscal es la más deseable, el endeudamiento puede generar otros problemas a la economía. Además, cuestiona los planteamientos de quienes apuntan que el déficit presupuestario puede disminuir la relación deuda-PIB, si éste logra aumentar en gran medida el nivel de producto. Krugman es un ejemplo de los defensores de esta teoría, asegurando que el gobierno debería aprovechar la tasa de interés real negativa para aumentar el endeudamiento sin que represente una gran carga a futuro, así mismo habría una sustitución de la deuda de agentes privados al sector público, por lo que:

el endeudamiento se habría alejado de los actores cuya deuda está causando perjuicios económicos, de modo que los problemas de la economía se habrán reducido aún a pesar de que el nivel general de endeudamiento no habrá bajado. (2012, p.159)

A pesar de que algunos consideran que el nivel de deuda de EUA es muy elevado desde los años posteriores a 2008, economistas como Paul Krugman creen que éste debe aumentar aún más. Es importante señalar que EUA puede aumentar su nivel de deuda sin enfrentar grandes repercusiones, ya que, al ser el emisor de la moneda hegemónica, no corre el mismo riesgo de depreciación que enfrentarían otros países. Por otro lado, en los países europeos los gobiernos lidian con la crisis mediante políticas de austeridad, tendencia que ha logrado permear incluso en algunos sectores de EUA.

Como se ha mostrado, la vía de acción más utilizada desde los años ochenta, y durante la crisis de 2008, ha sido la política monetaria, pues se ha considerado que tiene una mayor facilidad de implementación y tienen un efecto más inmediato que la política fiscal. Los bancos centrales son cada vez más responsabilizados para cuidar el buen funcionamiento de las economías y, por lo tanto, para generar una recuperación real de la crisis y el estancamiento.

Por otra parte, la política fiscal ha sido desprestigiada por considerarla como inflacionaria, siendo, a su vez, la inflación considerada como el peor mal para una economía desde la crisis de la estanflación. Esta percepción por parte de la economía ortodoxa y por parte del público en general ha impedido y/u obstaculizado el ejercicio de la política fiscal, fenómeno que también fue expuesto por Krugman y Stiglitz desde el anuncio del ARRA.

Las conclusiones de la teoría del estancamiento secular parecen consistentes con los fenómenos ocurridos durante la crisis y su débil recuperación. Sin embargo, también lo son las del análisis de la trampa de liquidez y del modelo IS-LM en conjunto con el análisis de la demanda agregada. Para efectos del presente apartado, la pregunta que urge responder es si se trata de una trampa de liquidez o de si se trata de un equilibrio en condiciones de estancamiento secular.

A diferencia de las teorías neoclásicas y financieras ortodoxas y modernas, las teorías keynesianas de la crisis plantean soluciones de políticas expansivas para la recuperación de las economías, basándose en el planteamiento de que la economía se encuentra por debajo del pleno uso de sus recursos. Sin embargo, aún dentro de este marco de análisis existen importantes discrepancias, siendo algunas de ellas las mostradas en este capítulo: la crisis causada por la desregulación financiera y la crisis causada por la disminución de los ingresos disponibles de las familias (y el aumento del crédito); la trampa de liquidez y el estancamiento secular; y la el aumento del endeudamiento por medio de la política fiscal y el cuidado de los grandes déficits presupuestarios.

Estos desacuerdos muestran la complejidad del fenómeno de la crisis, pero también muestran cómo a partir de distintas concepciones sobre las crisis económicas, se llega a distintas conclusiones en materia de política económica. Por lo anterior se destaca la necesidad de realizar una ontología de la crisis económica, pues de lo contrario la economía continuaría analizando episodios aislados y realizando políticas que no necesariamente resolverán los problemas ocurridos.

3.4. Medidas de política económica

Al igual que ocurrió con la teoría económica, las medidas de política macroeconómica fueron cuestionadas tras la crisis *subprime*. La política monetaria no fue suficiente para arrancar la recuperación de la economía estadounidense, aun utilizando medidas no convencionales. Por

esta razón, muchos economistas consideraron que era momento de volver a utilizar la política fiscal como herramienta principal para la resolución del problema. Sin embargo, aquéllos que defendían la política monetaria recordaban las razones por las que la política fiscal no resultaba tan eficaz como la monetaria: el largo tiempo para la planeación, aprobación e implementación; así como el peligroso aumento del déficit público que puede derivar.

Otro debate cuestionaba la necesidad de regulación de los mercados más allá de la corrección de asimetrías de la información. La volatilidad de los mercados financieros había sido el epicentro de la crisis, por lo que la regulación apareció como una medida viable de política macroeconómica.

De esta forma la política macroeconómica evolucionó tras el declive. Cabe recordar que tras una crisis ocurren procesos sociopolíticos que replantean la normatividad bajo la cual operarán los agentes económicos, con la esperanza de conducir la economía hacia un nuevo auge. Es por ello que es pertinente analizar los cambios que se llevaron a cabo en materia de diseño de políticas macroeconómicas, pasando de los instrumentos que se utilizaban antes del estallido y los que se han venido desarrollando desde entonces.

Antes de la crisis la política monetaria jugaba un papel principal en la gestión macroeconómica en la mayoría de los países (Blanchard, 2010, p.62). El principal objetivo y mandato principal de los bancos centrales consistía en el control de la inflación. El instrumento principal de esta política era la tasa de interés nominal del banco central.

Se creía que una baja inflación (2-3%) permitía una baja brecha de producto, la diferencia que existe entre el producto y el producto potencial. Se planteaba la formación de una buena reputación de los banqueros centrales como una de las condiciones necesarias para la efectividad de las políticas. La buena reputación se evaluaba en función de una baja inflación, más que en función de un buen nivel de actividad económica.

Casi nadie consideraba que la baja tasa de inflación objetivo (la tasa idónea para el correcto funcionamiento de la economía, fijada por la Fed) podría llevar a una trampa de liquidez, pues se creía que un evento como aquél, propio de la Gran Depresión, era de muy baja probabilidad de ocurrencia.

El argumento de este razonamiento consistía en que un aumento del dinero en circulación podría aumentar la inflación de un periodo posterior, por lo cual aumentaría la inflación esperada por los agentes. Este aumento tendría como consecuencia una caída en la tasa de interés real

del periodo siguiente, aumentando el nivel de producto de la economía. Por ello se puso especial atención en la capacidad de compromiso de los banqueros centrales, así como su capacidad para afectar las expectativas de inflación.

Al considerarse la trampa de liquidez como un evento dejado en el pasado, la crisis económica de Japón durante finales del siglo XX representó un caso de incapacidad de su banco central.

Se observaban los canales de crédito bancario, pues representaban la capacidad de adquisición de liquidez por parte de los agentes. Para influir en la liquidez se modificaban las reservas de los bancos. Se daba una transformación en liquidez desde los depósitos bancarios.

Por otra parte, la política fiscal jugaba un papel secundario en la gestión económica. Las razones se encontraban fundamentadas en diferentes razonamientos, tales como el escepticismo basado en postulados ricardianos, el hecho de que la política monetaria podía mantener la brecha de producto estable, la prioridad de estabilizar las economías tras la crisis de la estanflación y de reducir los altos niveles de deuda; los largos retrasos de su implementación en contraste con recesiones de corta duración; y el hecho de que existiera una mayor probabilidad de que las restricciones políticas distorsionaran la política fiscal.

La regulación financiera se encontraba fuera del marco de política macroeconómica, pues existía un enfoque basado en corregir las fallas de mercado relacionadas con la asimetría de la información. Además, se consideraba que era mejor rescatar los mercados si llegaban a caer en vez de intervenir en ellos y restarles eficiencia. Esta época llevó a que muchos:

subestimaran el riesgo macroeconómico e ignoraran, en particular, los riesgos de las colas, y tomaran posiciones (y relajaran las reglas) —desde el apalancamiento hasta la exposición en divisas— que resultaron ser mucho más riesgosas después de los hechos. (ibíd., p.72)

Blanchard considera que después de la crisis se aprendieron diversas lecciones de política macroeconómica, permitiendo un mejor conocimiento de la actividad económica, pero también una mayor conciencia de la ignorancia que prevalece en los temas de política económica. Entre las lecciones rescatadas se encuentra la idea de que la política macroeconómica tiene muchos objetivos que deben ser cuidados, pero también muchas herramientas para realizarlos.

Una inflación estable apareció como una condición necesaria pero no suficiente. A pesar de los bajos niveles inflacionarios se encontraron activos y agregados de crédito muy volátiles, por lo que el comportamiento de sus precios es indeseable. La crisis mostró cómo la burbuja

inmobiliaria llevó a una alta inversión en el sector de la vivienda, lo cual llevó a grandes efectos macroeconómicos cuando la burbuja estalló.

Además, la inflación objetivo resultó ser demasiado baja, limitando el alcance de la política monetaria. A pesar de los ajustes en política monetaria, la tasa de interés nominal no podía descender más allá de su límite en cero. Para aumentar la efectividad de esta política era necesario un descenso mayor al realizado, “de haber podido, habrían reducido la tasa aún más” (ibíd., p.69). De haber contado con una tasa de inflación promedio más alta, la tasa de interés nominal al inicio de la crisis también habría sido mayor, dando la posibilidad de una mayor reducción en la tasa y una menor caída en el producto. El limitado alcance de la política monetaria tuvo como resultado la necesidad de confiar más en la política fiscal y en déficits más grandes.

La política no convencional durante la crisis mostró que las autoridades monetarias podían realizar una intermediación financiera para influir en las tasas de los activos, complementando la política de tasas de interés. La relajación del crédito por parte de los bancos centrales permitiría combatir el crecimiento de burbujas especulativas, sin embargo, es un tema que necesita continuar siendo analizado.

Cuando la política monetaria (convencional y no convencional) resultó insuficiente para reestablecer la actividad económica, la política fiscal anticíclica apareció como una herramienta importante. Al tratarse de una recesión prolongada, en contraste con las recesiones cortas, había tiempo suficiente para implementar una política fiscal expansiva. Sin embargo, el largo tiempo de formulación, promulgación e implementación de políticas fiscales fue evidenciado con el ARRA. El estallido definitivo de la crisis ocurrió en septiembre de 2008, el ARRA fue aprobado por la Cámara de Representantes y el Senado estadounidenses en febrero de 2009, mientras que la implementación de una primera mitad del programa ocurrió a finales de ese mismo año. Blanchard reconoce que aún existe mucho desconocimiento sobre los efectos de la política fiscal, la composición óptima de los estímulos y la sostenibilidad de la deuda pública.

Por otro lado, la regulación resultó no ser macroeconómicamente neutral. La regulación bancaria jugó un papel central para el estallido de la crisis, al generar incentivos que ampliaron los efectos de la deflación. La regulación del apalancamiento llevó a los bancos a la creación de entidades fuera de balance (SIV), en la búsqueda de un mayor endeudamiento, creando los esquemas de “banca a la sombra”. Además, cuando la crisis era inminente, la regulación llevó

a los bancos a realizar ventas de emergencia para reducir los balances, generando grandes episodios deflacionarios explicados por el ciclo de deuda-deflación de Fisher. Esto permite observar cómo una mayor regulación del sistema financiero podría no ser lo más óptimo para la estabilidad del sistema en su conjunto, por lo que, al igual que con la política fiscal, es necesario realizar mayores investigaciones sobre los efectos de la regulación y tener en cuenta que toda regulación es perecedera y debe evolucionar en el tiempo.

Teniendo en cuenta lo anterior, Blanchard (2010) considera algunas propuestas y medidas para el futuro de la política macroeconómica. La primera medida es elevar la meta de inflación, a lo que cabe cuestionar si ello podría inducir a cambios estructurales que amplíen los choques inflacionarios. Sin embargo, una pregunta más pertinente sería si los costos serían más mayores que los beneficios potenciales de evitar el límite de la tasa de interés igual a cero.

Cabe mencionar que también Paul Krugman considera necesario y conveniente aumentar la inflación objetivo (2012, p.174-178), citando incluso el mismo documento de Blanchard y sus colaboradores aquí citado, ya que ello puede permitir un mayor crecimiento económico y una mayor efectividad de las políticas de tasas de los bancos centrales. Además de este beneficio, si las expectativas de inflación para periodos siguientes aumentaran, los agentes buscarían racionalmente endeudarse más en el presente, cuando el valor del dinero sería mayor que en el futuro, con el fin pagar una cifra menor en términos reales cuando la inflación observada aumente.

Por otra parte, en un periodo en que existen muchos agentes sobreendeudados, recordando el momento Minsky y el ciclo deuda-deflación de Fisher, el aumento de la inflación ayudaría a reducir el valor real de la deuda. En cuanto a los peligros del aumento inflacionario, comenta lo siguiente:

Una inflación muy elevada puede causar costos económicos de gran envergadura, tanto porque invita a no utilizar el dinero —e impulsa a la gente a retroceder a una economía de trueque— como porque complica mucho la planificación. Nadie quiere minimizar los horrores de una situación similar a la de Weimar, cuando la gente usaba trozos de carbón como dinero y resultaba imposible tanto establecer contratos a largo plazo como dar cuentas responsable e informativamente.

Pero una inflación de 4 por ciento no produce ni la sombra de estos efectos. (ibíd., p.175)

Recordando que una inflación de 4% no le pareció alarmante a nadie cuando durante el gobierno de Ronald Reagan se alcanzó ese nivel tras una lucha sin tregua contra la inflación en EUA.

Así mismo, se propone combinar la política monetaria con las políticas de regulación de los mercados financieros. En este tenor se ha considerado extender la regla de tasa de interés para que incluya los precios de los activos. Pero la tasa de interés es una mala herramienta para enfrentar el apalancamiento excesivo y las desviaciones de los precios de los activos. Por lo anterior, es posible que un aumento de tasas de interés en un contexto de volatilidad de los activos ayude a disminuir sus precios, pero incrementando la brecha de producto. En cambio, existen otros instrumentos reguladores cíclicos que pueden ayudar mejor a la regulación, como: las relaciones de capital (para evitar el apalancamiento), de liquidez, entre préstamos y valores (para el sector inmobiliario), y los márgenes requeridos (para el control de la volatilidad en acciones). La creación de reglas cíclicas utilizando estas relaciones de regulación podría complementar la regla de política monetaria del banco central, dejando la política de tasas para controlar la actividad agregada y la inflación.

Otra cuestión es si se debe de dotar de mayor liquidez a los agentes en épocas tranquilas. Blanchard considera que el gobierno se encuentra en una posición única para intervenir ante la desaparición o descoordinación de las inversiones del sector privado. El problema es que la salida de las inversiones de un determinado sector o activo puede ser una respuesta racional a una falta de solvencia, lo cual implicaría un riesgo para el balance del gobierno. Además, el aumento de la liquidez podría llevar a una mayor transformación de madurez y a portafolios menos líquidos, problema conocido como riesgo moral. Pero este riesgo “no es malo en sí mismo: siempre que la provisión pública de liquidez no tenga ningún costo, es óptimo que el sector privado haga esta transformación de la madurez” (Blanchard, 2010, p.78).

En cuanto a la política fiscal es recomendable crear más espacio en el balance de gobierno durante los buenos tiempos, de la misma manera que se recomendaba crear más espacio de acción para una reducción en la tasa de interés nominal en la política monetaria. Lo anterior debe lograrse disminuyendo los niveles de deuda durante las etapas de auge en el ciclo económico. De esta manera, la recuperación del PIB debe ser usada para sanear la deuda, y no para financiar aumentos en el gasto de gobierno o disminuir los impuestos. En el mismo tenor, la regulación del proceso presupuestal del gobierno debe reducir los incentivos de los

diseñadores de políticas para aplazar los ajustes necesarios. De forma adicional para el cumplimiento de esta tarea se plantea el diseño de reglas de política fiscal contracíclicas, medida que pretende emular las reglas de política monetaria que determinan las tasas de interés nominal de los bancos centrales.

Esta regla de política fiscal, junto con las reglas cíclicas de regulación al sector financiero, es una de las medidas más interesantes propuestas tras la crisis. Ello se debe a que buscan replicar una herramienta de política monetaria en la política fiscal y en el ámbito de la regulación financiera, a lo cual cabe decir que las reglas de política monetaria han mostrado tener resultados eficientes, al dotar de certidumbre a la política económica y al tratarse de una herramienta automática. Sobre esta característica se basa la última medida que se expondrá: los estabilizadores fiscales automáticos.

Es necesario realizar mayores investigaciones para un mejor diseño de estabilizadores automáticos, con el fin de explotar al máximo su capacidad de suavizar las fluctuaciones del ciclo económico, sin la limitante de la política fiscal discrecional de llegar demasiado tarde durante las recesiones. Se consideran dos tipos de estabilizadores: aquéllos que son “realmente automáticos”, como los programas de seguridad social (seguro de desempleo) o el carácter progresivo del impuesto sobre la renta; y las reglas de transferencia o impuestos en función de variables atadas al ciclo económico. Para que los primeros tengan un mayor efecto macroeconómico es necesario aumentar el tamaño del gobierno, así como el nivel de progresividad de los impuestos y el valor otorgado por los programas de seguridad social. Sin embargo, el objetivo de estos estabilizadores está mayormente orientado al fomento de la equidad y la eficiencia, y no a la estabilización de la economía. Por otro lado, los del segundo tipo se activarían cuando una variable macro cruce determinado umbral, el cual determinaría un cambio en el momento del ciclo. Las variables del empleo y desempleo podrían determinar estos umbrales, pero es necesario definir con exactitud dicho umbral, así como otras variables y los impuestos y/o transferencias que sería conveniente utilizar.

Como puede observarse, el análisis de la escuela keynesiana brinda distintas explicaciones para la crisis de 2008, sin embargo, un factor rescatable es la intersección de políticas económicas que sería deseable implementar para resolver los problemas presentados.

4. Teorías marxistas de la crisis y su pertinencia en la crisis de 2008

La crisis económica de 2008 tuvo fuertes repercusiones en el ámbito académico, pues las teorías ortodoxas aparecieron como incapaces para la predicción de crisis económicas, incluso se cuestionó el carácter científico de la economía. No sólo se encontraron alternativas al pensamiento económico ortodoxo en las teorías keynesianas y en las nuevas corrientes de pensamiento económico (como la economía conductual), sino que también hubo un renovado interés de una minoría por estudiar las teorías marxistas de la crisis. De esta manera, el marco teórico y de análisis iniciado por Marx en el siglo XIX cobró vigencia a finales de la primera década del siglo XXI.

Marx pensaba que el modo de producción capitalista estaba caracterizado por procesos de acumulación turbulentos y dinámicos, con ciclos económicos en épocas normales, que seguían cierta tendencia de crecimiento. Pero también incluían procesos de estancamiento y crisis después del periodo de acumulación (Shaikh, 1990, p.251).

Bajo esta concepción el fenómeno de las crisis económicas es inherente a la dinámica del modo de producción capitalista, a diferencia de los enfoques neoclásico y la mayoría de los keynesianos. Sin embargo, existen grandes diferencias aún entre los pensadores marxistas para la explicación de este fenómeno.

En este capítulo se analizarán algunas corrientes de pensamiento marxista para la explicación de las crisis cíclicas del modo de producción capitalista. Éstas se dividirán en las teorías de la crisis por subconsumo y por descenso de la rentabilidad.

Posteriormente se ubicará a los autores contemporáneos que han explicado la crisis de 2008 en dichas teorías, con el fin de evaluar su validez en un fenómeno reciente y contrastando con la evidencia observada. La dificultad de esta tarea radica en la complejidad fenomenológica de la “gran recesión”, en contraste con el alto nivel de abstracción de las explicaciones marxistas.

Por lo anterior, es necesario distinguir entre las causas de la crisis y los fenómenos que se desarrollan a raíz de ella. Estos últimos suelen confundirse con las causas por aparecer rápida y fácilmente ante los ojos de la mayoría de los involucrados. Lo que pareciera ser una crisis financiera puede tener su verdadera causa en la esfera de la producción o en la del consumo de mercancías. Para determinar la causalidad de las variables será necesario analizar la temporalidad de los fenómenos ocurridos durante la crisis de 2008 cuidadosamente.

4.1. Teorías marxistas de la crisis

En términos generales, las distintas teorías marxistas que buscan explicar el fenómeno de las crisis económicas pueden clasificarse de acuerdo a su causalidad en dos corrientes principales: subconsumo y descenso en la rentabilidad²⁷. La primera asegura que las crisis son originadas por la incapacidad del sistema para realizar la totalidad de las mercancías producidas bajo el modo de producción capitalista y las teorías por descenso de la rentabilidad se basan en la ley de la tendencia decreciente de la tasa de ganancia. Adicionalmente existe otra teoría que suele diferenciarse de estas dos: la de las crisis por desproporcionalidad de los sectores productivos, que se basa en los problemas de coordinación entre las dos ramas de la producción para cubrir la demanda de mercancías. Sin embargo, en esencia se trata de un desarrollo teórico alternativo de las crisis por subconsumo.

La mayor diferencia entre los dos enfoques radica en que la primera coloca al consumo como la base del sistema, otorgando una mayor importancia a los procesos de distribución que a los procesos de producción; mientras que el segundo enfoque da mayor importancia al proceso de producción.

Al identificar los problemas de la crisis en el proceso de circulación, se reconoce que el móvil del sistema es la provisión de mercancías para el consumo; mientras que el enfoque de rentabilidad reconoce que la obtención de ganancias es lo que lleva a los capitalistas a invertir en primer lugar.

Aunque ambos enfoques se basan en la identificación de contradicciones sistémicas del modo de producción capitalista y tienen una estructura lógica consistente (al igual que los planteamientos de las escuelas neoclásica, keynesiana, financiera y conductual), sus diferencias son difíciles de reconciliar, pues implican muchos resultados y procesos contrapuestos, sin mencionar las diferencias políticas que sostienen en torno al futuro del modo de producción capitalista.

Los análisis realizados tras la crisis de 2008 se basan mayoritariamente en estos enfoques, sin embargo, además existen otros más descriptivos que recuperan elementos históricos y

²⁷ Makoto Itoh (1977, p. 2) considera únicamente dos clasificaciones: teorías de la crisis por “exceso de mercancías” y por “exceso de capital”, agrupando a las teorías de subconsumo y desproporcionalidad en las de “exceso de mercancías” y la de rentabilidad en la de “exceso de capital”.

sociopolíticos del análisis marxista que, si bien enriquecen el estudio, corren el riesgo de confundir, aún en mayor medida, causas y fenómenos.

a) Teorías de la Crisis por Subconsumo

La teoría del subconsumo identifica la demanda de bienes de consumo como el regulador de la producción global. Esta teoría está basada en los esquemas de la reproducción de Marx introducidos en el Tomo II de *El Capital*. En ellos se identifican dos sectores productivos: el sector I, que produce bienes de producción; y el sector II, que produce bienes de consumo. Bajo este marco, el sector II lidera el sistema a través de su demanda: un aumento/disminución en la demanda de bienes de consumo tiene como consecuencia un aumento/disminución en su propia producción y, por consiguiente, en la demanda de bienes de producción, creando un efecto similar en este último sector.

En la industria de bienes de producción, la producción global está regulada en última instancia por las exigencias de insumos de la industria de bienes de consumo: por lo tanto, la demanda de bienes de producción es “derivada” de la demanda de bienes de consumo. (ibíd., p.259).

Como apunta Shaikh, las teorías subconsumistas se asemejan a la escuela neoclásica en el sentido de percibir un sistema cuyo “regulador final de toda producción es el consumo”, sin embargo, difieren de ella al distinguir entre la satisfacción de necesidades y el poder de compra, así como entre la demanda y la demanda efectiva, por lo que se encuentran íntimamente relacionadas con la escuela keynesiana.

Dado que en el modo de producción capitalista los trabajadores reciben únicamente una parte del valor que producen en forma de salario, mientras que el resto constituye el plusvalor para el capitalista, y a que, a diferencia de los trabajadores, los capitalistas no consumen todo su ingreso, la demanda efectiva por sí sola resulta siempre insuficiente para la realización de toda la producción, por lo que necesita de un factor exógeno que aumente la demanda para perpetuar el crecimiento y evitar el estado estacionario.

Al colocar la distribución como el origen de las causas de las crisis y el estancamiento, resulta de gran importancia la repartición del producto global. Éste es distribuido entre trabajadores y capitalistas, lo cual puede observarse desde la perspectiva de los ingresos en salarios y ganancias. La sumatoria de ambos ingresos resulta en el ingreso nacional neto, fuente de la demanda efectiva del producto neto (ibíd., p.260).

Como ya se había apuntado, el salario es la parte del producto de los trabajadores que les es remunerada, mientras que el resto, constituido por el plusvalor, resulta en la ganancia de los capitalistas. Se considera que los trabajadores gastan todo su salario en el consumo de bienes, mientras que los capitalistas gastan una parte de la ganancia para la acumulación de capital, otra para su consumo personal y otra que no es gastada.

Debido a la parte del ingreso capitalista que no es gastada en la realización de mercancías, se crea una “brecha de demanda”, la cual “se cerrará sólo si los capitalistas gastan todas sus ganancias en consumo personal” sin “haber inversión y, en consecuencia, tampoco crecimiento ni acumulación generada internamente” (ibíd., p.261). De ocurrir esto, los capitalistas no podrían reproducir el capital de manera ampliada, lo cual es imposible dada la constante competencia entre capitales que da como resultado una constante acumulación y el constante aumento de la brecha de demanda, llevando a los capitalistas a contraer la producción hasta caer en la crisis y/o el estancamiento. De esta manera la acumulación se niega a sí misma, su aumento genera su propia disminución.

La duración del auge en el ciclo estaría dada por la duración y número de rotaciones de capital, es decir, el tiempo que tarde en materializarse la acumulación, hasta que aparecen los problemas que dan origen a la crisis. En este tiempo, la constante acumulación lleva a un periodo de auge, hasta que la brecha de demanda genere una caída en la producción.

El problema de esta teoría radica en que implica un constante y prolongado estancamiento de la economía, así como fuertes obstáculos para un sistema en constante auto-ampliación, lo cual contrasta con las observaciones históricas. Para conciliar la teoría y los hechos se ha recurrido a factores exógenos.

De acuerdo con Shaikh, una de las salidas exógenas para el subconsumo, planteado desde los orígenes de esta teoría con Sismondi y Malthus, es el mercado exterior, ya que ayuda a una economía a realizar sus mercancías en exceso en otros mercados, o bien, a canalizar el ahorro (exceso de capital) a otros mercados en forma de inversión extranjera directa. Sin embargo, ésta no es una vía sostenible, ni una solución para el capital mundial. A partir de este planteamiento, Rosa Luxemburgo argumentó que el modo de producción capitalista depende de la conquista de mercados no capitalistas como vía completamente exógena para realizar las mercancías excedentes, lo cual refleja la época del imperialismo de finales del siglo XIX y principios del XX que ella presencié. El resultado es la creciente intensidad de las crisis y

conflictos entre naciones en aumento, así como el aumento de las revoluciones, guerras y conflictos sociales.

Uno de los problemas de las teorías subconsumistas es que implican que el sistema permanezca en periodos largos de estancamiento y crisis, tendiendo hacia estos periodos en ausencia de factores externos que promuevan la demanda efectiva. Como se ha mencionado anteriormente, estos eventos no son los que se han observado históricamente, por lo que la teoría no estaría describiendo correctamente la realidad.

Como respuesta a esta problemática surgió la teoría de la desproporcionalidad de los sectores productivos, basada igualmente en los esquemas de la reproducción de Marx. Esta teoría asegura que el modo de producción capitalista es independiente del consumo, siempre y cuando los dos sectores de la economía crezcan proporcionalmente.

Bajo este análisis, las decisiones de inversión de los capitales individuales son tomadas de manera anárquica e independiente, bajo un proceso de ensayo y error. La falta de coordinación entre capitales dentro de un mismo sector y entre sectores es lo que lleva a los periodos cíclicos de crisis. Por lo anterior, se asegura que la solución a las crisis es la planeación económica.

Esta teoría es considerada como una variación de las primeras teorías de subconsumo, pues ambas parten del supuesto de que el consumo es lo que determina la producción capitalista. La imposibilidad de realización de las mercancías entre los capitales de los dos sectores sería lo que llevaría a las crisis, por lo que continúa identificándose el problema en el lado de la demanda.

Además, el sistema productivo planteado se caracteriza por ser de integración vertical, a saber, que el sector I se encuentra subordinado al sector II, pues se otorga una mayor importancia al consumo. Se limita el papel del sector I al de proveedor de insumos para el sector II.

Se dice que a medida que el capitalismo se desarrolla, aumenta la mecanización. Ello implica mayores gastos en medios de producción (sector I) que en salarios (lo cual tiene un efecto directo en el sector II). El resultado de esta desigualdad es un aumento en la capacidad de producción de bienes de consumo mayor al aumento de su demanda. Ello tiene como consecuencia un aumento en la brecha de demanda que tarde o temprano llevará a un periodo de crisis y/o estancamiento.

Así mismo, una conclusión de ambas teorías es que con el desarrollo del modo de producción capitalista aumenta la desigualdad y se concentra el capital en pocos agentes, lo que se traduce en más y más grandes monopolios. Ello ha generado una vertiente de pensamiento enfocada en el fenómeno del monopolio en el desarrollo capitalista.

Los exponentes más importantes de esta vertiente son los de la *Monthly Review Press*: Paul Baran y Paul Sweezy, con su obra intitulada *El Capital Monopolista* (1968). En ella se retoma el argumento de la desproporcionalidad expuesto en el párrafo anterior y se incorpora la tendencia del sistema a la creación de monopolios.

La tesis de Baran y Sweezy se basa en un aumento en el excedente potencial, mayor que el aumento de la capacidad del sistema para absorberlo, y el aumento consecuente de la brecha de demanda. Los monopolios deciden deliberadamente el nivel de producción e inversión, así como el nivel de precios de las mercancías, por lo que acentúan la tendencia de la economía al estancamiento y la crisis. El problema de este planteamiento es que no explica por qué los monopolistas no dejan de aumentar su capacidad productiva ante una demanda insuficiente, aunque el determinante de la tasa real de acumulación sea una piedra angular del argumento. De esta manera, y al igual que en las otras teorías de las crisis basadas en el subconsumo, los periodos de auge son explicados por factores exógenos, como el avance tecnológico y la innovación²⁸.

Cabe resaltar que las teorías de subconsumo y desproporcionalidad identifican los periodos de auge como una excepción y los periodos de estancamiento/crisis como la regla del sistema. Por lo anterior, y en oposición a la teoría neoclásica, los choques exógenos explican los periodos de prosperidad, mientras que los periodos de crisis son la consecuencia de las contradicciones internas del sistema.

b) Teoría de la Crisis por Descenso de la Rentabilidad

La teoría que explica las crisis por un descenso en la rentabilidad ha cobró gran importancia en el pensamiento marxista durante la segunda mitad del siglo XX, pues permitió explicar la crisis de los años setenta de una mejor manera que las teorías de subconsumo y desproporcionalidad. Se encuentra mayormente basada en el Tomo III de *El Capital*, así como en algunos de los

²⁸ Los planteamientos expuestos y su crítica han sido obtenidos de (Shaikh, 1990, pp.274-275).

últimos capítulos del primer tomo. El hecho de basarse en el último tomo publicado de la obra magna de Marx ha hecho que muchos cuestionen la validez de los argumentos, pues consideran que, al igual que el libro del que se extrae, la teoría no está completa y presenta inconsistencias. Sin embargo, esta teoría ha sido complementada por diversos autores y su planteamiento resulta más sólido que las teorías de subconsumo y desproporcionalidad.

Se parte de la premisa que afirma que la tendencia del sistema es la de la reproducción autoexpansiva, y no el estancamiento como en las otras dos teorías sobre la crisis. Ello implica que los límites de la acumulación no surgen de la insuficiencia de la demanda efectiva, sino que son internos al proceso de acumulación. Por lo tanto, ubica el origen de las contradicciones del sistema que llevan a la crisis en la esfera de la producción, lo cual es consistente con la ley del valor.

Al reconocer a la acumulación como el origen de las contradicciones se define la rentabilidad como su determinante. El móvil de la inversión capitalista es la obtención de ganancias. Sin embargo, es la misma acumulación la que lleva a la disminución de la rentabilidad y, posteriormente, a un descenso de la acumulación, dando origen a los periodos de crisis.

Por lo anterior, el análisis se basa en la tasa de ganancia, definida por Marx (2013, p. 49) como:

$$g' = \frac{pv}{c + v}$$

Donde:

g' = tasa de ganancia

pv = plusvalor

c = capital constante

v = capital variable

La tasa de ganancia representa la relación de la ganancia capitalista, representada por el plusvalor, es decir, la parte del producto del trabajo que no es retribuida a los trabajadores y que es apropiada por los capitalistas; entre el capital adelantado, que representa la inversión capitalista, dividida entre capital constante (medios de producción) y capital variable (salarios).

Bajo el análisis de la teoría de la crisis por descenso en la rentabilidad, el proceso de acumulación tiene como consecuencia un aumento en la parte constante del capital, lo que se traduce en una menor tasa de ganancia en el tiempo. Sin embargo, se argumenta que al aumentar la mecanización y la inversión en medios de producción también aumenta el plusvalor

relativo obtenido por los capitalistas, pues la mecanización aumenta la productividad de los trabajadores, disminuyendo el tiempo de trabajo necesario para la reproducción de la fuerza de trabajo. En términos de valor (determinado por el tiempo de trabajo socialmente necesario [TTSN] para la producción de una mercancía), la parte variable del capital desciende y el plusvalor aumenta. Por ello se considera que el proceso de acumulación no necesariamente implica una tasa de ganancia decreciente en el tiempo.

Dado el argumento anterior es necesario analizar la fórmula de la tasa de ganancia de manera diferente. Al multiplicar tanto el numerador, como el denominador por $\frac{1}{v}$, se obtiene el siguiente resultado:

$$g' = \frac{\frac{pv}{v}}{\frac{c}{v} + 1}$$

Donde:

$\frac{pv}{v}$ = tasa de plusvalor o explotación

$\frac{c}{v}$ = composición orgánica del capital (COC)

Bajo el presente análisis, la acumulación lleva a una creciente mecanización, traducida en un aumento de la inversión en medios de producción (c) y una disminución en el capital variable. Para que la rentabilidad descienda en el tiempo con el desarrollo del proceso de acumulación, es necesario que la COC aumente más rápido que la tasa de plusvalor.

Dado que el plusvalor es la parte del trabajo impago a los trabajadores y el capital variable representa el pago en salarios, el producto de los trabajadores está dado por:

$$l = v + pv$$

$$pv = l - v$$

Por lo tanto, considerando el caso extremo (e imposible en la realidad) en que la fuerza de trabajo no requiera ningún recurso para su producción ($v = 0$), la tasa de ganancia máxima estaría dada por:

$$g'_{max} = \frac{l}{c}$$

A medida que se desarrolla el proceso de acumulación aumenta la inversión en capital constante con el fin de disminuir el valor total del trabajo (l). Esta tasa de ganancia representa el techo de la rentabilidad, mientras que el piso es igual a cero, lo que muestra que el límite al

aumento de la tasa de plusvalor es menor que el límite al aumento de la COC. En otras palabras, “la tasa real de ganancia será comprimida progresivamente entre un techo descendente y un piso firme, de modo que tendrá que mostrar una tendencia decreciente” (ibíd., p. 283). Este proceso describe la Ley de la Tendencia Decreciente de la Tasa de Ganancia de Marx.

Planteado de otra manera, al dividir tanto el numerador, como el denominador entre la suma de pv y v , que representa el producto de los trabajadores (Ramos y Valle, 1983, pp. 141-144):

$$g' = \frac{\frac{pv}{pv+v}}{\frac{c}{pv+v} + \frac{v}{pv+v}}$$

Dado que:

$$\frac{pv}{pv+v} + \frac{v}{pv+v} = 1$$

El salario de los trabajadores en términos de su producto estaría dado por:

$$w = \frac{v}{pv+v}$$

$$\frac{pv}{pv+v} = 1 - w$$

Mientras que la participación del capital constante en el producto de los trabajadores estaría dada por:

$$k = \frac{c}{pv+v}$$

Por lo que es posible reescribir la identidad de la tasa de ganancia de la siguiente manera:

$$g' = \frac{1-w}{k+w}$$

Al tratarse de proporciones, en el límite:

$$\lim_{\substack{k \rightarrow \infty \\ w \rightarrow 0}} g' = \frac{1}{\infty} = 0$$

Lo cual muestra una tendencia decreciente de la tasa de ganancia por construcción.

La explicación de que los capitalistas continúen con la acumulación a pesar de hacer descender su rentabilidad se encuentra en la competencia entre capitales. La lucha entre capitales individuales se debe a la búsqueda de la obtención de plusvalor extraordinario, es decir, una ganancia adicional al realizar las mercancías con un valor menor a un precio de mercado determinado.

En otras palabras, la competencia obliga a los capitales a intentar aumentar su productividad y reducir sus costos unitarios para obtener una ganancia mediante el diferencial de precio de mercado menos el valor de su mercancía. En este sentido, los capitalistas elijen el progreso técnico por necesidad y no por convicción, limitando su elección a una menor tasa de ganancia o ninguna en absoluto, pues de no realizar ningún progreso técnico, sus mercancías tendrían un valor mayor al precio de mercado y no podrían realizarse (ibíd., p. 286).

Algunos economistas argumentan que la tendencia decreciente de la tasa de ganancia se debe al aumento de los salarios de los trabajadores y no al aumento de la COC. Sin embargo, es posible tener salarios crecientes y una tasa de explotación igualmente creciente si los salarios crecen menos que la productividad, por lo que un aumento de los salarios no representa un estrangulamiento de la ganancia per se (esta situación se mostró en el primer capítulo cuando se analizó si era pertinente hablar de un aumento de salarios con productividad decreciente). Es el aumento de la mecanización lo que permite mayores salarios, por lo que el efecto de una mayor mecanización para sustituir trabajadores caros es secundario. Cabe mencionar que dicho aumento puede contribuir al descenso de la tasa de ganancia, más no es su causa.

Esta teoría considera además la existencia de fuerzas contrarrestantes de la tendencia decreciente de la tasa de ganancia, lo que implica que el capital pueda remontar su rentabilidad por algunos periodos en el tiempo, o que la tendencia decreciente sea menor. En la medida que las fuerzas contrarrestantes sean mayores que la tendencia negativa, pueden existir periodos de auge, pero en cuanto estas agotan su dinamismo, la tendencia decreciente continúa.

Las causas contrarrestantes de la baja tendencial identificadas por Marx (ibíd.) son: la elevación del grado de explotación del trabajo, la reducción del salario por debajo de su valor, el abaratamiento de los elementos de capital constante, la sobrepoblación relativa, el comercio exterior y el aumento del capital accionario. En otras palabras, las fuerzas contrarrestantes implican situaciones que hacen que las ganancias (pV) puedan crecer más rápido que el capital invertido ($c+v$). Como puede observarse, algunas de estas causas se encuentran en los contraargumentos de los detractores de esta teoría, pero lo que es más importante es que muchos de estos factores estuvieron presentes en el periodo de auge previo a la crisis de 2008.

c) Teorías de las crisis aplicadas al fenómeno de 2008

Como se ha observado hasta ahora, la crisis económica del fin de la primera década del siglo XXI ha sido un fenómeno en extremo complejo y se ha visto rodeado de distintas variables, actores, sucesos e interpretaciones. Debido a la complejidad del acontecimiento es muy difícil para los analistas llegar a un consenso en la explicación de la crisis. El resultado ha sido una gran variedad de teorías y explicaciones, así como la problemática de aplicarlas en un marco conceptual sólido que además pueda utilizarse para distintas crisis.

El análisis marxista ha recurrido a las teorías de la crisis que ya se han explicado en los apartados anteriores, pero además se ha valido del análisis político, de lucha de clases y sociológico, tanto en un contexto limitado a Estado Unidos, como en uno internacional. Juan Pablo Mateo (2013) encuentra cuatro explicaciones principales en la teoría marxista para el caso de 2008: por descenso de la tasa de ganancia (con diferentes causas, como el aumento de la mecanización y el subconsumo de los trabajadores), a partir de las finanzas (utilizando un análisis de poder entre el capital financiero, el capital productivo y los trabajadores), como consecuencia del neoliberalismo y por distribución del ingreso (que se basan principalmente en la teoría del subconsumo). Asimismo, asegura que el débil crecimiento económico de 2003 a 2007, el bajo dinamismo del ratio capital-trabajo y la alta actividad en el sector inmobiliario y financiero, son los eventos que dan lugar a diferentes explicaciones de la crisis.

Para esta investigación se considerarán las mismas de teorías para la explicación de la crisis, pero partiendo del cuerpo teórico que se expuso en el apartado anterior: el subconsumo y la caída de la rentabilidad. En ellas se incluirán los elementos socio-políticos que han sido colocados como eje central por algunos autores, pero que parten de los fundamentos de alguna de estas dos teorías principales. Por lo anterior, se juntan la explicación que coloca a las finanzas en el epicentro con las teorías sobre las contradicciones del neoliberalismo y la distribución desigual del ingreso entre clases sociales; mientras que se exponen, por otro lado, las distintas explicaciones para la caída de la rentabilidad.

4.2 Las contradicciones del neoliberalismo, el debilitamiento de los trabajadores y el capital financiero

Como se estudió en el primer capítulo, tras la crisis económica de la estanflación de los años setenta y ochenta, se llevaron a cabo diversas medidas de política económica que buscaban abatir la inflación, las cuales forman parte de las llamadas políticas neoliberales, entre ellas el detrimento de las condiciones laborales: algunos sindicatos fueron disueltos y otros perdieron su poder de negociación, con lo que los salarios disminuyeron y perdieron el dinamismo de las últimas décadas; se abandonaron las políticas del llamado Estado de Bienestar, disminuyendo el gasto público y el empleo que éste generaba; el aumento en las tasas de interés, que generó una reorientación del capital hacia el sector financiero, con un menor dinamismo en el capital productivo como consecuencia.

Duménil y Lévy (2011) definen el neoliberalismo como un fenómeno de clases que implicó la generación de un nuevo “orden social” en el que una fracción de la clase capitalista restauró el poder que había perdido durante la posguerra ante las políticas enfocadas al bienestar de los trabajadores. Además, este esquema coloca al sector financiero en un puesto hegemónico, en alianza con las clases administrativas del capital.

Asimismo, estos autores hacen hincapié en la hegemonía de EUA en este nuevo orden, la cual a su vez se caracteriza por tres mecanismos principales: 1) una búsqueda insaciable de altos ingresos, 2) financiarización y 3) globalización. Esta última característica puso en una desventaja mayor a los trabajadores, pues aumentó la movilidad de capitales en el mundo. Con ello se inició una competencia mundial entre trabajadores que se tradujo en la disminución de salarios en diferentes países para atraer capitales a través de inversión extranjera directa.

Gracias a la adopción de estas medidas, el capital logró remontar la rentabilidad a mediados de los años ochenta. Sin embargo, este aumento en la rentabilidad estaba basado en la disminución de la participación de los trabajadores en el producto total de la economía. Como se ha apuntado previamente, las teorías de subconsumo muestran que como los salarios son menores al producto de los trabajadores, existen problemas para la realización de las mercancías, lo que genera una tendencia hacia el estancamiento y la crisis.

Tomando en cuenta estos mecanismos, la crisis de 2008 puede explicarse por el detrimento del poder de la clase trabajadora, traducido en menores salarios y empleo, lo cual orilló a las familias trabajadoras a la contratación de deuda y a los capitales a especular en instrumentos

financieros, generando un crecimiento insostenible de la economía que estallaría inminentemente. Aunque en estas explicaciones se considera la caída de la rentabilidad y las causas contrarrestantes, la primera es una consecuencia del estancamiento, mientras que las segundas son los factores exógenos que explican el periodo de auge. Mateo (ibíd.) identifica a los autores de la *Monthly Review*, como Duncan Foley, y a David Harvey como exponentes de estas teorías; mientras que Gérard Duménil y Dominique Lévy (2011), como se ha podido observar, realizan un análisis similar introduciendo a la etapa neoliberal y al sector financiero en la dinámica de la lucha de clases.²⁹

Además de la contradicción de los salarios y el producto de los trabajadores, estos autores aseguran que fue la trayectoria de desequilibrio de EUA lo que llevó a una crisis mundial. Esta trayectoria está dada por las tres características principales del neoliberalismo mencionadas anteriormente y por los siguientes componentes: 1) una lenta acumulación de capital, 2) la creciente participación del consumo en el PIB (lo que implica la disminución de otros componentes, como la inversión), 3) aumento en la deuda de los hogares, 4) aumento en el déficit de la balanza comercial de EUA, y 5) aumento en su nivel de deuda externa.

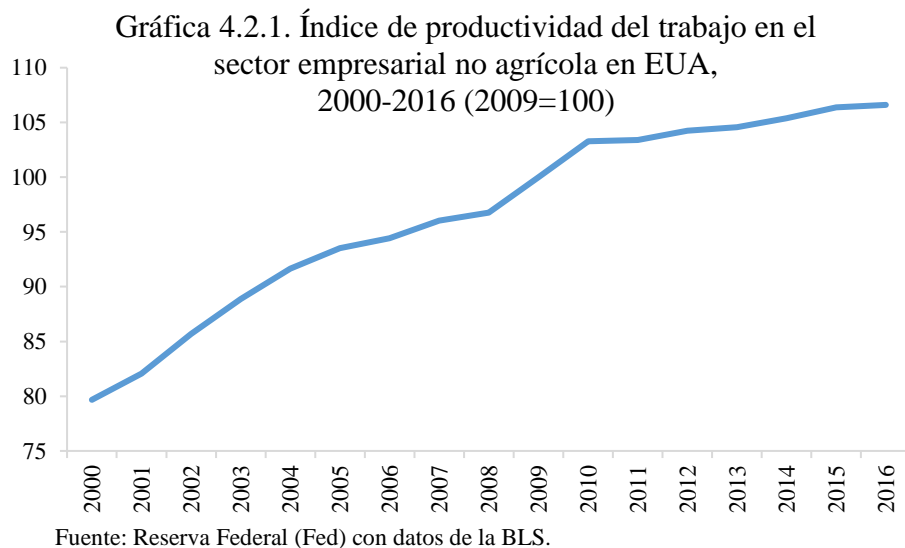
Aunque no se expone explícitamente el mecanismo de la crisis mediante esta trayectoria de desequilibrio, éste podría darse mediante diversas vías. La lenta acumulación podría llevar a una baja inversión, generando bajo ahorro interno, y al conjugar con los altos niveles de ahorro y liquidez provenientes de los mercados asiáticos, el resultado es un aumento en la deuda externa.

Por otro lado, la lenta acumulación y la baja inversión productiva también genera un aumento en la demanda de mercancías provenientes del exterior, dando lugar a un aumento en el déficit comercial. Sin embargo, el bajo nivel de la dinámica económica y las características de la etapa neoliberal generaron poco empleo y bajos salarios, por lo que la demanda de los hogares tuvo que financiarse mediante deuda, cuyos costos habían disminuido gracias a las bajas tasas de interés, presumiblemente causadas por la liquidez proveniente del exterior. De esta manera, la

²⁹ Si bien Duménil y Lévy presentan argumentos basados, en buena parte, en la creciente financiarización como causa de la crisis de 2008, su análisis basado en la estructura neoliberal y en el predominio de las finanzas sobre las inversiones productivas ha permitido abordar el estudio de la crisis desde un enfoque cercano al subconsumo. Sin embargo, la postura específica de los autores con respecto al subconsumo es de desacuerdo para el caso de 2008, como se desarrollará al final del apartado.

baja acumulación y la creciente deuda de los hogares generaron un aumento en la participación del consumo en el PIB.

A través del análisis de la balanza comercial se vislumbra un argumento proveniente de las teorías de subconsumo. De acuerdo con estos autores, un aumento en las importaciones de un país implica una correspondiente falta de demanda de productos nacionales. Si las importaciones son mayores que las exportaciones, el gasto de los consumidores no retornará a los productores nacionales, por lo que ello puede desembocar en una disminución de la inversión y, en última instancia, de la demanda agregada. Para continuar con el mismo nivel de consumo o para poder llevar a cabo la inversión, es necesario recurrir a la deuda, tanto por parte de consumidores, como por parte de los productores. Si el endeudamiento externo no logra incentivar la demanda agregada interna, el producto termina por disminuir.

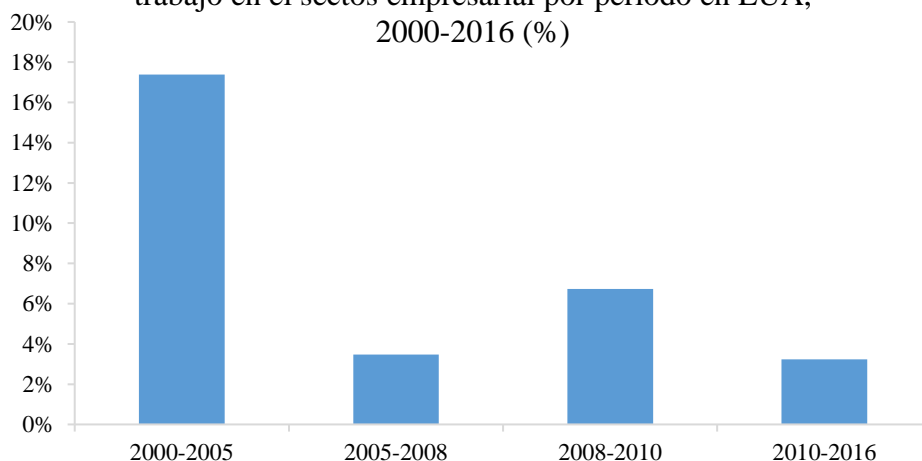


La ralentización del desarrollo de la productividad generó dificultades para ampliar la masa de beneficios y así contrarrestar la tendencia de descenso de la tasa de ganancia. En este sentido, el estancamiento productivo es visto como una causa del impedimento de una reducción adicional de los costos laborales.

Como puede observarse en la Gráfica 4.2.1, el índice de productividad había mostrado una fuerte tendencia creciente de 2000 a 2005, sin embargo, de 2005 a 2008 hubo una desaceleración en la productividad del trabajo. De acuerdo con el análisis, ello impidió aumentar la masa de beneficios, aumentando los desequilibrios en la economía estadounidense que culminarían en noviembre de 2008.

Con los datos de la gráfica anterior es posible vislumbrar que existen cuatro tendencias distintas en la productividad en EUA de 2000 a 2016. Éstas corresponden a los periodos de 2000-2005, 2005-2008, 2008-2010 y 2010-2016. En la Gráfica 4.2.2 puede observarse la variación de este índice para los periodos mencionados. En el primer periodo la productividad aumentó en 17.38% y en el segundo periodo, tan solo 3.47%, lo que implica una desaceleración de aproximadamente 14 puntos porcentuales para el periodo inmediato anterior a la crisis. Para el periodo posterior al estallido hubo una recuperación en el ritmo de la productividad, en línea con la recuperación de la economía, pero además explicado por una reducción en las horas de trabajo durante la recesión. Sin embargo, esta ha sido muy débil, registrando una variación de tan sólo 6.73%. Finalmente, en el periodo de 2010 a 2016 ha habido una nueva desaceleración en la productividad del trabajo (de aproximadamente 3 puntos porcentuales), con una variación de 3.23%, muy similar a la registrada en el periodo previo a la crisis e incluso menor.

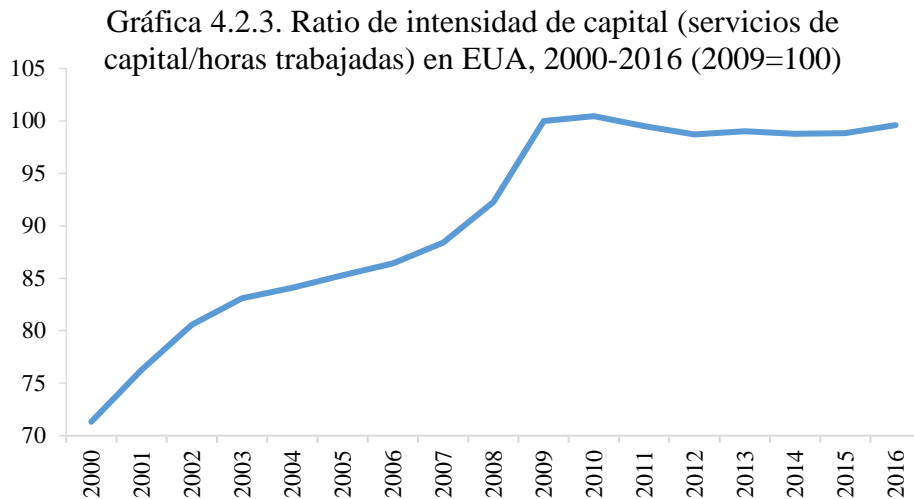
Gráfica 4.2.2. Variación del índice de productividad de trabajo en el sectores empresarial por periodo en EUA, 2000-2016 (%)



Fuente: Elaboración propia con datos de la Fed.

Como ya se había mencionado, hubo un débil comportamiento del ratio capital-trabajo antes de la crisis. La Gráfica 4.2.3 muestra que de 2000 a 2003 hubo un gran dinamismo de esta ratio, lo que muestra el efecto de la crisis *dot/com* en la disminución de horas trabajadas y la recuperación de la productividad. Sin embargo, de 2003 a 2007 hubo un lento crecimiento en esta ratio, que también es una forma de evaluar la productividad del trabajo. El gran aumento en la ratio de 2007 a 2009 se debe a los altos niveles de desempleo y la disminución de horas trabajadas; mientras que de 2009 a 2016 ha habido un dinamismo aún menor que en el periodo previo a la crisis. Ello muestra que la recuperación no ha logrado impulsar la productividad para

un mayor dinamismo económico, o bien, que la economía trabaja a un mayor grado de utilización de capital (un uso más intenso de los recursos con que ya se cuentan, pero sin adquirir nuevas unidades necesariamente).



Fuente: Reserva Federal (Fed).

De acuerdo con Harvey (2010, p.12), desde los años setenta el ingreso de las familias se había estancado, mientras que las ganancias habían aumentado gracias al incremento de la productividad del trabajo durante los años de recuperación de la crisis de la estanflación en la década de los ochenta. Desde entonces, por primera vez en la historia de EUA los trabajadores no han podido obtener ningún beneficio del aumento de la productividad de su trabajo. Bajo este enfoque la crisis de los años setenta y ochenta se debió al estrangulamiento de las ganancias causado por los salarios. En adición, los monopolios utilizaron su poder para trasladar la carga de los crecientes gastos salariales a los precios al consumidor, generando altos niveles inflacionarios.

Como se observó previamente, en la Gráfica 1.3.11, desde 1982 la productividad del trabajo ha sido mayor que los salarios. No sólo esta brecha ha ido en aumento con el paso del tiempo, sino que además los salarios han crecido por debajo de la tendencia de crecimiento que registraron entre 1947 y 1982. Ello muestra que sí ha habido un efecto de disminución en los salarios para el periodo con el que se identifica el neoliberalismo.

Esta disminución orilló a las políticas que fomentaron la migración de los trabajadores, el desarrollo de tecnologías que ahorraran gastos salariales, el desmantelamiento de las

prestaciones de los trabajadores y los sindicatos, y la disminución de los salarios. Se buscaba remontar la rentabilidad mediante el abatimiento del poder de la clase trabajadora.

Con la caída de los estados socialistas, la fuerza de trabajo global asalariada aumentó en dos mil millones:

Pero una fuerza de trabajo desamparada implica bajos salarios, y los trabajadores empobrecidos no constituyen un mercado dinámico. La persistente represión de los salarios, por lo tanto, plantea la falta de demanda para el producto en expansión de las corporaciones capitalistas. (ibíd., p.16).

Al mismo tiempo se desarrollaron las características principales de la globalización: nuevas tecnologías en telecomunicaciones, se reducían los aranceles y cuotas a las operaciones internacionales, creando una nueva estructura financiera global que facilitara el capital dinerario líquido. Ello desencadenó paulatinamente en la desregulación financiera que se volvió imparable desde los años noventa.

“La brecha entre lo que los trabajadores ganaban y lo que podían gastar fue cubierta por el aumento de la industria de las tarjetas de crédito y el creciente endeudamiento. En EUA en 1980 un hogar promedio debía alrededor de 40,000 dólares (en términos reales), pero ahora debe aproximadamente 130,000 dólares, incluyendo hipotecas.” (ibíd., p.17).

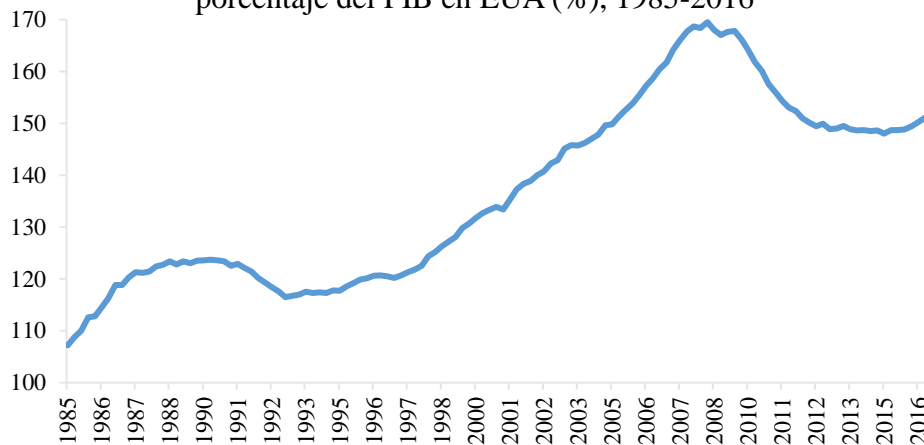
Cuando la creación de crédito saturó el mercado de los hogares promedio, los bancos recurrieron a los créditos *subprime* para la creación de nueva demanda. De esta forma, el mercado inmobiliario en constante expansión pudo solventarse durante gran parte de la primera década del siglo XXI. Dado el riesgo que implicaban estas operaciones se crearon instrumentos como los derivados y la titularización. Como puede observarse en la Gráfica 4.2.4, desde 1993 el crédito al sector no financiero tuvo una tendencia positiva ininterrumpida hasta el año de 2008. Tras la crisis, el crédito como porcentaje del PIB ha disminuido, colocándose en niveles similares a los de 2005, pero manteniendo cierta estabilidad.

En la Gráfica 4.2.5 se observa cómo el endeudamiento de los hogares como porcentaje del PIB llegó a un máximo de 99.19% a inicios de 2008. Niveles similares se mantuvieron durante 2008 y 2009, para posteriormente disminuir dramáticamente a niveles cercanos a 80% para 2016. Además, la gráfica parece indicar que la deuda de los hogares se ha estabilizado en este nivel, que ha estado presente desde 2014.

Otra vía para resolver el problema de demanda fue la exportación de capital y la creación de nuevos mercados en el mundo, específicamente mediante la implementación de políticas

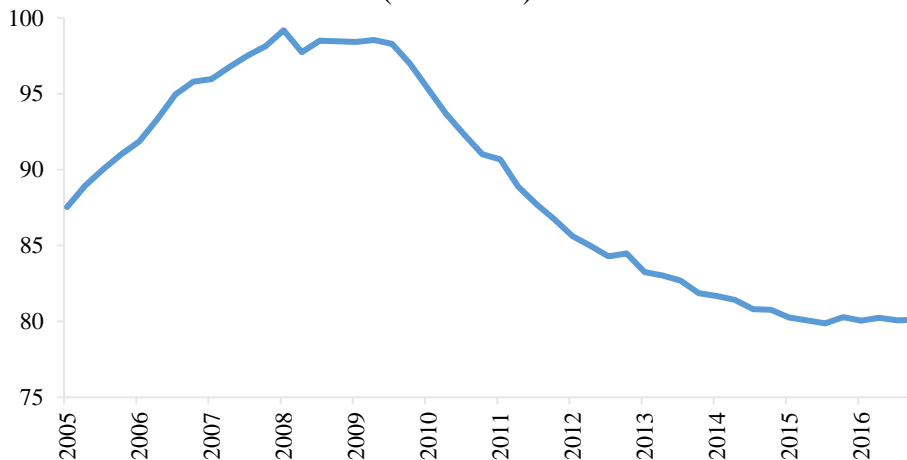
neoliberales que permitían la apertura comercial en países en desarrollo, frecuentemente como una salida de las crisis económicas de los años noventa que enfrentaron. De esta manera puede observarse el papel de las políticas neoliberales en la dinámica del capital durante el auge previo a la crisis *subprime*, mismas que habrían causado la debacle.

Gráfica 4.2.4. Crédito al sector no financiero como porcentaje del PIB en EUA (%), 1985-2016



Fuente: Reserva Federal (Fed).

Gráfica 4.2.5. Deuda de los hogares en EUA, 2005-2015 (% del PIB)



Fuente: Reserva Federal (Fed).

Gracias a la desregulación y los adelantos tecnológicos, el capital dinerario pudo trasladarse de una manera más fácil por todo el mundo en busca de la más alta rentabilidad, dando lugar a una mayor volatilidad en el mercado de divisas y a un nuevo mercado de futuros. Ello permitió fenómenos como el *yen carry trade* de los mercados asiáticos y la burbuja *dot/com* de finales de los años noventa.

La globalización del sistema financiero llevó a la competencia de sus principales centros, por medio de la desregulación. A medida que un centro financiero se desregulaba, los capitales fluían hacia él, contagiando una mayor desregulación en sus similares. Para Duménil y Lévy (2011), la creciente financiarización y dominio de estos grandes centros ha sido uno de los productos del neoliberalismo, el cual constituye un nuevo orden social, que desde la década de los ochenta reestableció el poderío capitalista. Bajo este enfoque, el neoliberalismo y la globalización legitimaron, restauraron y consolidaron el poder de una fracción de la clase capitalista tras la crisis de los años setenta, centralizando la riqueza y el poder.

Las políticas orientadas hacia la concentración de la riqueza de la clase capitalista tenían el objetivo de incentivar la producción mediante un mayor gasto en inversión. Sin embargo, a medida que transcurría el tiempo y la rentabilidad disminuía, los inversionistas prefirieron invertir en activos financieros que casi siempre eran instrumentos especulativos que no fomentaban la creación de valor (derivados, títulos, seguros y otros instrumentos de la banca a la sombra). En lugar de la creación de valor se fomentó la acumulación de capital ficticio (que designa activos financieros cuyo valor está desligado del valor del capital real).

Desde los años ochenta en adelante han aparecido reportes que sugieren que muchas corporaciones no financieras estaban haciendo más dinero derivado de sus operaciones financieras que lo que hacían produciendo mercancías. (Harvey, 2010, p.23).

Cabe destacar en este punto que la crisis de 2008 no solo afectó a los centros financieros y a los inversionistas, sino al grueso de la población estadounidense y de otros países.

Cuando la crisis manifestaba sus primeros efectos, los afectados fueron las personas que habían contratado los llamados créditos *subprime*: personas de bajos ingresos y ampliamente marginalizadas en la economía (afroamericanos, inmigrantes y madres solteras). No fue sino hasta 2007 cuando la prensa comenzó a darle importancia al problema, cuando la crisis comenzó a afectar a la clase media.

“Para finales de 2007, cerca de dos millones de personas habían perdido sus hogares y se pensaba que cuatro millones más estaban en peligro de la ejecución hipotecaria” (ibíd., p.1). Las personas debían más dinero del que valían sus casas y comenzaron a crearse ciudades de tiendas de campaña en estados como California y Florida.

Por otro lado, los agentes que financiaron el fenómeno hipotecario parecían no tener afectaciones en un primer momento. En contraste con las grandes pérdidas de la población más pobre, las ganancias de la población más rica eran exorbitantes.

Los países que dependen fuertemente de las remesas enviadas por su fuerza de trabajo desde los países desarrollados vieron frecuentemente sus ingresos disminuidos. Ello llevó a casos de malnutrición e inanición en los países más pobres, lo cual muestra que la idea de que las poblaciones marginalizadas no son afectadas por las crisis financieras del mundo desarrollado es una mentira. Este análisis permite extender el estudio de la economía hacia las consecuencias que más afectan a la población en su conjunto, percibiendo a la economía como el estudio del sistema de satisfacción de necesidades de las personas (aunque no sea su móvil principal) y no simplemente como un sistema de “asignación óptima de recursos”.

Para Harvey el aumento de la deuda en todos los sectores a finales del siglo XX y principios del XXI es la consecuencia del llamado “problema de absorción del exceso de capital”. El capital ofrece parte de su excedente en el mercado financiero con el fin de generar mayores ganancias de las que le redituaria la producción y realización de mercancías, gracias a las altas tasas de interés de los años noventa.

El problema radica en la dificultad para la colocación del excedente de capital generado, se dice que existe un exceso de liquidez en la economía, o lo que es lo mismo, recursos crecientes en busca de nuevas oportunidades rentables de inversión.

El exceso de capital fue colocado en el sector financiero, ya fuera como ahorro o en activos especulativos, aumentando la oferta de dinero de los bancos y disminuyendo los costos para la financiación de todos los agentes. Cabe mencionar que este planteamiento está en línea con los mecanismos propuestos por Duménil y Lévy.

Bajo esta situación se dio lugar a un creciente endeudamiento de los hogares, empresas y entre el mismo sector financiero, dando pie a un creciente apalancamiento por parte de los bancos. El excedente creó capital ficticio que se acumulaba constantemente y, a su vez, absorbía el excedente que lo había creado.

Un aumento en la tasa de explotación lleva a cabo grandes exigencias sobre el sector financiero, que debe reciclar el plusvalor realizado desde su forma altamente líquida como ingreso en dinero procedente de la venta de mercancías, a la forma altamente ilíquida como medios de producción. Si el sistema financiero fracasa en lograr esta función, la demanda agregada se estanca y se frustra la acumulación de capital, no mediante una carencia de

beneficio potencial, sino a través de una incapacidad para realizar la ganancia potencial (Foley, 2010:2).³⁰

Asimismo, debido a una baja rentabilidad en las actividades productivas en EUA, los capitales contribuyeron a la ola de privatización que envolvió al mundo bajo las políticas neoliberales. Además, con la globalización los capitales dirigieron su producción a distintos países que les ofrecían ventajas comparativas alrededor del mundo, disminuyendo el dominio de EUA en el campo de la producción.

Este fenómeno sustenta una crítica al análisis de la tendencia decreciente de ganancia, pues muestra que el hecho de que la rentabilidad disminuya en un país, no significa necesariamente una crisis en el capital global, pues puede existir una movilidad de capital hacia países más rentables. En este sentido un análisis más pertinente debe orientarse hacia la producción mundial, y nunca limitarse a un solo país. En este sentido se ha dicho que EUA ha perdido su hegemonía en manos de los países emergentes, especialmente China.

Cada vez más los estadounidenses basaban sus ganancias en la extracción de rentas, ya fuera por avances tecnológicos, innovaciones financieras o derechos por propiedad intelectual. Lo cual implicaba que el sector financiero no pudiera ser regulado fácilmente.

Haciendo énfasis en el carácter inmobiliario del estallido de esta crisis, Harvey introduce elementos del urbanismo en el análisis, planteando que las crisis asociadas con problemas en mercados inmobiliarios tienden a durar más que las crisis asociadas con problemas financieros o bancarios (op. cit., pp. 9-10). Esto se debe a que las inversiones en construcción implican un fuerte endeudamiento, así como un largo periodo de inversión y un alto riesgo. Cuando el exceso de inversión se hace evidente, los problemas financieros que tardaron tanto tiempo en solventarse, tardan mucho tiempo en resolverse.

Este planteamiento se opone al de Shiller, quien especifica que ni siquiera la crisis de 1929 tuvo una especulación inmobiliaria de tanta amplitud como la de 2008, pues todos los auge inmobiliarios hasta la fecha se han limitado a un nivel regional, tratándose de un fenómeno sin precedentes.

Finalmente, con el estallido de la crisis llegó la desconfianza de los inversionistas y consumidores, y el desempleo aumentó fuertemente a medida que disminuía la inversión. El comercio internacional mundial cayó un tercio en unos cuantos meses, generando problemas

³⁰ Citado en (Mateo, op. cit., p. 51).

en países con economías basadas en exportaciones (como Alemania y Japón). Como consecuencia de la recesión, los precios de las materias primas cayeron, afectando a los principales países exportadores (como Rusia y Venezuela).

La Fed estimó que hubo una pérdida de 11 billones de dólares en el valor de los activos de los hogares estadounidenses tan sólo en 2008, mientras el Banco Mundial auguraba el primer año con crecimiento negativo para la economía mundial desde 1945. “Esta era, sin duda, la madre de todas las crisis” (ibíd., p.6). Esta crisis fue el punto culminante de las crisis financieras de los años noventa que la Fed había logrado superar.

Como pudo observarse, este análisis se basa en el estudio de las condiciones económicas, políticas y tecnológicas que surgieron tras la gran crisis anterior bajo el llamado neoliberalismo. Estas condiciones constituyen los cambios y tendencias que llevaron a la crisis de 2008.

A través del análisis de Duménil y Lévy se observó la estructura del neoliberalismo y la trayectoria de desequilibrio que este permitió. Estas trayectorias fueron consecuencia de la falta de ingresos por parte de los trabajadores, razón a la cual Harvey atribuye la crisis, aludiendo a salarios menores que la productividad del trabajo desde los años ochenta.

Si bien la teoría subconsumista logra explicar estas tendencias desequilibrantes, es importante notar que la crisis no fue causada por la falta de consumo. Como apuntan Duménil y Levy (2011), la participación de los salarios totales en el producto no presentó una tendencia negativa. Sin embargo, al excluir de la serie al 5% de los hogares con ingresos más altos, el resultado es que sí existe una tendencia negativa para el 95% restante. De ello se concluye que el crecimiento de los salarios del 5% de los hogares con ingreso más alto fue mayor a la caída en el ingreso del resto de los hogares, acrecentando la desigualdad y concentrando el ingreso en los percentiles más altos. El problema de este análisis es que incluye en los ingresos estudiados los ingresos de capital, por lo que no constituye realmente la participación de salarios al producto.

De lo anterior se observa que los salarios de la mayoría de los trabajadores sí disminuyeron, además del contrastante aumento en los ingresos de los hogares más ricos. Este aumento hizo que la demanda total de los hogares creciera, por lo que no hubo una caída en la demanda efectiva previa a la crisis. En línea con lo anterior, cabe recordar que una de las tendencias de desequilibrio identificadas es el aumento del consumo como porcentaje del PIB. Por ello, la crisis no fue causada directamente por el subconsumo, pues, gracias al crédito (incluidos los

créditos *subprime*) y al consumo de los hogares con mayores ingresos, el consumo no disminuyó sino hasta el momento de la crisis.

El desequilibrio en la trayectoria de la economía estadounidense habría llevado al gobierno de EUA a generar políticas que incentivaran el consumo, apoyándose en la deuda. Según este razonamiento, dadas las condiciones del desequilibrio, se realizaron políticas que incentivaron el consumo y la deuda (aunque estos ya estaban presentes), los cuales a su vez generaron un mayor desequilibrio, y que requirieron nuevas políticas, generando una espiral acelerada de desequilibrio.

Se atribuye a las políticas estadounidenses el incremento de un desequilibrio del que no se explica su origen. Si la trayectoria de desequilibrio ya estaba presente, las políticas sólo acentuaron su alcance, manteniendo un crecimiento económico basado en deuda. Sin embargo, dicha trayectoria habría continuado y desencadenando en una crisis aún sin el gobierno. La única explicación posible bajo este razonamiento es la tendencia permanente al desequilibrio y al estancamiento, planteada por la teoría subconsumista. En este sentido, las políticas representarían el factor exógeno que explica el período de crecimiento, que es una excepción a la regla del estancamiento.

Sin embargo, uno de los planteamientos más importantes a notar en esta explicación es el hecho de que el consumo nunca disminuyó, ya fuera el consumo financiado por deuda de los trabajadores o el consumo de los percentiles más altos. En este caso, la teoría subconsumista se queda sin nada más que “tendencias desequilibrantes” para explicar una crisis en la que la economía nunca careció de consumo antes del estallido.

De ser este el caso, preguntas pertinentes a este tipo de explicaciones son ¿por qué no pudo continuar la economía estadounidense en una senda de desequilibrio por un tiempo mayor? ¿cuál fue el detonante que cambió las expectativas de los prestatarios y prestamistas para parar la creciente deuda? Y la más importante: ¿puede explicarse una crisis caracterizada, entre otras cosas, por el aumento del consumo por una teoría que explica este fenómeno por la falta de realización de mercancías?

Si la principal causa de esta teoría no estuvo presente en 2008 y es necesario recurrir a factores exógenos para encontrar la causa, entonces esta teoría no es válida para explicar este fenómeno. Para contribuir a la búsqueda de la causa verdadera de esta crisis, habría que investigar en las causas de la senda de desequilibrio con una abstracción mayor a la simple

descripción de los hechos de manera cronológica. Afirmar únicamente que un desequilibrio en aumento genera un estallido inminente deja un marco teórico similar al estudiado en el segundo capítulo: la teoría de la especulación y la retroalimentación (*feedback*), pero sin ahondar en la causa verdadera de esta tendencia.

Al remitirnos a la teoría de las burbujas especulativas, es necesario investigar el móvil de estos fenómenos y el factor en que se basan los inversionistas para seguir o dejar de invertir, más allá de los procesos conductuales de los “espíritus animales”. Como se recordará, tanto la teoría de Fisher sobre el ciclo deuda-deflación, como los planteamientos de Minsky y de Shiller, muestran que el proceso especulativo se remite a la búsqueda de la ganancia.

Teniendo en cuenta que la acumulación de capital físico y ficticio se realiza con el fin de obtener una ganancia, es posible buscar una respuesta en las expectativas de rentabilidad de los inversionistas. Estas expectativas son las que determinarían si continúan con la acumulación de capital físico o si continúan inflando burbujas de capital ficticio.

Para determinar estas expectativas es necesario analizar la rentabilidad de los procesos de producción, una vez que se ha demostrado que no hubo problemas de realización de mercancías en la esfera de la circulación y asumiendo que los mercados financieros están subordinados al sector real, al menos en el largo plazo.

Con estas conclusiones se explicará a continuación la crisis de 2008 desde la perspectiva de la ley de la tendencia decreciente de la tasa de ganancia propuesta por Marx en el Tomo III de *El Capital*.

4.3 Descenso de la rentabilidad y sus causas contrarrestantes

A diferencia de las teorías neoclásica, financiera, keynesiana y conductual, la teoría marxista busca explicar los fenómenos ocurridos en el presente mediante el análisis de las tendencias históricas del modo de producción. La ley de la tendencia decreciente de la tasa de ganancia es una expresión de este pensamiento. Como ya se ha explicado, ésta asegura que a medida que el modo de producción capitalista se desarrolla los capitalistas buscan aumentar la productividad, por lo cual realizan innovaciones tecnológicas que buscan sustituir el costo de los trabajadores mediante un aumento en el capital constante, es decir, en máquinas y herramientas. Sin embargo, si el aumento de la composición orgánica es mayor al aumento en la tasa de plusvalor, la tasa de ganancia disminuirá.

Dado que los capitalistas están obligados por la competencia a aumentar la composición orgánica del capital, y a que la extracción de plusvalor implica límites físicos y sociales, la tasa de ganancia tiene una tendencia decreciente secular. Este descenso en la rentabilidad sería el causante de las crisis recurrentes del capitalismo, siendo condiciones necesarias para reestablecer la rentabilidad y continuar con la acumulación.

La ley de la rentabilidad de Marx consiste en que: mientras el capitalismo se desarrolla, la cantidad de capital constante aumenta en relación al capital variable. Como la fuerza de trabajo contratada con el capital variable es la única parte del capital que produce plusvalor, la cantidad de plusvalor cae en relación al costo de los capitalistas, y esto deprime la tasa de ganancia a menos que haya un aumento más rápido en la tasa de plusvalor, entre otras contratendencias. (Roberts, 2016, p. 17)

A medida que los capitalistas innovadores comienzan a invertir en activos con una mayor composición orgánica, los capitales menos eficientes dejan de operar y cierto capital es destruido. Ello genera una caída en la producción y, debido a una subsecuente caída en empleo y a la decreciente rentabilidad, el poder de paridad de compra del trabajo y el capital cae. En este sentido las crisis son necesarias para corregir la rentabilidad (ibíd., p. 17).

Roberts (op. cit.) explica cómo tras el desplome los capitalistas no invierten ni en la parte constante ni en la variable, sino que aumentan la intensidad de ambos componentes (Gráfica 4.2.3), dejando la misma composición orgánica del capital. A medida que pasa el tiempo, el capital constante se deprecia, es decir, pierde valor. Este proceso continúa hasta que es comprado el capital constante depreciado de los capitales en quiebra. Al incrementar la producción en estas condiciones es necesario incrementar el empleo, por lo que la composición orgánica del capital desciende por ambos componentes, restaurando el nivel de la tasa de ganancia. De esta manera el capital se destruye y reconstruye por su propia cuenta.

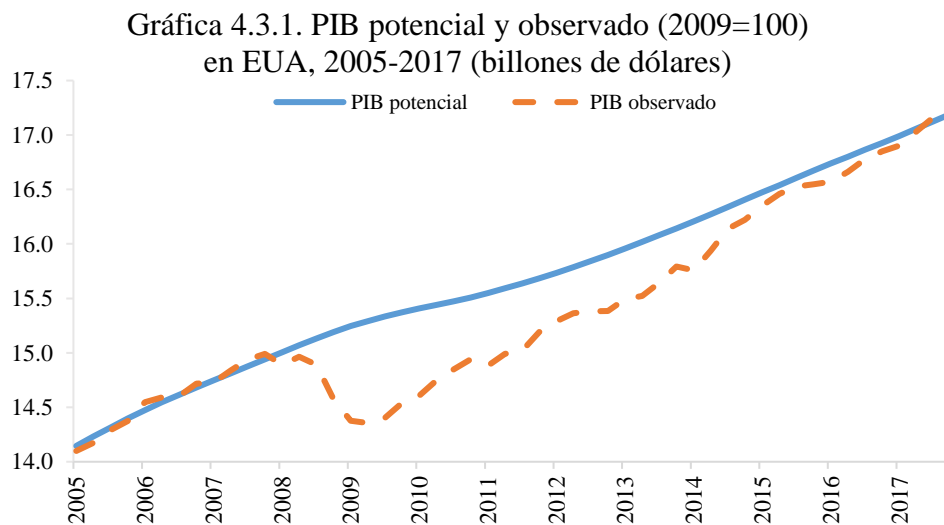
Algunos economistas marxistas aseguran que el descenso en la tasa de ganancia fue la causa de la crisis de 2008, sin embargo, resaltan la participación de ciertos factores contrarrestantes que impidieron un descenso más pronunciado, como el presenciado durante la crisis de la estanflación.

Es importante mencionar que, aunque la caída en la rentabilidad sea la causa de las crisis, éstas tienen una expresión histórica que funge como detonante, un fenómeno que aparenta ser la causa para quienes no miran a profundidad. Para el caso de 2008 esta expresión tomó la forma de la deuda, el crédito y la especulación financiera basada en el sector inmobiliario.

Por otro lado, esta crisis tiene una mayor relevancia que otras recesiones ocurridas recientemente, como las de 1991 y 2001. Si bien esta crisis fue catalogada como la “Gran Recesión”, algunos economistas no están de acuerdo con el término, pues aseguran que lo que se presencié en 2008 fue el estallido de una depresión. Posiblemente el autor más conocido en sostener este planteamiento es Paul Krugman, sin embargo, Michael Roberts también hace lo propio desde la visión de la escuela marxista.

Roberts (2016) destaca que las definiciones de “recesión” y “depresión” de la ortodoxia se basan únicamente en caídas del PIB bajo ciertos periodos continuos o de determinada magnitud, y asegura que éstas no son adecuadas para la descripción de estos fenómenos. Este autor define una depresión como una contracción en la economía tal que la recuperación subsecuente es tan débil que toma años volver a la senda de crecimiento previa a la crisis.

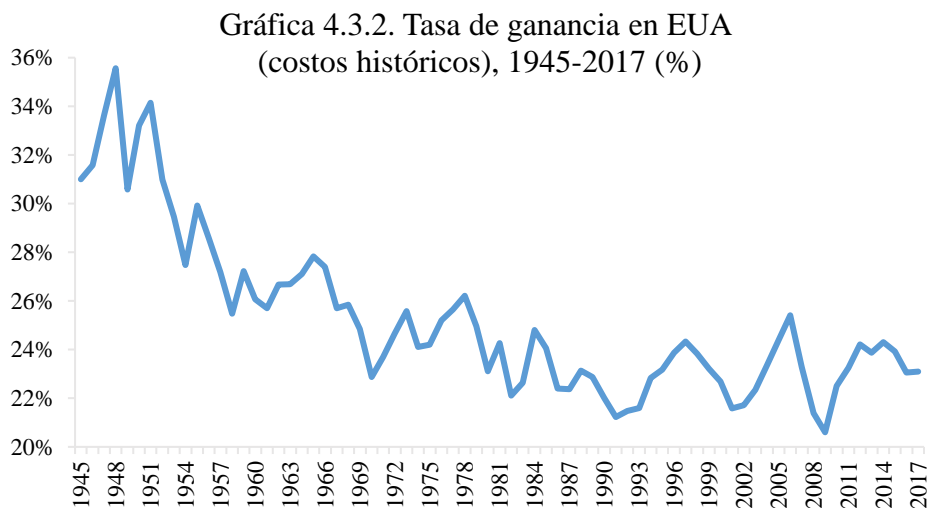
La Gráfica 4.3.1 muestra cómo, de acuerdo con la definición de Roberts y utilizando datos de la Fed, la depresión duró aproximadamente 10 años. De continuar la economía estadounidense con este comportamiento, se habría terminado la depresión desde el tercer trimestre de 2017. Puede observarse cómo 2009 fue el año con una mayor brecha de producto durante la depresión, y cómo a pesar de que se anunció una “recuperación de la recesión” desde 2010, el PIB aún no alcanzaba la trayectoria de crecimiento previa a la crisis.



Fuente: Elaboración propia con datos de la Fed.

La teoría de las crisis por descenso en la rentabilidad asegura que es la caída en la tasa de ganancias lo que genera crisis recurrentes en el modo de producción capitalista, por lo que este descenso sería la causa del descenso en la inversión, el consumo y la producción.

La evidencia histórica muestra una marcada tendencia negativa en la tasa de ganancia. Puede observarse en la Gráfica 4.3.2 cómo la rentabilidad ha descendido desde un punto máximo en 1948 hasta su punto más bajo en 2009. Sin embargo, en el periodo asociado con el neoliberalismo muestra una cierta estabilización en la tasa de ganancia. Desde 1982, con la recuperación de la crisis de la estanflación, hubo una tasa de ganancia estable que incluso alcanzó en 2006 niveles similares a los de finales de los años setenta. Ello se explicaría por un aumento de la tasa de plusvalor mayor que el de la composición orgánica del capital para este periodo. Esto a su vez sería el producto de factores que lograron contrarrestar la tendencia negativa de la tasa de ganancia. Aunque es importante resaltar que aún tras esta recuperación, la tasa de ganancia tuvo una gran caída de 2006 a 2009, alcanzando los niveles más bajos para el periodo 1945-2017. Esta caída habría sido la causa última de la crisis de 2008.³¹

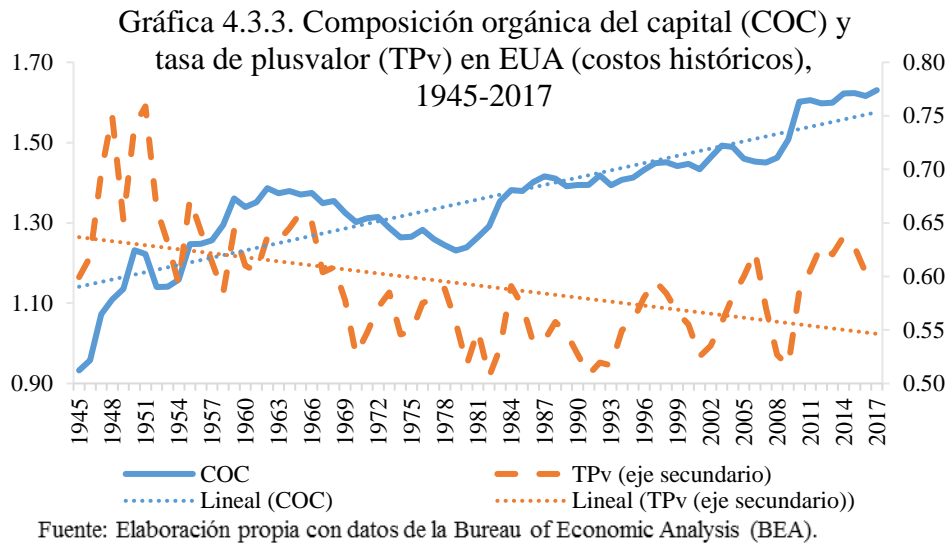


Fuente: Elaboración propia con datos de la Bureau of Economic Analysis (BEA).

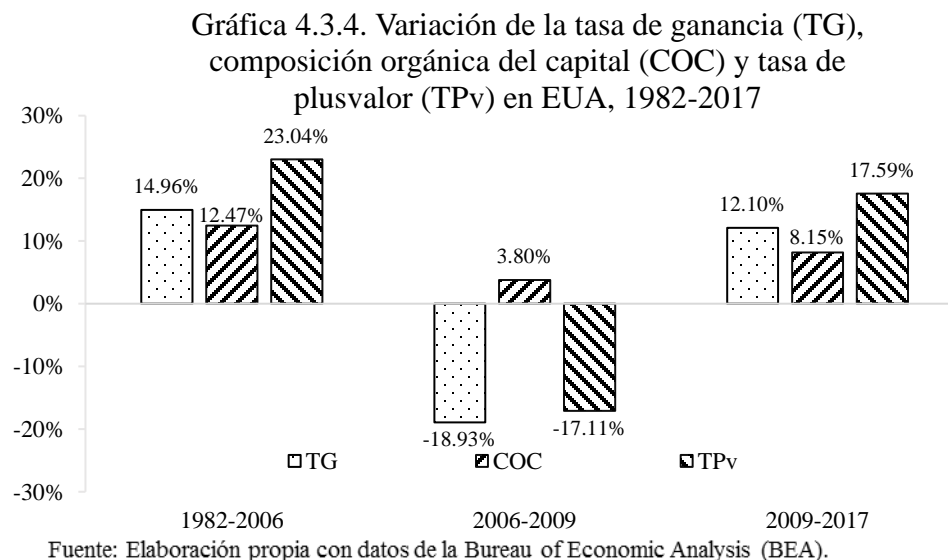
La Gráfica 4.3.3 muestra que para el periodo de 1945-2017 la composición orgánica del capital ha tenido una tendencia marcadamente positiva, mientras que la tasa de plusvalor presenta una tendencia negativa para el periodo. Sin embargo, cabe aclarar que desde su punto mínimo en 1982 la tasa de plusvalor ha tenido una recuperación, lo cual se traduce en una tendencia positiva desde este año. El comportamiento irregular de la tasa de plusvalor da cuenta de cómo se modifican las condiciones de producción en el tiempo. Por ello, y a diferencia de lo

³¹ La tasa de ganancia aquí mostrada fue calculada utilizando costos históricos con la metodología propuesta por Michael Roberts, la cual utiliza el sistema de cuentas nacionales estadounidense. Para mayores detalles sobre el cálculo de esta serie y sobre la serie calculada con costos corrientes, ver Anexo.

observado con la composición orgánica del capital, no es sería correcto hablar de una tendencia histórica en la tasa de plusvalor.



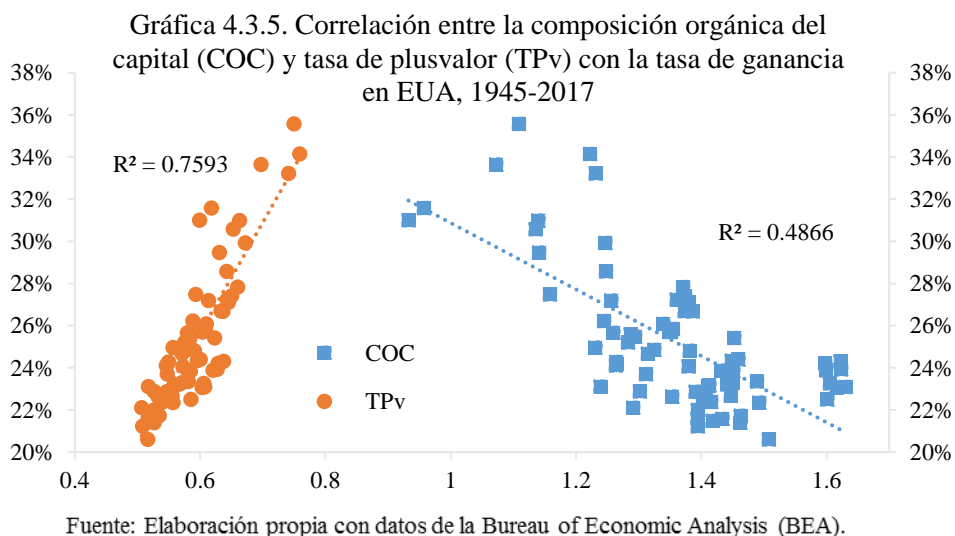
En la Gráfica 4.3.4 puede apreciarse cómo para el periodo de 1982-2006 la tasa de ganancia pudo aumentar en 14.96% por un aumento en la composición orgánica del capital menor al de la tasa de plusvalor, la cual tuvo un incremento muy significativo (23.04%). El periodo de descenso de la tasa de ganancia (-18.93%), de 2006 a 2009, se vería explicado tanto por el aumento en la composición orgánica del capital (3.80%) como por un gran descenso en la tasa de plusvalor (-17.11%). La recuperación iniciada en 2009 refleja el notable crecimiento de la tasa de plusvalor (17.59%) que ha crecido casi al doble que la composición orgánica del capital (8.15%).



Tras haber analizado el periodo histórico de la segunda mitad del siglo XX hasta nuestros días, se encuentra que la ley de rentabilidad de Marx es válida. En los momentos en que la composición orgánica de capital creció más rápido que la tasa de plusvalor, la tasa de ganancia cayó. La contradicción entre acumulación de capital y tasa decreciente de ganancia fue resuelta finalmente por la crisis, tras la cual se reestablecerá, de nueva cuenta, esta relación contradictoria.

Dado que la tasa de ganancia ha tenido una tendencia negativa y que la composición orgánica ha tenido una tendencia positiva, y tras haber mostrado la variación de la composición orgánica del capital, la tasa de plusvalor y la tasa de ganancia en los últimos años, es pertinente preguntarse por la relación que existe en estas tres variables.

En la siguiente gráfica se muestra la correlación entre la composición orgánica del capital y la tasa de plusvalor con la tasa de ganancia de 1945 a 2017. Puede observarse que existe una correlación positiva entre la tasa de plusvalor y la tasa de ganancia, mientras que la composición orgánica del capital tiene una correlación negativa con la tasa de ganancia. La tasa de plusvalor explicaría en 75.93% el comportamiento de la tasa de ganancia, mientras que la composición orgánica explicaría 48.66% de dicho comportamiento.



La evidencia aquí analizada muestra que hubo un periodo de recuperación y estabilización de la tasa de ganancia previo a la crisis de 2008 y que durante este periodo la tasa de plusvalor tuvo un gran dinamismo. Tras haber identificado el periodo y la magnitud de la variación de la

composición orgánica de capital y la tasa de plusvalor es necesario analizar cuáles fueron los factores que contrarrestaron el descenso de la rentabilidad.

Tanto Anwar Shaikh (2013) como Michael Roberts (op cit.) identifican la caída de los salarios y condiciones laborales, y las bajas tasas de interés como los factores contrarrestantes que permitieron la estabilización y recuperación de la tasa de ganancia para el periodo 1982-2006. La estabilización sugiere que las fuerzas contrarrestantes igualaron, y por periodos superaron, la tendencia decreciente de la tasa de ganancia.

La tasa de plusvalor es también considerada como una medida de la explotación por Marx. Esto se debe a que relaciona la parte de trabajo impago, realizada por el trabajador y apropiada por el capitalista, con la parte de trabajo que sí le es remunerada al trabajador. Por lo tanto, un aumento en la tasa de plusvalor es igual a un aumento en la explotación de los trabajadores.

Este aumento en la explotación es consistente con una de las características de este periodo, la cual ya ha sido cubierta en algunos capítulos anteriores: la caída de los salarios con respecto a la productividad del trabajo. Las políticas implementadas desde los años ochenta, las cuales buscaban abatir los altos niveles de inflación, incluyeron un empeoramiento de las condiciones laborales de los trabajadores, quienes no solo vieron sus salarios mermados, sino que además hubo un descenso en los niveles de empleo y un recorte en los programas de gobierno destinados a promover el trabajo. Este es el origen del aumento 23.04% en la tasa de plusvalor de 1982 a 2006. Se reestableció la tasa de ganancia aumentando la intensidad de explotación del trabajo, pagando salarios que estaban cada vez más por debajo del valor de la fuerza de trabajo (Gráfica 1.3.11).

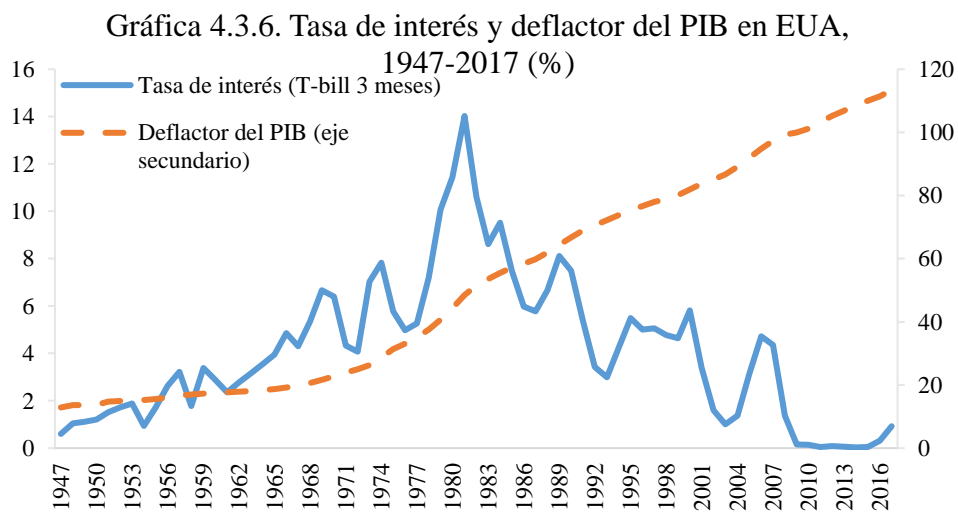
El aumento de la explotación, basado en la reducción de salarios con respecto a la productividad del trabajo, pudo haber generado una caída en el consumo y una tendencia hacia el estancamiento. Sin embargo, las bajas tasas de interés y la facilidad para adquirir créditos permitieron el aumento en el consumo de las familias. El aumento en el endeudamiento de las familias, el cual fue dedicado al consumo, es una de las razones que impiden categorizar esta crisis bajo el subconsumo. Roberts asegura que el subconsumo no parece ser la causa de las crisis, pues históricamente únicamente ha disminuido en periodos posteriores al estallido (op cit., p. 19).

Shaikh asegura que las bajas tasas de interés no sólo permitieron el aumento del consumo sustentado en deuda, sino también la expansión del capital, y con ello la generación de las

bases de la burbuja especulativa en el mercado crediticio. Este autor muestra una representación similar a la Gráfica 4.3.6 (2016, p. 733), en la que explica cómo de 1947 a 1981 la tasa de interés tenía una tendencia creciente, que además estaba alineada con el comportamiento de los precios, relación planteada por la Paradoja de Gibson.

Desde 1982 Paul Volcker invirtió el crecimiento de la tasa de interés mediante su política monetaria, disminuyendo desde entonces las tasas de interés (tras los fuertes aumentos que llevaron a la tasa de interés estadounidense a su nivel máximo en 1981), a pesar del aumento en precios. La consecuencia de esta política es la disminución del costo de la deuda en términos reales, lo cual incentivó a capitalistas y consumidores a contratar cada vez más deuda, sin mencionar que la clase trabajadora tenía un incentivo adicional generado por la disminución de su remuneración. De esta manera el crecimiento económico estadounidense, y del resto del mundo (debido a políticas similares en los países más desarrollados), se sustentó en la deuda, la cual aumentaría en términos reales en el momento en que las tasas de interés aumentaran o cuando los precios cayeran.

Este efecto en las tasas de interés a corto plazo habría impactado también en la rentabilidad bancaria, que está determinada, entre otras cosas, por la brecha entre tasas de interés a largo y corto plazo.



Fuente: Reserva Federal. Basada en el trabajo de Anwar Shaikh Shaikh (2016, p.733).

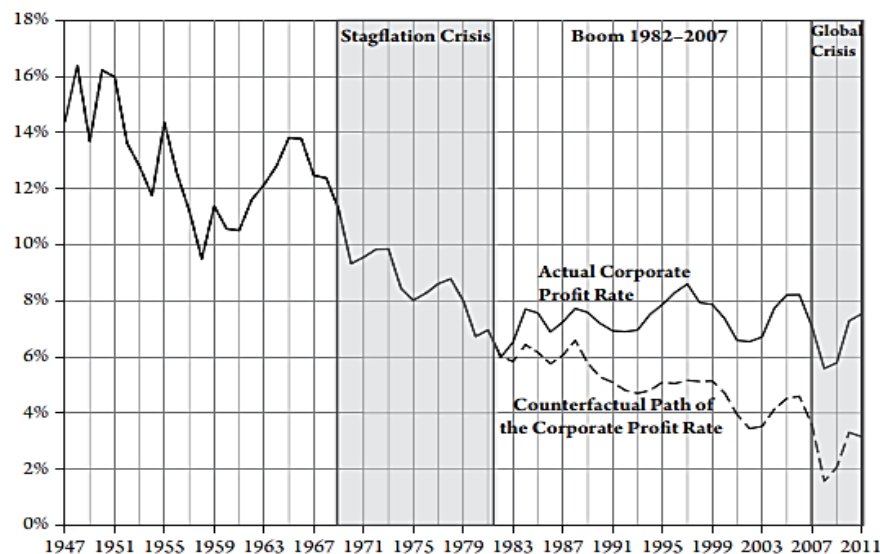
De esta manera el auge iniciado en los años ochenta estuvo basado en la reducción salarial y las bajas tasas de interés. Sin embargo, éste era “inherentemente contradictorio”, ya que la caída de la tasa de interés “desató la fiebre crediticia” que permitió a los hogares afectados por

las reducciones salariales mantener el crecimiento de su consumo a través de un crecimiento insostenible del crédito, así como la generación de la burbuja especulativa en activos como títulos y derivados. Este modelo alcanzó sus límites al final de la primera década del siglo XXI, dando pie a la crisis de 2008 (Shaikh, 2013, p. 227).

Shaikh realiza un análisis a partir de la tasa de ganancia que difiere del de Roberts, ya que se basa en la tasa de ganancia empresarial, que es igual a la diferencia entre la tasa de ganancia y la tasa de interés. Ésta es reconocida como el determinante de la inversión por distintas escuelas de pensamiento, si bien cada una difiere en su planteamiento e implicaciones.

La tasa de ganancia de Shaikh (Gráfica 4.3.7) muestra una marcada tendencia negativa en esta variable hasta 1982. Después de este punto hubo un aplanamiento en la tendencia, la cual alcanzó un máximo en 2006 y un mínimo en 2008. Este autor además calcula una senda contrafactual de la tasa de ganancia si no hubiera habido causas contrarrestantes. Es destacable que, a pesar de la diferencia en las metodologías de Shaikh y Roberts, las tendencias y puntos de inflexión de la tasa de ganancia son muy similares, concordando en que la crisis inició desde 2007.

Gráfica 4.3.7. Tasa de ganancia real y contrafactual de empresas estadounidenses, 1947-2011³²

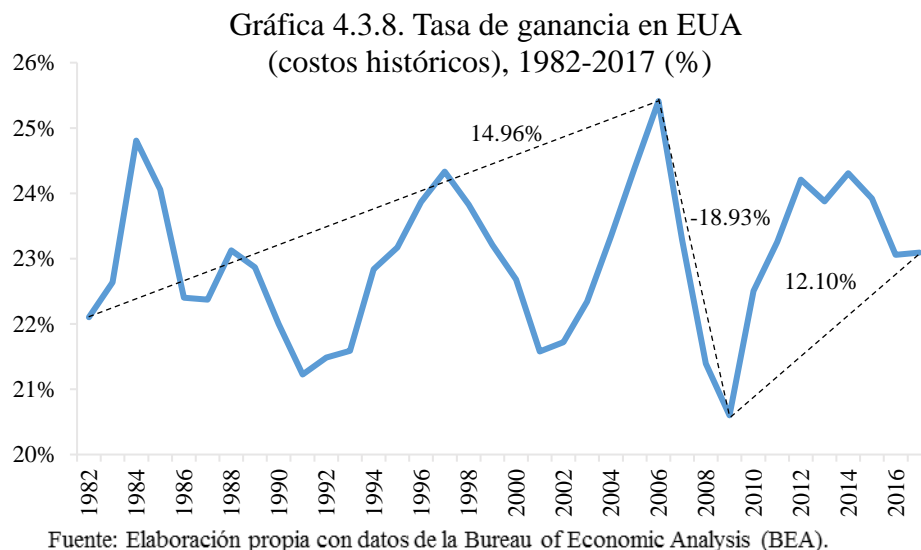


La cuestión a plantear del análisis anterior es si la tasa de ganancia se ha estabilizado o si simplemente disminuyó la pendiente de la curva. El nuevo mínimo alcanzado en 2009 podría representar la vigencia de la tendencia negativa, además de que el máximo de 2006 podría ser

³² (Shaikh, 2016, p.732).

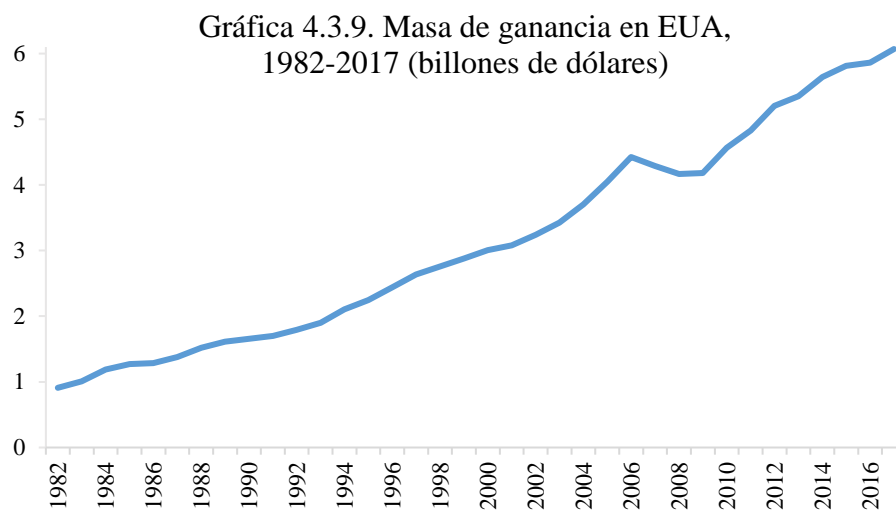
muy difícil de alcanzar en el futuro. El comportamiento de la tasa en los próximos años determinaría si la tendencia se estabilizó o si sigue vigente la tendencia negativa. De encontrarse la economía estadounidense en la situación sostenida por Shaikh de una tasa de ganancia estabilizada, una pregunta válida sería ¿cuánto tiempo más podrán mantenerse estas contratendencias hasta que la tasa de ganancia vuelva a descender?

Tras haber analizado la tendencia decreciente de la tasa de ganancia en el largo plazo, la Gráfica 4.3.8 muestra la evolución de esta variable en el periodo 1982-2017. Puede observarse cómo la tasa de ganancia aumento en casi 15% de 1982 a 2006, año tras el cual comenzaría a descender hasta su mínimo en 2009. Después de este año ha iniciado la recuperación de la tasa de ganancia, sin embargo, aunque la Gráfica 4.3.1 mostraba que la producción alcanzó su nivel potencial en 2017, la tasa de ganancia no ha alcanzado los niveles de 2007. Esta gráfica también muestra cómo las caídas en la tasa de ganancia y sus puntos más bajos coinciden con las recesiones de la economía estadounidense en los últimos años, es decir, las recesiones de 1991 y la de 2001, asociada a la burbuja *dot/com*. Esto muestra cómo estas recesiones también pueden ser explicadas por la tasa de ganancia, aunque su alcance haya sido mucho menor al de la crisis de 2008.



Dada la magnitud de la caída en la tasa de ganancia en 1991 y 2001 cabe preguntarse por qué no tuvieron un efecto tan grave como en 2008. Una respuesta inmediata puede encontrarse en la masa de ganancia. Como puede verse en la Gráfica 4.3.9, la masa de ganancia no disminuyó sino hasta el año de 2007. Aunque la tasa de ganancia alcanzó mínimos en 1991 y

en 2001, la masa de ganancias no disminuyó en ninguno de los dos periodos. En 2007 la historia fue diferente, ya que se registró una caída en la masa de ganancia con respecto al año anterior. Por esta razón, los economistas que defienden esta teoría de las crisis aseguran que el inicio fue en 2007.



Fuente: Elaboración propia con datos de la Bureau of Economic Analysis (BEA).

Al caer la tasa de ganancia, y posteriormente la masa de ganancia, la primera variable en modificarse en la economía real es la inversión, la cual disminuye ante una reducción esperada en la rentabilidad del capital:

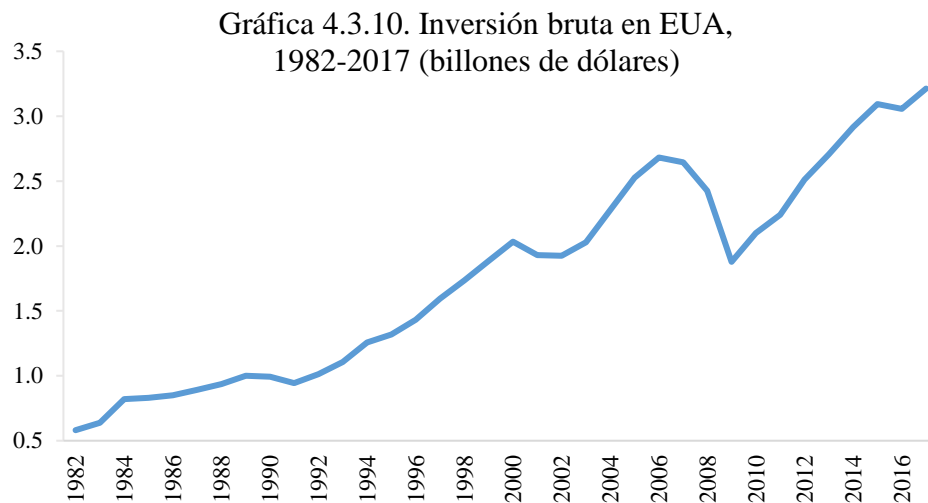
Mientras la tasa de ganancia cae, en cierto punto esto causa una caída en las ganancias totales, generando un desplome en inversión y en la economía en su conjunto. El desplome finalmente reduce el costo del capital constante (...) y el capital variable. (op. cit., p.13)

La serie anual de la inversión en EUA (Gráfica 4.3.10) tiene una trayectoria similar a la de la tasa de ganancia, con un máximo alcanzado en 2006 y un mínimo en 2009, año tras el cual comenzaría la recuperación. En este sentido, se dice que la rentabilidad es el principal determinante de la inversión, por lo que habría sido la caída de la tasa de ganancia lo que llevaría a disminuir la inversión en 2007.

Las ganancias empezaron a recuperarse a finales de 2008, pero la inversión no las siguió durante un año. Fue lo mismo para el PIB – llegó a un máximo justo después de que lo hicieran las ganancias y se recuperó después de que lo hicieron las ganancias. (ibíd., p. 27)

Con la desaceleración y posterior caída de la tasa de ganancia desde 1997 se fomentó la creación de capital ficticio. A medida que los capitales comienzan a invertir en bonos, acciones,

títulos, derivados, o en otros activos financieros, aumentan el precio de dichos activos e incentivan a más capitales a hacer lo mismo. De esta forma se dio inicio a la burbuja *dot/com*.



Fuente: Reserva Federal (Fed).

Es probable que tras la crisis *dot/com* el capital especulativo se haya dirigido hacia el sector inmobiliario, como sostiene Robert Shiller, generando una burbuja en instrumentos como los MBS, CDO y, posteriormente, en los CDS. Pero esta burbuja estaba basada, en últimos términos, en el sector de la construcción, que pudo haber generado mayores encadenamientos productivos. Este puede ser el motivo por el cual existió una burbuja especulativa en conjunto con el aumento en la tasa de ganancia de 2003 a 2006, de manera que es imposible que la especulación financiera de la primera década del siglo XXI fuera causada por una caída en la tasa de ganancia (a menos que se considere la caída iniciada en 1997), como la mayoría de los economistas defensores de esta teoría sostienen, incluidos Roberts y Shaikh.

Sin embargo, no puede negarse que el detonante de la crisis haya ocurrido en los mercados financieros, como típicamente ocurre, el capital ficticio aumentó antes de la crisis. El caso de 2008 no fue la excepción, el crecimiento del capital ficticio se volvió insostenible cuando el valor de la expansión real ya no pudo sustentarlo. Aunque es importante recordar que las burbujas especulativas no generan crisis en el sector real si la economía es sana y la tasa de ganancia lo suficientemente alta o creciente como para que cualquier inversión en capital ficticio termine siendo redirigida hacia el capital productivo.

Con la burbuja especulativa en el mercado inmobiliario, los trabajadores tuvieron una vía para adquirir más crédito al usar las hipotecas como colateral, lo que “resuelve el ‘problema de la

realización” (ibíd., p.28). Sin embargo, al llegar el momento de liquidar la deuda, el consumo disminuyó por destinarse una mayor parte de los salarios al pago de intereses, generando problemas de sobreproducción (o subconsumo). De tal manera, el subconsumo es una consecuencia de las crisis por caída en la rentabilidad, y no su causa.

Es probable que el sector o activo en que se realice la especulación tenga un impacto mayor al que se les atribuye normalmente. Típicamente las crisis encuentran su detonante en los mercados financieros, como fue el caso de 2001 y el de 2008, es decir, en la esfera del capital ficticio. Sin embargo, la crisis de 2008, atribuida al crédito, títulos y derivados, tuvo la singularidad de estar ligada además al sector inmobiliario.

El sector de la construcción habría visto incrementada su tasa de plusvalor, impulsada por mayores precios, es decir, por una cantidad creciente de plusvalor extraordinario, lo cual posiblemente permitió la entrada a capitales menos productivos que aprovechaban los altos precios de mercado; además de haberse reducido el costo del capital por las bajas tasas de interés de la época, facilitando inversiones de largo plazo, pero financiadas con deuda de corto plazo.

Finalmente, Shaikh (2016, p. 736) resalta el hecho de que, en medio de la gran crisis global, las tasas de ganancia hayan aumentado, con una recuperación tan pronta como en 2010. Este incremento es atribuido no solo a la continua reducción en los salarios reales respecto a la productividad, sino a la gran cantidad de dinero creado por los gobiernos y que fueron dirigidos hacia los bancos y las empresas.

Cabe recordar que, cuando ya finalizaba la crisis de la estanflación y el auge de los años ochenta estaba por comenzar, Shaikh (1990, p. 402) hizo un llamado a aprovechar la crisis para replantear el modelo económico vigente y a no solventar la recuperación en bajas salariales y políticas regresivas que únicamente beneficiaran al capital. Las acciones políticas fueron encaminadas en la dirección contraria: los salarios iniciaron a reducirse con respecto a la productividad del trabajo, se desmantelaron muchos programas sociales en todo el mundo, se redujeron los impuestos a las empresas y se disminuyeron las tasas de interés, mientras las fuerzas productivas aumentaban y se levantaban las barreras a la movilidad de capitales.

Treinta años después muchos otros economistas han hecho llamados similares, incluidos Shaikh, Roberts y el propio Paul Krugman, pero las políticas implementadas para fomentar la recuperación han ido encaminadas en la dirección contraria de nueva cuenta. Se disminuyeron

las tasas de interés hasta hacer inutilizable la política monetaria convencional, se crearon grandes cantidades de dinero para rescatar a los bancos que detonaron la crisis, y otorgaron a las empresas recortes de impuestos, mientras se implementaban programas de austeridad: el gasto de gobierno se redujo, los programas sociales disminuyeron y se reestructuraron los programas de seguridad social en diversos países, disminuyendo la remuneración de los trabajadores en el tiempo. Al final se optó por una vía similar a la de los años ochenta: fomentar factores contrarrestantes como la elevación del grado de explotación del trabajo, la reducción del salario por debajo de su valor, el abaratamiento de los elementos de capital constante a través del comercio exterior y el aumento del capital accionario.

Conclusiones

Como se ha observado a lo largo de esta investigación, el fenómeno de la crisis económica de 2008 fue notablemente complejo, pues en él se conjuntaron distintas manifestaciones económicas en un mismo tiempo y espacio. Esto dio lugar a que existieran distintas explicaciones de la crisis por parte de la ciencia económica, pero también dentro de cada escuela de pensamiento.

Cabe resaltar que el observar y analizar la crisis en su periodo de ocurrencia, el colapso financiero aparece como la causa de ésta, y más aún, aparece como un “cisne negro” que tomó a propios y extraños por sorpresa. Sin embargo, tras analizar las tendencias históricas gestadas desde los años setenta, pudo observarse cómo las estructuras de producción, consumo y distribución, se modificaron para superar la crisis de la estanflación.

Estas nuevas condiciones que sirvieron para la recuperación de la economía y su restablecimiento, constituyeron posteriormente las condiciones que generarían y moldearían el fenómeno de 2008. Entre éstas destacaron la creciente participación del capital en el producto total, generada por el empeoramiento en condiciones de trabajo de los trabajadores a través de un menor gasto de gobierno, salarios, prestaciones, nivel de empleo, entre otros; el desarrollo del sistema financiero a través de las nuevas tecnologías de la información, la desregulación y la creación de nuevos productos; las bajas tasas de interés del periodo posterior a 1982, las cuales incentivaron el aumento de la deuda de las empresas y los hogares, y que aumentaron el valor de las acciones. Todo ello sin mencionar la creación de nuevos mercados con la caída de la URSS y la integración facilitada por las tecnologías de la globalización y la apertura de mercados, especialmente aquéllos afectados por crisis de deuda durante la década de los ochenta.

La conjunción de estas nuevas tendencias tuvo como consecuencia una alta movilidad de capitales a través del sistema financiero y la inversión extranjera directa, la gestación de la burbuja *dot/com*, la creación de activos como la titularización, los derivados y los créditos *subprime*. Posterior a la recuperación de crisis de inicio de siglo, se gestó la burbuja inmobiliaria y crediticia a través de los créditos *subprime*, CDO, MBS, CDS, la banca a la sombra y demás activos. Desde el año 2006, los precios inmobiliarios disminuyeron, así como la actividad económica; sin embargo, los problemas en el sector financiero comenzaron hasta el año

siguiente, culminando con la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, lo cual constituyó un punto de no retorno para la llamada Gran Recesión.

Es importante aclarar que, aunque estas tendencias definen la forma del fenómeno, no constituyen la causa de éste. Si se analizaran únicamente las tendencias históricas con cada una de las crisis ocurridas y por ocurrir, el analista terminaría por realizar una descripción de cómo se salió de una crisis para caer en otra.

Sin embargo, al no realizar ninguna abstracción, cada fenómeno aparecería como causa de una crisis, lo cual generaría la idea de que todas las crisis tienen una causa diferente y que, por lo tanto, son aleatorias e independientes en el tiempo. De esta manera, si bien la historia económica, realizada de manera descriptiva, puede ayudar con la comprensión de fenómenos, en su forma más superficial, deja de lado las relaciones de causalidad y correlación. Por ello, fue necesario analizar los campos teóricos de análisis de la crisis, pero siempre reconociendo el carácter histórico de este fenómeno.

Por parte de la escuela neoclásica destaca el ciclo de deuda-deflación de Irving Fisher, que describe cómo cíclicamente existen periodos en los que existe una euforia por la inversión en determinados activos, sean financieros, materias primas o innovaciones tecnológicas, típicamente durante los periodos de auge, y que llevarán al sobreendeudamiento y posteriormente, a la deflación.

Esta inversión lleva a los agentes económicos a crear una burbuja, respaldados por una deuda creciente. En cierto punto, con el fin de liquidar su deuda, los inversionistas realizan ventas de emergencia, lo que genera el estallido de la burbuja. Ello tiene como consecuencia la contracción de los depósitos en moneda y una desaceleración en la circulación, lo cual hace que el nivel general de precios caiga y que la moneda se aprecie.

La disminución de precios genera una caída en el valor neto de las empresas, y posteriormente, en sus utilidades. Ello lleva a una reducción en el producto, el intercambio comercial y el empleo, los cuales crean pesimismo y pérdida de confianza en los agentes. Esta pérdida de confianza genera atesoramiento y una mayor desaceleración en la velocidad de circulación. Estas condiciones llevan finalmente a una reducción de las tasas de interés nominales y un aumento en las reales.

Como se observó en el segundo capítulo, y como menciona Krugman (2012), los eventos ocurridos durante la crisis de 2008 parecen seguir el mecanismo del ciclo de Fisher, a la vez

que las recomendaciones de política monetaria realizadas por el autor fueron suficientes para detener el ciclo de deflación. Sin embargo, queda sin explicarse por qué los agentes deciden invertir en activos a través del sobreendeudamiento, sin mencionar que no bastó con la interrupción del ciclo de deuda deflación para el restablecimiento de la economía a través de los agentes privados.

Por su parte, la teoría del ciclo económico real no parece explicar grandes fluctuaciones de la producción de la línea de crecimiento potencial. Ello se vio reflejado en 2008, cuando se hizo evidente que los economistas ortodoxos no habían previsto la crisis. Esto puede deberse a los supuestos del modelo, que postulan agentes con información perfecta y expectativas racionales en el tiempo, que interactúan en una economía con competencia perfecta. Con estas condiciones se considera que las causas de las fluctuaciones en el producto son exógenas, por lo que terminan por no explicar la dinámica económica, salvo el retorno al equilibrio.

Con la corrección de McGrattan-Prescott a este modelo para explicar un supuesto aumento en la productividad de trabajo durante la crisis, se introduce el capital intangible para la medición de la productividad. Eso es muy cuestionable, ya que, en primer lugar, la mayoría del capital intangible no genera valor y sólo mejora las estructuras de producción y distribución. Este aspecto ya está incorporado en la función de producción con el factor tecnológico y en la demanda de bienes de consumo, por lo que su incorporación en el modelo no parece conveniente. Aunque debe reconocerse que es innegable el hecho de que la economía estadounidense ha dependido cada vez más de la extracción de rentas generadas por el llamado capital intangible, debe tenerse siempre en mente que su creación no genera valor y únicamente genera rendimientos.

Además, cabe mencionar que los modelos de ciclo económico real recomiendan que los gobiernos no interfieran en la economía para no generar choques que interfieran con la asignación eficiente de bienes en la economía. Esto constituye una contraparte a las recomendaciones de Fisher durante los ciclos de deuda-deflación, que además se cree que fueron de utilidad para aminorar los efectos de la crisis. A pesar de la consistencia lógica de este modelo, parece inconsistente no sólo para propuestas de política económica sino también para evaluar aproximadamente las condiciones macroeconómicas de la realidad.

Por su parte, las hipótesis de mercados eficientes parecen no corresponder con ciertos eventos observados en los mercados financieros, especialmente con las burbujas

especulativas. Como muestra se tienen los casos de asimetría de la información y corrupción que siempre han surgido tras estos eventos, ya fuera durante la crisis de 1929, la crisis *dot/com* o la crisis *subprime*. De cumplirse las HME, no se generarían estas distorsiones informativas y no existirían las burbujas especulativas, como aún sostiene Eugene Fama, pues los precios reflejarían que las verdaderas condiciones del mercado. Si bien estos eventos pudieran ser aislados (o un cisne negro), la duración, intensidad y dificultades de la crisis no parecen apoyar este argumento.

Los trabajos sobre volatilidad de Shiller parecen ser consistentes con las burbujas especulativas observadas antes del estallido de una crisis, especialmente a través de la teoría del *feedback*. En estos se introducen elementos de economía conductual que plantean la irracionalidad de los inversionistas, quienes en periodos alcistas invierten con el deseo de obtener grandes riquezas, sin importar si las condiciones del mercado no son las mejores o si ellos mismos saben que el mercado caerá en cierto punto.

En cuanto a la burbuja inmobiliaria, Shiller realiza planteamientos interesantes. Uno de ellos es que no se pueden tomar posiciones cortas en este mercado, aunque ello impidió que se realizara a través de CDO, MBS y CDS, los cuales a su vez no tuvieron una disminución en su valor cuando disminuyó el precio de las viviendas, mostrando un ejemplo en que las HME no parecían explicar el mercado de títulos.

Otro punto importante, es que el mercado inmobiliario no parece tener ciclicidad ni tendencia, a diferencia de lo que plantea David Harvey (2010), además de que los precios inmobiliarios no parecen estar relacionados con las tasas de interés, costos de construcción o la población. La burbuja en este mercado parece no tener precedentes, no sólo por su magnitud, sino porque las burbujas observadas con anterioridad eran de carácter regional y no de carácter mundial, como en esta crisis.

Uno de los hallazgos más interesantes de este autor es que tras el estallido de la burbuja *dot/com* pudo haberse generado una reasignación de los recursos contenidos previamente en ella hacia el mercado inmobiliario. Ello no sólo habría explicado dos episodios especulativos continuos, sino también el hecho de que no se hubiera generado una crisis de mayor magnitud a principios de siglo y la pronta recuperación de dicha crisis, impulsada por la disminución de tasas de interés y el auge del sector de la construcción.

El trabajo de Shiller parece complementarse con el proceso descrito por Fisher, aportando un mejor entendimiento a los mecanismos de la crisis. Sin embargo, este autor asegura que las crisis fueron producto del estallido de estas burbujas, lo que puede ser discutible si se considera el caso *dot/com* y el propio argumento de Shiller. Aunque este autor ha realizado importantes contribuciones, sobre todo con la introducción de la economía conductual, la teoría del *feedback* y su ratio CAPE, sigue sin explicarse el origen de estas burbujas, es decir, ¿por qué los inversionistas deciden invertir en estos activos en primer lugar?

Las teorías de la escuela keynesiana son una de las muestras de cómo difiere el pensamiento económico aún dentro de un marco de análisis similar. Uno de los grandes debates dentro de este tipo de pensamiento es si la causa de la crisis fue la desregulación en el mercado financiero o la falta de los ingresos de las familias, la cual habría incentivado la oferta y demanda de créditos *subprime*.

La desregulación como causa es cuestionable, ya que existe un argumento que sostiene que fue el exceso de regulación de mercado lo que llevó a crear instrumentos financieros complejos, con tal de evadirla. Tal fue el caso de la banca a la sombra a través de los SIV, que constituyeron bancos virtuales dentro de los balances bancarios, realizados con el fin de eludir el límite al apalancamiento establecido por la ley. Además de ello, el apalancamiento era interbancario, por lo que la gran mayoría de las instituciones financieras se encontraron de alguna manera inmiscuidas en estas condiciones que finalmente llevarían a la crisis. Con el colapso en el mercado de crédito, terminaría por transmitirse la crisis financiera al sector real, según esta teoría.

Por otro lado, los bajos salarios a nivel mundial habrían sido causados por las políticas neoliberales y las tecnologías de la globalización. La movilidad de capitales generó numerosos flujos de IED, generando desempleo en los países que dejaban los capitales y disminuyendo los salarios en un mundo globalizado que había logrado integrar los mercados de trabajo. La consecuencia de ello habría sido que la demanda efectiva fuera mucho menor a la oferta agregada desde la década de ochenta, lo cual habría tenido una fuerte tendencia al estancamiento. Sin embargo, este problema fue resuelto, aunque de manera insostenible, a través de los créditos *subprime*, generando una burbuja en el mercado crediticio por la creciente financiarización.

Otro punto destacable en este tema es la investigación de Thomas Piketty (2013), la cual concluye que ha habido un aumento en la desigualdad en el tiempo en EUA, donde se ha creado una clase de “superejecutivos” durante los últimos cien años, que es un hallazgo consistente con el de Duménil y Lévy (2007, 2011). Asimismo, durante las crisis más severas ha disminuido la desigualdad, pero esta aumenta a un ritmo mayor en periodos de auge. Este autor asegura además que el colapso de 2008 se debió a la inestabilidad del sistema financiero internacional, con una importancia preponderante de la relación capital/ingreso. El aumento de la desigualdad tuvo como consecuencia un aumento en el ahorro interno, lo cual facilitó la oferta de grandes cantidades de crédito.

La versión más aceptada en cuanto a la causa de la crisis fue la del desplome financiero, debido a la desregulación y asimetría de la información, según esta escuela de pensamiento. Debido a ello, las políticas buscaban restablecer los mercados con nuevas regulaciones y medidas especiales, sin mencionar el uso de la política monetaria para promover la liquidez. Algunas de estas medidas fueron la reducción de la tasa de interés de la Fed a niveles cercanos al 0, el Programa de Ayuda para Activos Problemáticos y el QE. Esas medidas lograron impedir que la crisis continuara el ciclo de deuda-deflación, por lo que disminuyeron su magnitud. Sin embargo, no lograron remontar la economía estadounidense a la trayectoria previa a la crisis. La economía presentaba un débil crecimiento económico, bajos niveles de empleo, bajas tasas de interés y baja inflación.

Esta explicación atribuye la crisis a un choque externo, lo cual pasa por alto el carácter cíclico de estos fenómenos. Entendiendo así el inicio de la crisis puede concluirse que éstas son evitables si los mercados se encuentran propiamente regulados. Al no explicarse la crisis por una causa estructural, adquieren un carácter estocástico, por lo que además sería impredecible. En este caso, la desregulación e información perfecta pudieron haber continuado indefinidamente hasta un punto aleatorio en el tiempo en que algunos agentes cambiaran su estrategia de inversión o tuvieran más información. Con esta explicación, la crisis sigue siendo explicada de manera fenomenológica y no a través de sus causas.

Sin embargo, una gran virtud de la escuela keynesiana ha sido su contribución a la explicación de los procesos desarrollados después del estallido de la crisis. En este sentido se generaron dos explicaciones principales: la que defiende que EUA cayó en una trampa de liquidez, por lo que su política monetaria es inutilizable; y la que asegura que la economía se

encuentra en una etapa de estancamiento secular, la cual consiste en tasas de interés reales negativas, inflación por debajo del objetivo y bajo crecimiento económico, resaltando la movilidad de capitales como mecanismo de transmisión de la crisis hacia otros países.

La explicación a través de la trampa de liquidez parte del hecho de que EUA agotó el uso de su política económica convencional: de su política monetaria cuando sus tasas de interés llegaron a niveles cercanos a cero, y de su política fiscal, al incurrir en un alto endeudamiento para el restablecimiento del mercado financiero. Debido a este agotamiento se recurrió a los QE, que, aunque restablecieron los balances de los bancos, no aumentaron la liquidez en la economía de manera suficiente para remontar el crecimiento. Por otro lado, la política fiscal a través de la Ley de Recuperación y Reinversión de Estados Unidos (ARRA) también fue insuficiente, pues su tamaño era pequeño respecto a la caída de la demanda. Bajo este esquema, sólo un choque externo podría sacar a EUA de la trampa de liquidez si la política fiscal sigue siendo la misma.

Por otra parte, el análisis del estancamiento secular sostiene que ha habido una propensión al ahorro creciente y una propensión a la inversión decreciente, partiendo de un modelo IS-MP. Ello se ha materializado en tasas de interés decrecientes y una demanda inadecuada que ha llevado a un lento crecimiento económico, inflación por debajo del objetivo y una excesiva falta de empleo. Asimismo, se espera que estas condiciones se mantengan en los próximos 10 años, pues no se espera un gran aumento en las tasas de interés estadounidenses sino hasta ese punto, al menos.

Este modelo propone en términos generales que tras la crisis la tasa de interés de EUA consistente con el pleno empleo era muy baja, debido a las condiciones económicas de la recesión, a la vez que la inflación se encontraba por debajo del objetivo. Ello llevó a la Fed a disminuir las tasas de interés nominal a niveles cercanos a cero. Con estas condiciones se invierte una de las relaciones de la función de demanda agregada, a saber, con una tasa de interés nominal, a mayor inflación, mayor será el producto, ya que implicaría una tasa de interés real menor.

A ello sigue una salida de capitales en EUA, que buscaron tasas de interés mayores en otros países. Al instalarse en otros países que no tenían estancamiento secular, estos países disminuyen su nivel de producto con la entrada de capitales, lo cual se agrava cuando ello incrementa su tipo de cambio y empeora su balanza comercial. Por su parte, en EUA la salida

de capitales incrementa el producto y deprecia el tipo de cambio, lo cual puede incrementar la tasa de interés consistente con el pleno empleo y terminar con el estancamiento. Mientras tanto, los demás países podrían caer en el estancamiento secular si sus tasas de interés consistentes con el pleno empleo disminuyen lo suficiente para generar una relación positiva entre el nivel de ingreso e inflación para la demanda agregada. De esta manera, la política monetaria se convierte en una forma de “empobrecer al vecino” en condiciones de estancamiento secular.

Por lo anterior, no es recomendable el uso de esta política en estas condiciones. Una mejor alternativa sería el uso de política fiscal, si bien se reconoce que el aumento en la deuda de gobierno podría generar efectos negativos. La política fiscal tendría, además, externalidades positivas, pues los capitales de otros países se redirigirían hacia EUA, depreciando sus tipos de cambio y aumentando su nivel de producto de equilibrio, pudiendo llegar al pleno empleo.

A pesar de que ambos análisis, distintos en planteamiento y concepción del problema, consideran, de alguna manera, la política monetaria como inviable, y proponen el uso de política fiscal para la recuperación de la crisis, las conclusiones de política difieren. Tanto Krugman como Stiglitz propusieron una mayor agresividad en la política fiscal, criticando la magnitud y forma del ARRA, y asegurando que no habría problemas derivados de la deuda de gobierno en el futuro; mientras que Larry Summers, uno de los creadores del ARRA, propuso una mayor cautela en el uso de política fiscal, aunque reconociendo que es la mejor opción de política económica.

Ambos modelos parecen explicar lo sucedido en la economía estadounidense, sin embargo, las condiciones del modelo de estancamiento secular parecen aproximarse más a la realidad que tratan de explicar. Se considera que las grandes aportaciones de los economistas keynesianos son la explicación de mecanismos posteriores a la crisis (más no sus causas) y sus propuestas de política económica. Sin embargo, debe reconocerse que la política fiscal únicamente podría llevar a una recuperación en la economía estadounidense si su magnitud fuera la suficiente para sustituir una parte importante de la inversión privada hasta que los agentes privados volvieran a invertir por su cuenta.

Finalmente, de la escuela marxista destacan dos explicaciones principales: las crisis por subconsumo y las crisis por caída de rentabilidad. La primera se ha centrado en un argumento similar al de los keynesianos, en el cual la caída en los ingresos de las familias llevó a un aumento en su deuda, generando inestabilidades en el sistema financiero. Sin embargo, estos

economistas parten de un marco teórico marxista en el que los trabajadores no reciben en su salario todo el valor que producen, además de introducir elementos de análisis sociopolíticos, tales como las políticas neoliberales, la hegemonía estadounidense, la lucha de clases y la hegemonía del capital financiero.

Las teorías de subconsumo, al igual que el análisis keynesiano, parecen explicar el fenómeno de la crisis, sin embargo, se considera que las tendencias de inestabilidad generadas por la disminución en el ingreso de las familias no son una buena explicación para las crisis, incluida la de 2008. Ello se debe a que, en primer lugar, estas teorías se basan en el problema de la realización de mercancías, lo cual no ocurrió en 2008, pues el consumo se apoyó en la deuda para aumentar desde la década de los ochenta.

Al reconocer este hecho, la causa se encontraría en la inestabilidad generada en el sector financiero, lo cual nos lleva una vez más al análisis de la burbuja especulativa. Así, el estallido de la crisis estaría dado por las percepciones psicológicas, expuestas por Shiller, que llevan al estallido de la burbuja cuando surge una pérdida de confianza. Si el problema de la realización se resuelve mediante la deuda, la explicación de la crisis termina, una vez más, en manos de la confianza de los agentes, lo cual deja a las crisis como un fenómeno aleatorio, ya que no puede predecirse el comportamiento humano, si bien puede esperarse cierto resultado. Ello dejaría a las crisis como un proceso estocástico, ignorando el hecho de su ciclicidad.

En segundo lugar, se ignora el hecho de que el consumo únicamente cae después del estallido de la crisis, por lo que aún, en los casos con problemas de realización, es inconsistente que una variable reconocida como causa materialice una disminución después del estallido de lo que pretende explicar.

Por otro lado, la teoría de la crisis por caída en la tasa de ganancia en el tiempo plantea que, debido al aumento del capital constante con respecto al variable, la rentabilidad disminuye con el desarrollo de las economías capitalistas. Esto se debe a que la competencia entre capitales conduce a la innovación tecnológica, aumentando el componente constante y disminuyendo el variable, lo cual representa un aumento en productividad del trabajo. Este aumento relativo se traduce en una composición orgánica del capital creciente en el tiempo, mientras que el aumento en productividad del trabajo se traduce en un aumento en la tasa de plusvalor. Si el crecimiento en la composición orgánica es mayor al aumento de la tasa de plusvalor, la tasa de ganancia descenderá, al menos en el largo plazo.

Reconociendo que la producción se lleva a cabo con el fin de obtener ganancias, se concluye que una caída en la tasa de ganancia lleva a los capitales a dejar de invertir, causando crisis económicas. La recuperación estaría dada por nuevas condiciones de producción que permitan una tasa de plusvalor mayor a la composición orgánica, hasta el punto que esta relación se vuelva a invertir y la tasa de ganancia vuelva a caer.

El análisis de estas variables en la economía estadounidense parece ser consistente con esta teoría marxista. En primer lugar, se encuentra una tendencia decreciente en la tasa de ganancia en el periodo 1945-2017, si bien de 1982 a 2006 fue ligeramente creciente. Para el mismo periodo, se encontró una tendencia creciente en la composición orgánica del capital y una decreciente en la tasa de plusvalor, aunque esta última ha tenido una tendencia positiva desde 1982. Asimismo, para los periodos en que la composición orgánica creció más que la tasa de plusvalor, la tasa de ganancia descendió. Además, en general los mínimos de la tasa de ganancia han coincidido con las crisis económicas estadounidenses, lo cual podría indicar que ésta es la causa de las crisis.

Bajo este análisis se muestra que la tasa de ganancia llegó a un máximo en 2006, desde el cual descendió a su mínimo en 2009. La masa de ganancia se desaceleró desde 2006, sin embargo, descendió en términos absolutos en 2007, marcando el inicio de la crisis. Tras el mínimo de 2009 la tasa ha tenido cierta recuperación, pero sin alcanzar una tendencia positiva clara que denote una nueva etapa de auge.

Por otro lado, cabe mencionar que Roberts (2016) encuentra que, tras la caída de la tasa de ganancia, la inversión es la primera variable en reaccionar, presentando, en primer lugar, una desaceleración y, posteriormente, una caída en términos absolutos. De esta manera, la ganancia determina la inversión, y no al revés. A su vez, la caída en inversión sucede antes de la caída en consumo, por lo que la caída en rentabilidad parece ser una causa que explique mejor las crisis que el subconsumo, recordando que el consumo desciende después del estallido de la crisis.

Tras este análisis se concluye que el fenómeno de la crisis es explicado por fenómenos históricos que denotan su forma, sin que estos sean su causa. En este caso la forma fue el sobreendeudamiento, las bajas tasas de interés, la caída de los salarios con respecto a la productividad del trabajo desde los años ochenta, el aumento de la participación de los ingresos de capital en el ingreso total, el desarrollo de activos y mercados financieros, la apertura

comercial, integración económica, entre otros. Sin embargo, estas formas históricas no pueden ser las causas de un fenómeno caracterizado por su ciclicidad.

Se identifica a la caída de la rentabilidad como la causa de las crisis, y a su consecuente aumento como explicación del auge, incluyendo el caso de 2008. Esto se debe al comportamiento que esta variable ha tenido en el tiempo y su posible causalidad con las crisis económicas.

Así, parecen cumplirse los planteamientos de las hipótesis general y particulares de este trabajo: 1) se han mostrado diversas tendencias preexistentes en la economía estadounidense que llevaron a la crisis, por lo que no se trata de un evento aislado; 2) la evidencia muestra cómo las tendencias de la economía real previas a la crisis estaban presentes antes del estallido en el sector financiero, identificando la caída en la rentabilidad como el factor causante de la crisis; 3) por lo anterior, el auge y la debacle financiera habrían sido expresiones de la rentabilidad del capital productivo. Dados los resultados anteriores, debe prestarse especial atención en los vínculos de la rentabilidad con otras variables (principalmente la inversión) para el análisis del ciclo económico. Ello con el fin de realizar medidas de política económica que permitan enfrentar las crisis de una manera congruente.

De ser cierta la causalidad entre la rentabilidad y la inversión, y, por lo tanto, entre la rentabilidad y las crisis económicas, las crisis podrían ser predichas, aunque, debido a su causa, no serían fácilmente evitables. Por otro lado, es posible que la predicción no llegue con un gran periodo de anticipación, debido a la dificultad de recolección de datos y a la velocidad del ciclo entre la caída en la masa de ganancia y el estallido de la crisis.

En otras palabras, sería posible la predicción de las crisis poniendo la atención en la tasa y masa de ganancia, y la inversión, u otras variables que denoten que la rentabilidad en el sector productivo ha disminuido. Sin embargo, ello no garantizaría la evitabilidad de la crisis por medio de la política económica, pues este proceso requiere que el capital reestructure su producción para que la tasa de plusvalor sea mayor a la composición orgánica de capital. La única manera de evitar la crisis sería mediante la sustitución de inversión privada por parte de la inversión pública, lo cual podría ser insostenible o de gran dificultad, dado el tiempo necesario para el desarrollo de proyectos de inversión, sobre todo en infraestructura.

Este tipo de política también podría ayudar a la recuperación de las economías en periodos de crisis. Por otro lado, aunque las políticas keynesianas basadas en el aumento indiferenciado

de gasto de gobierno no necesariamente impliquen una recuperación, sí pueden aliviar algunos de los efectos de la crisis, sobre todo en favor de los trabajadores.

Dicho esto, se propone la siguiente explicación de los fenómenos ocurridos desde la década de los ochenta que dieron forma al fenómeno de 2008, utilizando las explicaciones desarrolladas por las distintas escuelas de pensamiento en esta investigación.

Tras la crisis de la estanflación, la economía estadounidense remontó su rentabilidad a través de una nueva estructura productiva que aumentó la tasa de plusvalor (caída salarial, un mercado global de trabajo) y facilitó la acumulación de capital (alta movilidad, mercados financieros integrados y muy desarrollados, bajas tasas de interés). Esta nueva estructura logró detener una mayor caída de la rentabilidad, con lo que de 1982 a 2006 se detuvo esta tendencia.

Sin embargo, desde finales de la década de los noventa la tasa de ganancia comenzó a descender. Esta baja rentabilidad y las bajas tasas de interés incentivaron el gran aumento del mercado accionario, especialmente en el sector tecnológico. Los rendimientos de estas acciones tenían una mayor rentabilidad que la inversión productiva, además de que el valor presente de las acciones aumentó con las bajas tasas de interés.

Tras el estallido de la crisis *dot/com* la inversión del mercado accionario se redirigió al sector inmobiliario, como propone Shiller (2015), lo cual explica el carácter global de la burbuja en el mercado inmobiliario. Como esta burbuja tenía una base en el mercado inmobiliario, la economía estadounidense pudo recuperarse rápidamente de esta crisis, apoyada en una rentabilidad creciente de 2003 a 2006. Al mismo tiempo se desarrollaron diversos tipos de activos basados en la titularización y los derivados, los cuales constituían grandes masas de capital ficticio y un gran sobreendeudamiento por parte de trabajadores, capitalistas y banqueros. Este modelo tuvo su límite en 2006, año desde el cual se desaceleró la tasa de ganancia, el mercado inmobiliario llegó a su máximo y comenzó la desaceleración de la economía real.

Debido a que la rentabilidad era mayor en la inversión de estos activos que en el sector productivo, los capitales se dirigieron hacia ellos, iniciando el proceso de *feedback* descrito por Shiller, que también se había presentado a finales del siglo pasado durante la burbuja *dot/com*. Tras este punto inició el ciclo de deuda-deflación de Fisher, el cual puede complementarse con las ideas propuestas por Minsky, como explica Krugman (2012).

Tras el estallido de la crisis en 2007 y la quiebra de Lehman Brothers en 2008, el problema fue reconocido por el mundo, por lo que comenzarían a desarrollarse políticas económicas para reactivar la economía. En este sentido se llevó la política monetaria a su límite y se realizaron medidas no convencionales. Éstas concuerdan con las recomendaciones de Fisher para detener el ciclo de deuda deflación, lo cual impidió que EUA cayera en una depresión (en el sentido utilizado por la BEA), que los precios continuaran descendiendo y que aumentara la deuda real.

Sin embargo, estas medidas no fueron suficientes, por lo que se recurrió a la política fiscal, cuya baja magnitud impidió una sustitución en la inversión pública por privada y un aumento en la rentabilidad de las empresas. En estas condiciones, la economía cayó en la trampa de liquidez, o bien, en un estancamiento secular, que la llevó al estancamiento.

A penas después del año 2017 se ha podido vislumbrar una recuperación de esta crisis, como lo indica el hecho de que ese año el PIB observado alcanzó su nivel potencial y las perspectivas del Foro Económico Mundial del Fondo Monetario Internacional que aseguran que la economía mundial parece estarse recuperando, pero aún a niveles muy bajos que denotan la debilidad de la economía. Asimismo, las fuertes caídas en el mercado de las criptomonedas a finales de 2017 y en la Bolsa de Valores de Nueva York de principios de 2018 parecen indicar que la economía estadounidense sí ha recuperado cierta fortaleza, al no ser procedidas por crisis en la economía real. Estos últimos hechos muestran cómo una caída en los mercados financieros no implica necesariamente una crisis económica en el sector real.

Sin embargo, los efectos de la crisis de 2008 continúan siendo observables en la actualidad. Tras la crisis, fue evidente la debilidad de algunos miembros de la Unión Europea, poniendo en peligro su disolución desde entonces. Ello se materializó en diversas crisis económicas en distintos países, además de movimientos sociales y políticos en favor del nacionalismo, proteccionismo, la no cooperación y la xenofobia. Muestra de ello fueron los casos de discriminación a migrantes en Europa y EUA, la salida del Reino Unido de la Unión Europea (*Brexit*), casos de aumento en la preferencia electoral por partidos de ultraderecha y la elección de Donald Trump como presidente de los EUA.

Algunas de las políticas propuestas y llevadas a cabo por el actual gobierno de Trump parecen dirigirse hacia la plena recuperación de la economía estadounidense. Tales son los casos de la reforma fiscal aprobada a finales de 2017, que supondrá un gran recorte de

impuestos a la clase capitalista, y la modificación de la ley Dodd-Frank, la cual implicará una mayor desregulación del sistema financiero.

De acuerdo con el Centro de Política Tributaria (*Tax Policy Center*) de EUA (2017), para 2027 el 1% más rico de este país recibirá el 82.8% del recorte impositivo. Ello da cuenta de una política en extremo regresiva que busca una mayor rentabilidad de las empresas estadounidenses. Mientras tanto, los salarios continúan por debajo de la productividad del trabajo con una brecha creciente, a pesar de las bajas tasas de desempleo, el empleo no ha logrado recuperarse en EUA, que ha comenzado a normalizar su política monetaria, aumentando paulatinamente su tasa de interés.

De lo anterior se siguen dos perspectivas finales sobre la economía estadounidense: 1) que la recuperación de la crisis se basará, al igual que en los años ochenta, en la reducción de la remuneración a los trabajadores para aumentar la rentabilidad, pudiendo significar que la tasa de ganancia se vuelva a estabilizar hasta que sea insostenible; y 2) que la nueva etapa de auge podría ser bajo el estancamiento secular, lo cual implica un bajo margen de acción mediante la política monetaria, y dado el aumento en el endeudamiento de EUA tras el recorte de impuestos, también la política fiscal estaría limitada. Por lo anterior, si la rentabilidad estadounidense vuelve a descender y ello lleva a la más ligera recesión, la economía quedaría desamparada al no poder utilizarse ningún tipo de política económica.

Es necesario reconocer que las crisis suponen un periodo de cambio, de generación de nuevas estructuras, por lo que deben ser aprovechadas para la creación de sociedades más justas y de igualdad de oportunidades. Sin embargo, tras la crisis de la estanflación, como tras la crisis de 2008, se han implementado un conjunto de políticas que buscan favorecer a la clase capitalista, agudizando el problema de la pobreza y la desigualdad en la clase trabajadora, que representa el sector más numeroso de la población. Es momento de aprovechar los numerosos avances de la ciencia económica para redirigirlos hacia la creación de un mundo más justo y próspero.

Anexo

a) Cálculo de la tasa de ganancia

Para el cálculo de la tasa de ganancia se utilizó la metodología de Michael Roberts y Anders Axelsson (2016), la cual utiliza únicamente estadísticas reportadas en las Cuentas Nacionales (*National Income Product Accounts-NIPA*) de EUA, publicadas por la Oficina de Análisis Económico (BEA por sus siglas en inglés).

La tasa de ganancia es definida como:

$$g' = \frac{pv}{c + v}$$

Donde:

g' = tasa de ganancia

pv = plusvalor

c = capital constante

v = capital variable

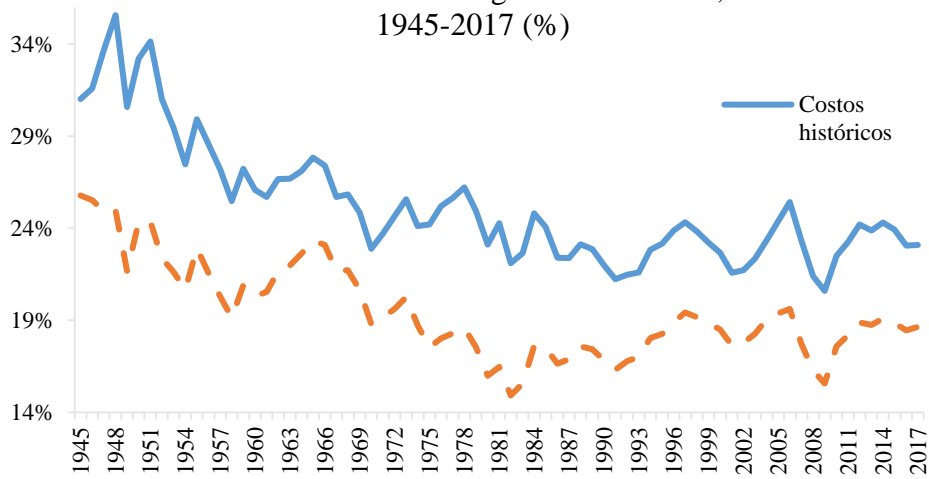
Para calcular el plusvalor se utiliza el ingreso interno bruto (Línea 1 de la Tabla 1.10 en las NIPA), al cual se le resta la compensación pagada a los empleados (Línea 2 de la Tabla 1.10) y el consumo en capital fijo (Línea 21 de la Tabla 1.10).

Para la suma de $c + v$, que representa el capital adelantado, se toma la cifra correspondiente al año anterior, pues constituye el capital invertido en el periodo anterior. Para el capital variable se utiliza la compensación pagada a los empleados del periodo anterior. Para el capital constante existen dos opciones, utilizar la depreciación de los activos fijos del sector privado a costos históricos (Línea 1 de la Tabla 4.3 de la sección de Activos Fijos) o a costos corrientes (Línea 1 de la Tabla 4.1), ambas para el periodo anterior.

El uso de costos históricos frente al de costos corrientes representa un viejo debate entre la economía marxista para el cálculo de la tasa. Este trabajo no incluye un apartado sobre este debate, pero sí existe una preferencia hacia el cálculo que utiliza los costos históricos de la depreciación de activos fijos.

La siguiente gráfica muestra el comparativo de la tasa de ganancia en EUA de 1945 a 2017 entre el uso de costos históricos y costos corrientes en la depreciación del capital fijo. Puede observarse cómo el cálculo con costos históricos implica tasas de ganancia más altas y una tendencia decreciente mayor que con costos corrientes.

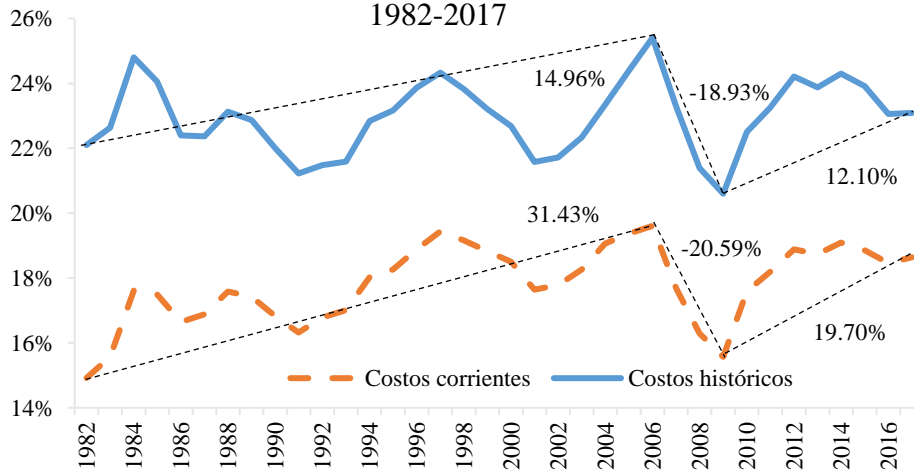
Gráfica A.1. Tasa de ganancia en EUA, 1945-2017 (%)



Fuente: Elaboración propia con datos de la Bureau of Economic Analysis (BEA).

Además, haciendo énfasis en el periodo de 1982-2017 (Gráfica A.2) con costos corrientes existe un mayor cambio en la rentabilidad, tanto a la alza como a la baja. Otro punto destacable es que con costos corrientes el mínimo de la tasa de ganancia alcanzado en 2009 es mayor al mínimo de 1982, lo que no constituiría una tendencia decreciente y no da cuenta de la gravedad y efectos observados tras la crisis de 2008.

Gráfica A.2. Tasa de ganancia en EUA, 1982-2017



Fuente: Elaboración propia con datos de la Bureau of Economic Analysis (BEA).

El cálculo empleado en este trabajo para la tasa de plusvalor y la composición orgánica del capital difieren del de Roberts. Esto se debe a que este autor no utiliza rezagos para ninguno de los dos cálculos, lo cual parece equivocado, pues se omite el hecho de que el capital fue adelantado previamente.

Para el cálculo de la tasa de plusvalor, dado por $\frac{pv}{v}$, se utilizan las mismas cuentas que para la tasa de ganancia, utilizando un rezago en las remuneraciones a los empleados por corresponder al capital adelantado previamente.

De la misma manera, la composición orgánica del capital, dada por $\frac{c}{v}$, se calcula con las cuentas asociadas al capital adelantado para el cálculo de la tasa de ganancia, por lo que en ambas se toma en cuenta la cifra correspondiente al año anterior, calculando mediante costos históricos o corrientes.

Referencias

1. Blanchard, Olivier; Dell’Ariccia, Giovanni; y Mauro, Paolo (2010). “Repensar la Política Macroeconómica” en *Revista de Economía Institucional*, Vol. 12, No. 22, primer semestre/2010, pp. 61-82.
2. Blanchard, Olivier y Johnson, David R. (2013). “The Crisis” en *Macroeconomics*, Pearson, 6ta edición, Estados Unidos.
3. Blanchard, Olivier (2016). “¿Tienen futuro los modelos DSGE?” en *Revista de Economía Institucional*, Vol. 18, No. 35, segundo trimestre/2016, pp. 39-46.
4. Clark, Simon (2006) “Economic Crisis” en Jens Beckert and Milan Zafirovsky (2006), *International Encyclopaedia of Economic Sociology*. London and New York, Routledge, 2006, pp. 128-129.
5. Dimitrakopoulos, Kalliope (2011). “Examining the financial crisis with profesor Eugene Fama” artículo sobre sesión de preguntas y respuestas con Eugene Fama en la Universidad de Chicago el 15 de octubre de 2011, disponible en https://www.chicagobooth.edu/news/2011-10-28_fama.aspx.
6. Duménil, Gerard y Levy, Dominique (2007). *Crisis y salida de la crisis. Orden y desorden neoliberales*. Fondo de Cultura Económica. México, 2007, 322 p.
7. Duménil, Gérard y Lévy, Dominique (2011). “The Crisis of the Early 21st Century: Marxian perspectives”. Publicado en <http://www.cepremap.fr/membres/dlevy/dle2012f.pdf>
8. Eggertsson, Gauti B.; Mehrotra, Neil R. y Summers, Lawrence H. (2016). “Secular Stagnation in the open economy”, NBER Working Paper Series. National Bureau of Economic Research, Estados Unidos, Abril 2016.
9. Fama, Eugene (1969). “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work” en *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, New York, Diciembre, 28-30, 1969 (Mayo, 1970), pp. 383-417.
10. Fisher, Irving (1933). “La teoría de la deuda-deflación en las grandes depresiones” en *Problemas del Desarrollo*, Vol. 30, núm. 119, México, IIEc-UNAM, octubre-diciembre 1999.
11. Foster, John Bellamy y Magdoff, Fred (2006). “1. La burbuja del endeudamiento de los hogares” en *La Gran Crisis Financiera. Causas y Consecuencias*. Fondo de Cultura Económica, Madrid, 2009.

12. Greenspan, Allan (2010). "La Crisis" en *Revista de Economía Institucional*, vol. 12, No. 22, Primer Semestre/2010, pp. 15-60.
13. Guillén Romo, Héctor (2015). "Consideraciones en torno a la crisis contemporánea". *Economía UNAM*, vol. 12 núm. 34, México Ene-Abr 2015.
14. Harvey, David (2010). *The Enigma of Capital and the Crises of Capitalism*. Oxford University Press, New York, U.S., 2010.
15. Itoh, Makoto (1977). "La teoría de la crisis en Marx. Su proceso de formación". *Análisis*, núm. 1, Enero-Marzo. Lima-Perú, 1977.
16. Krugman, Paul (2009). "Failure to Rise" en « The Opinion Pages » de *The New York Times*. 12 de Febrero de 2009.
17. Krugman, Paul (2012). *¡Detengamos esta crisis ya!* Ed. Crítica. Barcelona, España, 2012.
18. Krugman, Paul (2014). "The Stimulus Tragedy" en « The Opinion Pages » de *The New York Times*. 20 de Febrero de 2014.
19. Marichal, Carlos (2010). *Nueva historia de las grandes crisis financieras. Una perspectiva global, 1873-2008*. Debate, España, mayo 2010.
20. Mateo Tomé, Juan Pablo (2013). "La crisis económica mundial y la acumulación de capital, las finanzas y la distribución del ingreso. Debates en la economía marxista" en *Economía Crítica*.
21. Marx, Karl y Engels, Friedrich (1883). *El Capital, Crítica de la Economía Política*. Tomo III. Siglo XXI editores, México, 2013.
22. McGrattan, Ellen R. y Prescott, Edward C. (2014). "A Reassessment of Real Business Cycle Theory", Federal Reserve Bank of Minneapolis, Research Department Staff Report 494.
23. Panitch, Leo y Gindin, Sam (2015). *La construcción del capitalismo global. La economía política del imperio estadounidense*. Akal. España, 2015.
24. Pierce, Andrew (2008). "The Queen asks why no one saw the credit Crunch coming" en *The Telegraph*, 5 de noviembre de 2008, disponible en: <https://www.telegraph.co.uk/news/uknews/theroyalfamily/3386353/The-Queen-asks-why-no-one-saw-the-credit-crunch-coming.html>.
25. Piketty, Thomas (2013). *El Capital en el Siglo XXI*. Fondo de Cultura Económica, México, 2015.

26. Ramos, Javier y Valle, Alejandro (1983). “Una nota sobre la tendencia al descenso de la tasa de ganancia” en *Economía, Teoría y Práctica*: 1a. época, No. 1, 1983, pp. 137-146.
27. Roberts, Michael (2010). “The causes of the Great Recession: mainstream and heterodox interpretations and the cherry pickers”, ponencia presentada en la Annual Conference of Heterodox Economists, Burdeos, Julio.
28. Roberts, Michael (2016). *The long depression*, Haymarket Books, Estados Unidos.
29. Roberts, Michael y Axelsson, Anders (2016). “Short Manual for Downloading ROP-statistics from Bureau of Economic Analysis”, disponible en <https://thenextrecession.files.wordpress.com/2016/10/short-manual-for-downloading-rop-data-from-bureau-of-economic-analysis-1.pdf>
30. Shaikh, Anwar (1990). *Valor, acumulación y crisis*. Tercer Mundo Editores, Colombia, 1990.
31. Shaikh, Anwar (2013). “Crisis, Austerity, and the Role of Economic Policy” en *Social Research* Vol. 8, No. 3, Otoño 2013.
32. Shaikh, Anwar (2013). “La Primera Gran Depresión del Siglo XXI”, en *Rupturas*, vol. 3(2), Costa Rica, Jul-Dic 2013, pp. 224-245.
33. Shaikh, Anwar (2016). *Capitalism. Competition, conflict, crisis*. Oxford University Press, Nueva York, Estados Unidos.
34. Shiller, Robert J. (2015). *Irrational Exuberance*. Princeton University Press, 3ra edición, Estados Unidos.
35. Tamames, R. y Huerta, B. G. (2003). “18. Fluctuaciones económicas: 1929, 1973, 1989/93, 1998” en *Estructura económica internacional*. Editorial Alianza, 20° edición, España, 2003.
36. Tax Policy Center (2017). “Distributional analysis of the conference agreement for the Tax Cuts and Jobs Act”, diciembre 2018.
37. Weeks, John (2016). “A global approach to the global financial crisis” en *The Great Financial Meltdown*, editado por Turan Subasat. Edward Elgar Publishing, Northampton, MA, Estados Unidos.

Fuentes estadísticas

1. Banco Mundial, World Development Indicators.
2. British Petroleum, Statistical Review of World Energy, Junio 2008.
3. Bureau of Economic Analysis (BEA), National Income Product Accounts.
4. Bureau of Labor Statistics (BLS).
5. Energy Information Administration (EIA).
6. Federal Reserve Board of Governors.
7. Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), *OECD Stat*.
8. *Report of the President* (2016), Transmitido al Congreso en Febrero 2016.
9. Robert Shiller, University of Yale. A través del sitio del libro *Irrational Exuberance*:
<http://www.irrationalexuberance.com>; y del sitio del autor:
<http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>
10. Yahoo Finance, Historical Data.