

## **REPORTE DE INVESTIGACIÓN TITULADO**

### **“EL SECTOR FINANCIERO EN EL ESTANCAMIENTO SECULAR”**

#### **PROYECTO DE INVESTIGACIÓN**

#### **DESARROLLO ECONÓMICO DEBATES TEÓRICOS ACTUALES Y ESTUDIOS COMPARADOS.**

#### **NÚMERO DE REGISTRO 423**

### **INTRODUCCIÓN**

En el marco de una economía mundial con escaso crecimiento del PIB, disminución del PIB per cápita a causa de una débil demanda global que refleja un desequilibrio entre los niveles de ahorro y de inversión a bajas tasas de interés, provocando un dinamismo insuficiente para lograr mejores niveles de crecimiento de la economía. A este escenario, Larry Summers, le llama estancamiento secular. El estancamiento secular no sólo implica un bajo y/o lento crecimiento causado por factores de corto plazo, como podrían ser las burbujas financieras o los desequilibrios en las tasas de interés, sino también puede ser originado por componentes permanentes de la economía que provocan un bajo crecimiento por un largo plazo.

En esta investigación intentamos argumentar que el estancamiento del crecimiento de la economía ha sido resultado de un modelo de comportamiento de los agentes económicos definido o establecido por el cambio institucional registrado en el sistema financiero internacional a partir de mediados de 1970. En este sentido, proponemos el análisis institucional como un enfoque alternativo a la explicación del estancamiento secular basado en sus tres variables explicativas del cambio institucional: la dependencia de la trayectoria, la estructura artefactual y la eficiencia adaptativa. El modelo de comportamiento definido por el cambio institucional ha implicado una lógica comportamental en busca de la obtención de beneficios derivados de actividades improductiva como el oportunismo contractual en el sistema financiero que han configurado, desde nuestra perspectiva, una

informalidad financiera que resulta ser la causa microeconómica del estancamiento secular de la economía mundial.

La investigación está integrada por los siguiente apartados: 1) enunciar las principales características de la teoría del estancamiento secular, 2) la relación entre el sector financiero y el estancamiento secular; 3) el cambio institucional en el sector financiero: la esencia del estancamiento secular. Este último apartado está dividido en dos temas, la dependencia de la trayectoria y la estructura artefactual e ineficiencia eficiencia adaptativa: la informalidad financiera fuente de estancamiento secular.

## **1. CARACTERÍSTICAS DEL ESTANCAMIENTO SECULAR**

El entorno económico mundial de bajo crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB), disminución del PIB per cápita, bajas tasas de interés, altos niveles de desempleo, desequilibrios entre los niveles de ahorro e inversión ha revivido una hipótesis teórica sobre el comportamiento de la economía mundial: el estancamiento secular. Sin embargo, mencionan Baldwin y Teulings (2014: 3) el término estancamiento secular es ampliamente repetido pero poco entendido. Para poder entender el concepto de estancamiento secular sugerimos lo siguiente: 1) primero, ubicarla como una explicación macroeconómica que responde a un determinado marco teórico que reflexionan sobre el crecimiento de una economía, y 2) segundo, posicionarla como una determinada interpretación de la realidad económica mundial a partir de una escuela del pensamiento económico.

El concepto de estancamiento de secular, como está escrito en los textos de macroeconomía, significa un período de no crecimiento económico de larga duración. En este sentido, podemos decir que el estancamiento secular responde a una preocupación fundamentalmente macroeconómica: el crecimiento o evolución del producto de la economía. La macroeconomía proporciona tres marcos de reflexión sobre el crecimiento de una economía (Baldwin y Teulings, 2014:3-6):

1. *La preocupación por la tasa de crecimiento económico potencial de largo plazo:* explicada fundamentalmente por las teorías de crecimiento económico de largo

plazo de Robert Solow y Paul Romer en las que se argumenta que el crecimiento potencial de una economía depende de dos factores: del crecimiento de los insumos productivos y del aumento de la eficiencia con la que los insumos son utilizados para producir.

2. ***La desviación del crecimiento económico actual de su crecimiento potencial:*** la teoría Keynesiana explica que el crecimiento económico puede ser bajo puesto que se encuentra por debajo de su tasa de crecimiento potencial debido a que las tasas de interés reales de corto plazo consistentes para lograr el pleno empleo han mostrado una tendencia a la baja (incluso podrías registrarse tasas de interés negativas) por lo que la preocupación central es cómo administrar una economía con una tasa de interés nominal igual a cero que inhibe sistemática y crónicamente la actividad económica.
3. ***Los cambios inusuales (repentinos) del producto de la economía sin un cambio en la tasa de crecimiento económico de largo plazo:*** las explicaciones sobre los niveles del producto de la economía ponen el énfasis sobre fenómenos que encuentran su origen en el mercado laboral, y por tanto en las interpretaciones de los niveles de desempleo después de una recesión económica: Euro esclerosis (rigideces en el mercado de trabajo) e Histéresis (la persistencia un alto nivel de desempleo más los efectos prolongados de una crisis).

De acuerdo a lo anterior, podemos observar que las reflexiones al crecimiento económico han centrado su análisis por un lado, en elementos de corto plazo, como pueden ser el impacto de las tasas de interés sobre el mercado de productos, y sobre los niveles de inversión y de ahorro de una economía, o el funcionamiento del mercado laboral que afecta los niveles de desempleo y de producción de una economía; y por otro lado, han destacado elementos de largo plazo como son el desarrollo y la eficiencia en el uso de los factores productivos.

La hipótesis del estancamiento secular fue originalmente desarrollada por Alvin Hansen en 1939, como una respuesta a la pregunta que el mismo planteo ¿habría suficiente demanda de inversión para sostener el crecimiento económico? Dicha pregunta fue realizada en un contexto de finalización de un período de crecimiento del producto y de la población de la

economía norteamericana, sin precedentes, y después de la Gran Depresión asociada a la crisis de 1929. Hansen predecía una desaceleración del crecimiento demográfico y del progreso tecnológico por lo que pensaba que se reducirían las oportunidades de inversión por lo que disminuiría el crecimiento económico (Hansen, 1939: 11). La predicción de Hansen está sustentada en la relación positiva entre la tasa de crecimiento de la población y la formación del capital que impactan también de manera positiva los niveles de inversión e ingreso (Hansen, 1939: 8-9). El mecanismo es el siguiente: un menor ritmo de crecimiento de la población provocaría que una unidad adicional de capital tendría menor trabajo adicional al que incorporarse, por lo que reduciría la tasa de retorno de la inversión y en consecuencia disminuiría los niveles de inversión, mientras que el ahorro se acumularía sin consumirse, provocando una disminución de la demanda agregada y con ello un bajo crecimiento económico. Lo que está detrás de este mecanismo es la teoría keynesiana sobre la función de consumo: la propensión media al consumo disminuye cuando el ingreso aumenta, lo que significa que los hogares consumirán una proporción cada vez menos de su ingreso, por lo que dicha proporción no consumida provoca que el ahorro de las familias incremente y, en caso de que no existiera suficiente demanda de inversión, la demanda de bienes y servicios también sería insuficiente provocando un crecimiento débil y lento de la economía. Por consiguiente, podemos decir que una manifestación del estancamiento secular es una combinación de incremento de los niveles de ahorro y una disminución de los niveles de inversión, es decir, se registra un desequilibrio entre los niveles de ahorro y de inversión.

Actualmente la hipótesis del estancamiento secular ha sido retomada por Larry Summers, en noviembre de 2012, como una posible explicación al crecimiento lento, de economías industrializadas, debido fundamentalmente a la inoperancia de la política monetaria de tasas de interés con límite inferior cero y a la inestabilidad financiera (burbujas y crisis financieras); es decir, los tipos de interés cercanos a cero restringen la capacidad de acción de los bancos centrales para estimular la actividad económica. La hipótesis de estancamiento secular de Summers hace hincapié también en desequilibrios entre los niveles de ahorro y de inversión aunque en esta ocasión el contexto mundial pone en evidencia los siguientes fenómenos: bajos niveles de inflación, ritmos de crecimiento lento

de los niveles de producción, tasas de desempleo importantes, tasas de interés nominales muy bajas (incluso con tasas de interés reales negativas) y políticas monetarias expansivas.

El argumento teórico de Summers es que bajo el supuesto de que existe un incremento en la propensión de ahorro privado acompañado de una disminución en la propensión de inversión, es decir un desequilibrio entre los niveles de inversión y ahorro, no existe una tasa de interés que permita equilibrar los niveles de ahorro con los niveles de inversión. Incluso el diagnóstico es que la tasa de interés ha disminuido tanto que las políticas monetarias expansivas no han logrado estimular la demanda para provocar un ritmo de crecimiento más rápido. Así afirma Summers que se ha entrado en una época en la que no se puede lograr al mismo tiempo: pleno empleo, crecimiento satisfactorio y estabilidad financiera; puesto que la única forma de promover el crecimiento económico es a través de la creación de burbujas financieras que posteriormente estallan y provocan graves consecuencias económicas: inestabilidad financiera y débil crecimiento económico.

Lo anterior, permite recordar la esencia del estancamiento secular según Hansen (1939: 4): “las recuperaciones débiles sucumben muy pronto y las depresiones autoalimentadas generan un núcleo duro y aparentemente inalterable de desempleo”. El mismo Summers sugiere una definición técnica para el estancamiento secular: un crecimiento económico de alrededor de 2% en promedio durante 5 años después un estado de crisis económica. Gordon fija un plazo de 25 años, por lo que Summers se inclina por el corto plazo y Gordon por el largo. Entre 2007 y 2016 ya pasaron 9 años por lo que la realidad apunta a un estancamiento de largo plazo con respecto al cual el enfoque keynesiano parece insuficientemente explicativo.

Las dos hipótesis sobre el estancamiento secular que hemos explicado en este documento<sup>1</sup> apuntan hacia una preocupación fundamental: el crecimiento económico actual no está en la línea de lograr su crecimiento potencial particularmente por desequilibrios entre los niveles de ahorro y los niveles de inversión. Ambas hipótesis están basadas en la teoría keynesiana puesto que identifican el problema como una cuestión de la insuficiencia de la demanda efectiva causada por la disminución de los niveles de inversión, ya sea por una disminución

---

<sup>1</sup> Para ver otras explicaciones al estancamiento secular pueden revisar Teulings y Baldwin (2014).

en el ritmo de crecimiento de la población y de la formación del capital o ya sea por niveles bajos de tasas de interés que no han sido realmente lo suficiente atractivas para incentivar la demanda por el lado de las inversiones.

En nuestra opinión, el crecimiento potencial es un aspecto esencialmente artefactual siempre vinculado a las otras dos variables explicativas del cambio institucional (la dependía de la trayectoria y la eficiencia adaptativa. En la opinión habitual, es el crecimiento del producto sin inflación y con base en las potencialidades de cada economía como la calificación de su población activa, sus infraestructuras, sus inversiones, etc. En este sentido, esta investigación pretende destacar que hay otros factores como los comportamientos de los agentes económicos guiados por un determinado modelo mental de comportamiento que realizan las inversiones dentro del sector financiero que no ayudan a la recuperación de los niveles de inversión y por tanto de un mejoramiento de la demanda y con ellos un crecimiento más sólido de los niveles de producción. La identificación de dichos modelos de comportamiento en los inversionistas responde a la escuela del pensamiento económico institucionalista que resalta comportamientos microeconómicos y macroeconómicos como determinantes de los niveles de inversión.

Enseguida se pretende describir el papel del sector financiero en la hipótesis del estancamiento secular por lo que retomaremos dos referencias que abonan en esta línea de investigación: Summers (2014) y Krugman (2014).

## **2. RELACIÓN ENTRE SECTOR FINANCIERO Y ESTANCAMIENTO SECULAR.**

A partir de la revisión de las hipótesis del estancamiento secular podemos identificar por lo menos tres variables que condicionan la evolución de la producción: los niveles de ahorro, inversión y las tasas de interés. Los niveles de ahorro e inversión se determinan en el mercado de bienes y servicios, aunque pueden reinterpretar como dos niveles que constituyen un mercado de fondos prestables. El ahorro es la oferta de fondos prestables: los hogares prestan sus ahorros a los inversores o los depositan en un banco, el cual

concede préstamos con esos fondos. La inversión es la demanda de fondos prestables: los inversionistas piden préstamos a los bancos. Es decir, el bien que se oferta son los fondos prestables y su precio es el tipo de interés. Dado que la inversión depende del tipo de interés, la cantidad demandada de fondos prestables también depende del tipo de interés. Mientras que considerando a la tasa de interés como una medida del costo de pedir prestado y al mismo tiempo como el rendimiento de otorgar préstamos para financiar la inversión, podemos decir que su nivel se determina en el mercado de dinero. En consecuencia, podemos decir que la interacción de estos mercados, el de bienes y servicios y/o el de fondos prestables y el mercado de dinero condicionan los niveles de la tasa de interés, de ahorro e inversión y, por tanto de la producción.

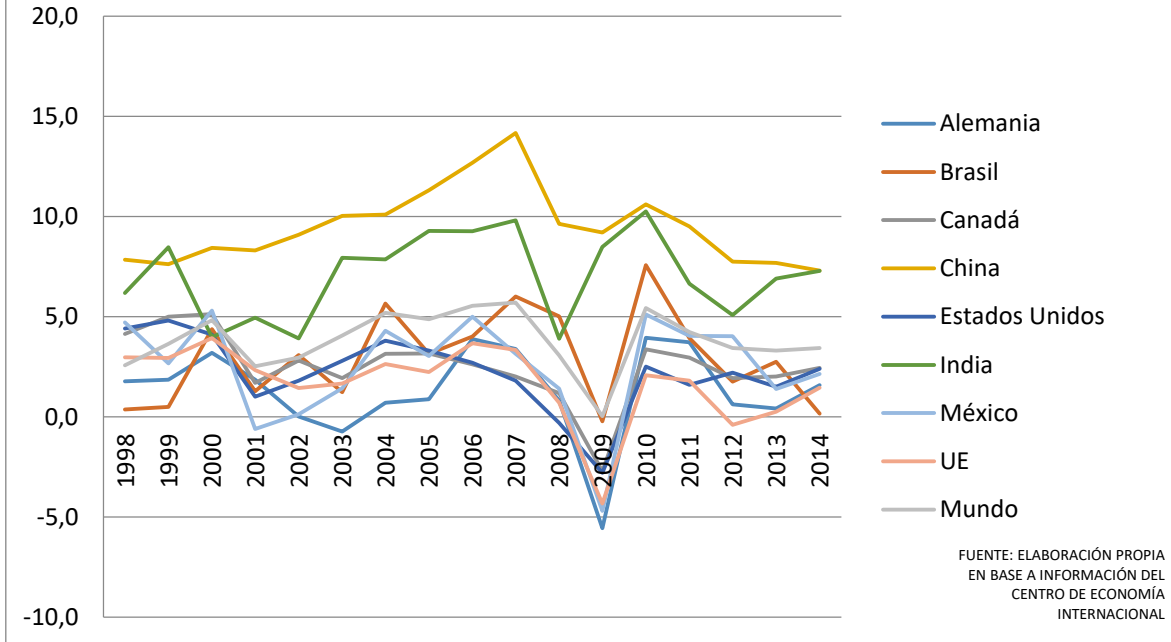
En la sección anterior resaltamos el hecho de que la teoría del estancamiento secular en sus versiones de Summers (2013) y de Hansen (1939) tiene sus bases en el modelo macroeconómico Keynesiano, conocido como el modelo IS-LM<sup>2</sup>. El modelo IS-LM es utilizado para explicar las fluctuaciones económicas de corto plazo<sup>3</sup>. Existen varias modalidades de dicho modelo, que sin duda, gozan de mucha aplicación para las distintas economías, por ejemplo actualmente podemos decir que un modelo IS-LM de la gran economía abierta podría aplicarse para analizar la débil recuperación del crecimiento económico de las naciones desarrolladas. Sin embargo, las recomendaciones de política económica que se derivan de dichos modelos que consisten, de manera general, en que los gobiernos estimulen la inversión manteniendo las tasas de interés bajas, no han sido del todo efectivas para lograr sólidos crecimientos del producto de sus economías.

---

<sup>2</sup> Definiciones del modelo IS LM

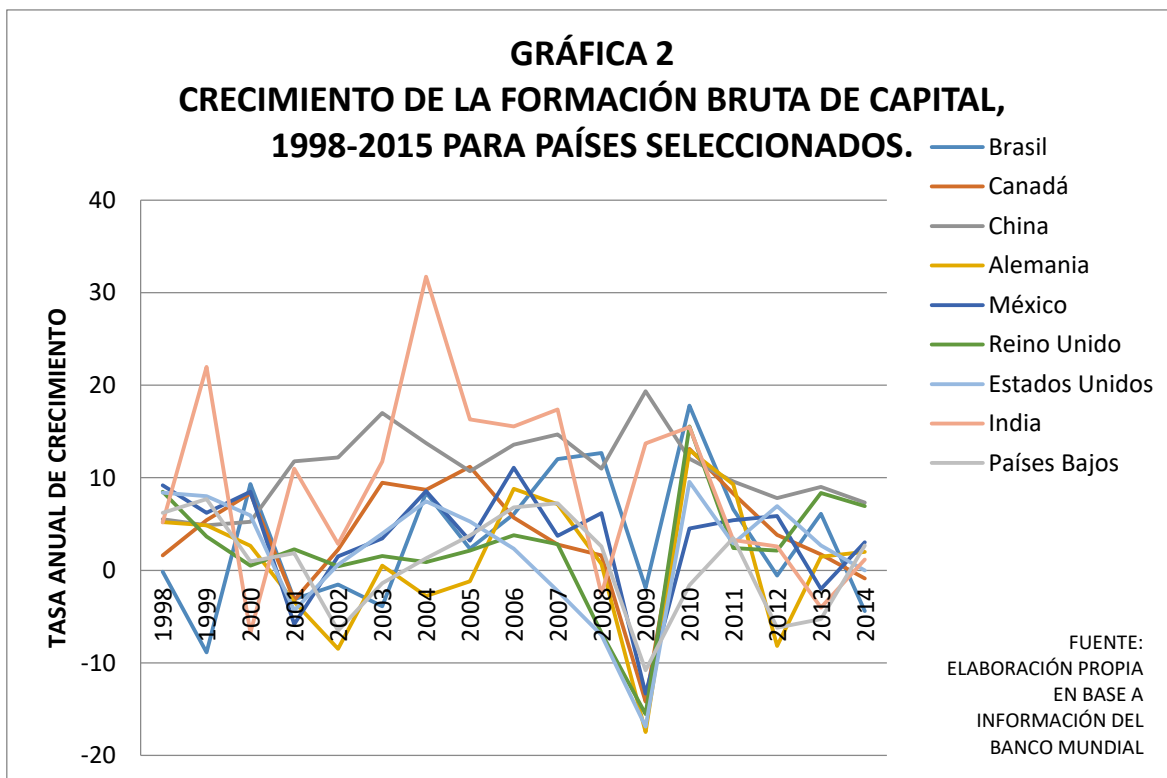
<sup>3</sup> El corto plazo, desde el punto de vista de la macroeconomía, se refiere al hecho de que la mayoría de los precios son rígidos.

**GRÁFICA 1**  
**TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB, 1998-2014**  
**PAÍSES SELECCIONADOS Y ALGUNAS REGIONES**



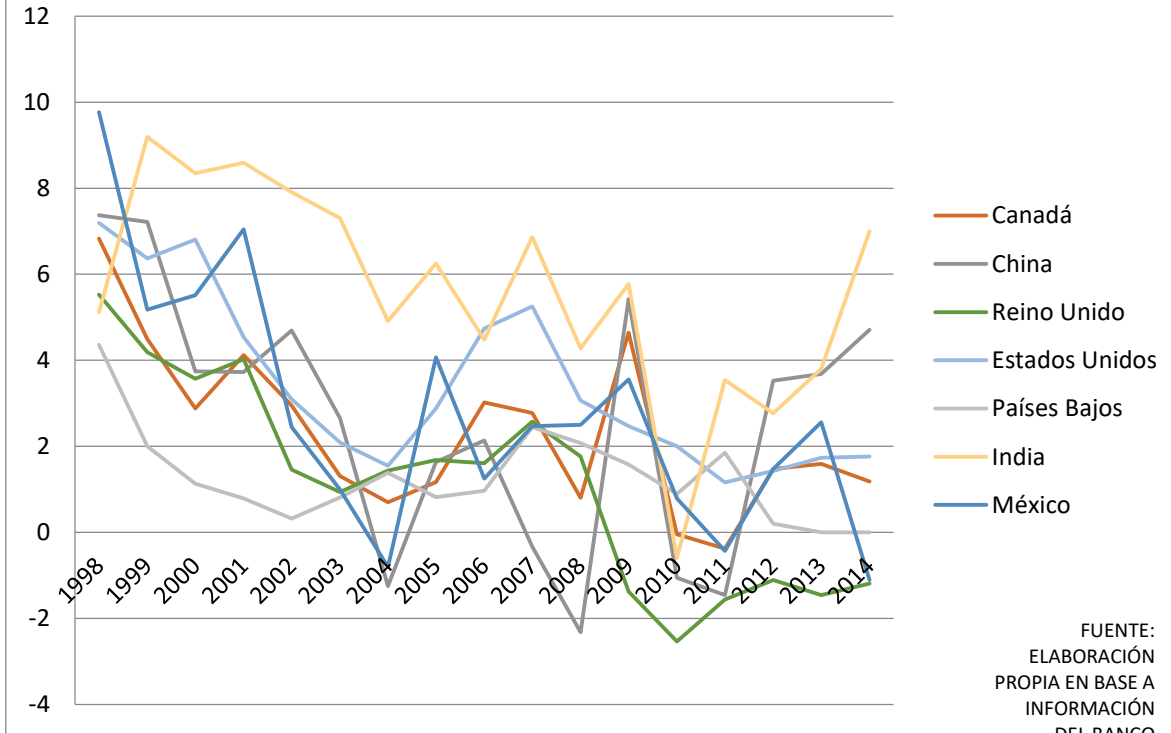
En la gráfica 1 puede observarse la diferencia en la tasa del crecimiento del PIB real de la economía de Estados Unidos con la evolución del crecimiento de China e India. Los niveles del PIB real de estos dos últimos países se encuentran por encima del 5%, mientras que los Estados Unidos y otras economías desarrolladas registran un ritmo de crecimiento lento, alrededor del 2.5%. El comportamiento de la formación bruta de capital, en la gráfica 2, refleja de nuevo una evolución diferente para el caso de la economía China alcanzando niveles de crecimiento casi del 10% anual entre 2011 y 2014, e India muestra una recuperación importante después de 2012.





En la gráfica 3, mostrada enseguida, muestra que el ritmo de crecimiento de la tasa de interés de China e India una tendencia creciente a partir de los valores registrados en 2010, contrario a lo que sucede con la economía estadounidense. En este sentido, puede inferirse que la situación de Estados Unidos es muy distinta de la de India o China, puesto que India no está en ningún estancamiento y China experimenta un freno diferente del estancamiento.

**GRÁFICA 3**  
**TASA DE INTERÉS REAL, 1998-2014**  
**PAÍSES SELECCIONADOS**



Ante este panorama de las economías desarrolladas y de la economía mundial en los últimos años, surgen algunas preguntas: ¿por qué la economía mundial no ha mostrado una recuperación económica más sólida después de la crisis financiera del 2008 como la mostrada después de la crisis de 1929? ¿Por qué Estados Unidos no ha recuperado vigorosamente su crecimiento de su producción como en el caso de la crisis de 1929? ¿Por qué el plan de recuperación de la economía norteamericano no ha impactado de manera sostenida los niveles de inversión que implicarán mayores niveles de crecimiento como los efectos generados por las políticas económicas aplicadas después del crack de 1929? En este sentido nuestra investigación intenta resaltar el papel del sector financiero en el crecimiento y desarrollo económico desde una perspectiva institucional. Por consiguiente, siguiendo un análisis circunstanciado en una determinada realidad económica, en este caso la economía norteamericana, una característica propia de la teoría institucional, planteamos la hipótesis de que la economía mundial, en particular la economía norteamericana, registró un cambio institucional en el sector financiero desde mediado de la década de los 1970 que

promovió una determinada regulación financiera que ha priorizado un financiamiento improductivo más que productivo caracterizado por un incremento importante del rentismo financiero (que no sólo ha predominado en el sector formal de las finanzas sino también, y de hecho, con mayor fuerza, en el sector informal no sólo en los Estados Unidos Americanos (EUA) sino a nivel mundial que engendró la crisis financiera mundial de 2008, y que actualmente el cambio institucional necesario ocurrido a partir del 2008 no muestra una dirección que cambié la relación de fuerzas entre el sector financiero productivo y el improductivo.

En la literatura que estudia la relación entre el sector financiero y el crecimiento económico se resalta el efecto positivo que tiene el desarrollo financiero en los determinantes del crecimiento económicos identificados por los teóricos del crecimiento mencionados anteriormente. Incluso Shumpeter señaló que la gran industrialización alemana se basó de manera importante, entre otros factores, en la dimensión y complejidad del sistema bancario (Citado por Mansell, 1995: 3). En nuestra opinión el desarrollo del sistema financiero es un elemento clave que impulsa el crecimiento económico de las naciones puesto que está conformado por un conjunto de instituciones que actúan como intermediarias entre ahorradores prestamistas e inversores y consumidores prestatarios, es decir una función primordial es transferir los recursos de los prestamistas a los prestatarios de forma que sus objetivos queden satisfechos en la mayor medida posible. En el sentido amplio de la palabra “institución”, el sistema financiero incluye también los productos o instrumentos, es decir, cualquier documento que acredite un contrato de préstamo, tales como obligaciones, bonos, pagarés, o derivados, opciones y futuros. Levine (2005) señala que el sistema financiero produce información sobre posibles inversiones y asigna el capital, supervisa los proyectos de inversión y mejora el ejercicio del gobierno corporativo, permite diversificar y gestionar mejor el riesgo, moviliza y reúne los ahorros de distintos individuos y facilita el intercambio de bienes, servicios, factores de la producción y activos. En este sentido, el análisis del sector financiero proporciona otros factores de carácter permanente, no de corto plazo como los identificados en la teoría del estancamiento secular, que explican los bajos niveles de crecimiento de una economía desde nuestra perspectiva institucionalista.

El análisis institucional de una economía, desde un punto de vista microeconómico se caracteriza por sostener que los precios son convenciones sociales, delimitadas y reforzadas por las instituciones formales e informales (hábitos y costumbres), y además reconocen que la estructura de un mercado (ya sea financiero o de cualquier producto) es de competencia imperfecta tanto por la existencia de una racionalidad limitada de los individuos como por la información asimétrica entre los agentes económicos (Hodgson, 2003:897-899). Desde una visión macroeconómica el análisis económico institucionalista examina las pautas y regularidades del comportamiento humano esperando encontrar procesos de imitación, inercia, trabas y causalidad acumulativa (Hodgson, 2003: 899-900). Aplicando el análisis institucional en los sistemas y/o mercados financieros y su relación con el desarrollo económico identificamos dos elementos claves: el marco institucional (formal e informal) con su respectivo cambio institucional (explicado por tres variables: la dependencia de la trayectoria, estructura artefactual y la eficiencia adaptativa), y 2) la estructura imperfecta de los mercados causada fundamentalmente por problemas de información asimétrica (oportunismo en los contratos: *ex ante* y *ex post*).

El marco institucional instaurado en la economía de Estados Unidos a consecuencia de la crisis de 1929 respondió a un modelo mental basado en la social democracia nórdica y alemana caracterizado por las reformas Roosvelianas estabilizadoras de los mercados financieros: regulación y supervisión financiera que controló a los buscadores de rentas financieras y que promovió la financiación productiva. Lo que la economía neoclásica, a mediados de 1970 llamó represión financiera para abanderar la promoción de un cambio institucional a partir de 1975 e instaurar una nueva regulación financiera llamada regulación prudencial. Esta última reforma institucional fue promovida por un modelo mental anglosajón caracterizado por un monetarismo neoclásico por la desregulación financiera, que provocó la gran predominancia de intermediarios financieros cazadores de rentas en contra del financiamiento productivo.

Por otra parte, la estructura de un mercado financiero es imperfecta puesto que se caracteriza por realizar operaciones en las que existe información asimétrica: los

prestamistas no disponen de información completa acerca de los prestatarios (cuáles son sus verdaderos activos, en qué van a utilizar el préstamo, cuál es en realidad su disposición y capacidad para pagar, etc). Cuando la información es imperfecta (es decir, si los prestamistas no pueden distinguir entre riesgos crediticios buenos o malos) puede surgir tanto un problema de oportunismo<sup>4</sup> contractual ex ante (selección adversa<sup>5</sup>) como un oportunismo ex post (riesgo moral<sup>6</sup>). El oportunismo ex ante tiene que ver como su nombre lo dice con problemas de información antes de que se celebre el contrato u operación financiera y hace referencia a que el prestamista no es capaz de diferenciar los grados de productividad y de aversión al riesgo de quien recibe el crédito. El problema ex post tiene que ver como su nombre lo dice con problemas de información posterior a la celebración del contrato u operación financiera y se refiere a que el prestamista no puede identificar la calidad moral del prestatario en lo referente a: 1) su disposición para pagar la deuda y 2) comunicar la verdad de las causas del impago.

El oportunismo ex ante y ex post puede afectar también a los cuentahabientes. Ya que existe información imperfecta sobre la calidad absoluta y relativa de los bancos, pueden tener dificultad para distinguir entre los activos administrados y los expuestos a riesgos excesivos. Como consecuencia de esta asimetría en la información y ante una quiebra de algún banco puede generarse pánico y los cuentahabientes intentaran retirar en gran cantidad sus ahorros. Aunque las autoridades financieras actualmente intervienen utilizando fondos para asegurar los depósitos, así como créditos del banco central con el objetivo de impedir la retirada de los ahorros. Sin embargo, cuando los bancos perciben que su responsabilidad sólo es parcial, tienden a realizar actividades más riesgosas. De ahí la importancia de una regulación y supervisión financieras adecuadas (Mansell, 1995: 5).

---

<sup>4</sup> Oportunismo: comportamiento de un agente económico en función del interés personal que utiliza al engaño, el fraude, o la información incompleta o desnaturalizada con respecto a la otra parte del contrato respectivo (Jeannot: 2004: 382).

<sup>5</sup> Selección adversa: sucede cuando los participantes no revelan informaciones que les son desfavorables al momento de contratar (Jeannot: 2004: 386).

<sup>6</sup> Riesgo moral: cuando uno de los participantes en el contrato lesiona los intereses del otro, bien porque la otra parte está menos informada, o bien porque el contrato es incompleto.

La existencia de mercados de créditos imperfectos o incompletos se debe fundamentalmente a los problemas de información que acabamos de señalar y a la existencia de altos costes de transacción los cuales se traducen en problemas de movilización del ahorro de distintos individuos y hace que sea relevante el diseño de instrumentos que faciliten el intercambio de bienes, factores, servicios y activos financieros.

Las transacciones financieras no son reguladas por contratos de mercados completos o perfectos, y los fallos de mercado y las ineficiencias siguen apareciendo tanto en los países menos desarrollados como en las sociedades más desarrolladas (Sonia Di Giannatale, Patricia López y María José Roa; 2008: 5).

### **3. EL CAMBIO INSTITUCIONAL EN EL SECTOR FINANCIERO: LA ESENCIA DEL ESTANCAMIENTO SECULAR.**

La teoría del cambio institucional económico se basa en tres conceptos que a continuación se explican puesto que dan forma a nuestra hipótesis sobre las causas del estancamiento secular.

La dependencia de la trayectoria, es el primer concepto, significa un conjunto de restricciones que condicionan las decisiones del presente explicadas por las experiencias circunstanciales del pasado. Este conjunto de restricciones provee un determinado marco institucional que puede reciclarse y autorreforzarse a lo largo del tiempo, con mayor o menor eficiencia y eficacia en función del predominio de empresarios y/o inversionistas innovadores sobre aquellos que realizan y fomentan la captura de rentas. La estructura artefactual, es el segundo concepto, expresa los factores de producción tangibles e intangibles con los que una economía pone a funcionar su aparato productivo con una determinado grado de eficiencia adaptativa. La eficiencia adaptativa, es el tercer concepto, manifiesta la vocación y aptitud de una economía para promover la innovación que provoca bienestar social (Jeannot, 2014: 119).

En lo que sigue describiremos cada uno de los tres conceptos aplicados para la economía norteamericana, puesto que además de ser la sede de los dos grandes crisis financieras del capitalismo mundial representa aún un peso importante en la economía mundial. Jeannot (2014:16) señala que desde sus orígenes el capitalismo se ha desarrollado tanto con empresarios innovadores, que desarrollan las ganancias en función de la productividad de todos los factores, como con cazadores de rentas, que obtienen ganancias a partir de la obtención de rentas. En particular, lo que ha implicado el surgimiento de por lo menos dos variedades de capitalismo, en el primer caso de un capitalismo productivo porque predominan más los empresarios innovadores, mientras que en la segunda situación un capitalismo improductivo puesto que prevalecen más los rentistas. En este sentido, en el ámbito financiero, después de la crisis de 1929 en Estados Unidos se configuró una dotación institucional que promovió una economía competitiva basada en las ganancias de productividad. A continuación señalamos las principales instituciones que consolidaron a la economía norteamericana como una potencia económica entre 1933-1975.

### **3.1 La dependencia de la trayectoria en el sector financiero:**

Roosevelt en 1933 instrumentó un plan de recuperación de la economía norteamericana basado en 5 medidas (Jeannot, 2014:61-63):

1. Concertó con empresarios del sector agrícola e industrial detener la disminución de los precios de los productos.
2. Estableció un sistema de jubilaciones y retiros por reparto para mantener los ingresos de los hogares (alcanzando una cobertura muy importante después de 1945).
3. Financió obras públicas por medio del gasto público con el objetivo de recuperar el nivel de ingreso de 1929.
4. “La economía de guerra quien fue la que permitió abatir la tasa de desempleo por abajo del 5%, pero no por las políticas keynesianas como suele creerse habitual y erróneamente”

5. Reguló las actividades financieras para contener la captura de rentas preservando, al mismo tiempo, la rentabilidad bancaria; logrando con ello estabilidad en el mercado financiero durante 40 años.
- A partir de 1933 garantizó públicamente los depósitos bancarios, así revirtió la corrida bancaria que tuvo lugar entre 1929 y 1932 recuperando la confianza en el sistema bancario.
  - La Banking Act de 1933<sup>7</sup> implicó las siguientes acciones:
    - La separación de la Banca Comercial de la de Inversiones y prohibió cualquier tipo de fusiones que vulneran a esta separación.
    - Controló las tasas de interés mediante la regulación Q que prohibió la remuneración de los depósitos a la vista y puso techo a la tasa de interés de los depósitos a plazos (lo que más adelante se llamó represión financiera).
  - En 1934 emitió la Securities Exchange Act (SEC) que estableció un organismo controlador de los mercados bursátiles con el mismo nombre SEC encargado de evitar la manipulación de los precios, imponer el uso de un modelo mínimo de informes contables para las empresas que cotizan en Bolsa, y controlar los márgenes en los intercambios correspondientes, así como supervisar la utilización del crédito en las operaciones financieras.
  - En 1935 emitió la Banking Act que hizo más difícil obtener una autorización para abrir una casa bancaria.
  - En 1936 el parlamento de mayoría demócrata creó la Commodity and Future Trading Comission (CFTC) encargada de controlar la manipulación de los mercados por parte de los especuladores.

Lo sobresaliente de la administración de Roosevelt fue la política de cambio institucional asumida por el gobierno proactivo para salvar al capitalismo del comportamiento predador de los cazadores de rentas aunque haya sido necesario procesar este cambio en los plazos

---

<sup>7</sup> Llamada de manera no oficial Glass Steagall Act por el apellido de sus promotores parlamentarios.



no inmediatos propios de una democracia política (Jeannot, 2014: 64). Se caracterizó por tomar la iniciativa y lograr poner en práctica un paquete de medidas político económicas que fueron verdadera innovación social, porque no solamente reformó las reglas del juego financiero, económico y social de los E.U, sino que también instrumentó un contundente cambio ideológico que puso en valor el alcance y las posibilidades de las políticas públicas en contra del modelo mental compartido de sus connacionales, el cual recreó el legado colonial dentro de un liberalismo antigubernista muy cercano a la manía de un individualismo desmesurado y desubicado que se protege en la zona de sombra del mito de la insularidad (Jeannot, 2014: 61).

Siete lecciones destacadas que nos cuesta mucho trabajo aprender porque somos *víctimas del modelo mental compartido que impone la teoría económica dominante (Jeannot, 2014:66-67)*.

1. La regulación financiera destinada a restringir al rentismo y a la captura de rentas financieras es un proceso político de creación y recreación de los consensos, pero no un derivado de los modelos matemáticos que teorizan los especialistas.
2. Aun cuando había llegado a controlar una buena parte de la autonomía relativa del Estado Gobierno, Roosevelt fue consistente en cumplir el compromiso de respetar y hacer cumplir los derechos de propiedad privada, pero también fue perseverante en el deber de encauzar la Banca hacia el financiamiento de las actividades productivas que gestiona la clase laboriosa.
3. Es necesario poseer una voluntad política sustentable y sustentada en sucesivos enfrentamientos con los grupos de presión cazadores de rentas que detentan un alto poder de cabildeo.
4. La regulación financiera de Roosevelt logró compatibilizar durablemente tres aspectos habitualmente difíciles de compaginar: la rentabilidad bancaria, la estabilidad financiera y el crédito barato para la inversión productiva.
5. Al separar la banca comercial de la de inversiones, limitó institucionalmente la creación de riesgo sistémico. En efecto, cuando el gobierno garantiza solamente a la

banca comercial, hace que la banca de inversiones ya no pueda descontar al iniciar su proceso de captura de rentas financieras.

6. Lo que impide el desenvolvimiento de la inestabilidad financiera es toda una regulación destinada a encuadrar al rentismo del mismo género en las empresas de cualquier dimensión y por esto limitar la creación de riesgo sistémico que realizan los cazadores de rentas financieras.
7. La regulación financiera iniciada en 1933 vinculó a los Bancos con la inversión productiva que realiza la clase laboriosa y moviliza a los intereses incluyentes que hicieron crecer el producto nacional estadounidense en forma suficientemente dinámica no solamente en la preguerra II, sino también durante la contienda, y aún más tarde en la postguerra II, hasta que el predominio de la mentalidad neoclásica y monetarista después de 1975 instrumentó las reformas involutivas que patrocinaron al auge en la captura de rentas financieras.

Después de aproximadamente 4 décadas de un crecimiento económico sostenido para la mayoría de las economías desarrolladas, en particular para la economía estadounidense. A finales del siglo XX e inicios del XXI se ha desarrollado una importante financiarización del capitalismo mundial y más desarrollado (Estados Unidos y Europa). Por consiguiente, la coexistencia a nivel mundial de empresarios innovadores y cazadores de rentas se registró gracias a tres cambios principales en la gobernanza pública:

1. La institucionalización de la autonomía del Banco Central para promover el financiamiento del mercado.
2. El empobrecimiento del Estado a través de la disminución de la recaudación fiscal.
3. La desregulación y desreglamentación del comercio del dinero público y bancario para promover la captura de rentas financieras.

El cambio institucional promovido entre 1975 y 1990 por la Regla de las tres “D” (Descongestionamiento, Desreglamentación y desintermediación financiera): Variables

institucionales de la política financiera promovidas por el pensamiento único para apoyar a la captura de rentas transnacionales (Bourguinat, 2009:99, citado por Jeannot, 2014:78).

1. La primera “D”, Descongestionamiento financiero: actuó en contra de la separación de la Banca comercial (depósitos y créditos garantizados por el gobierno) de la de Inversiones (negocio de papeles financieros y participaciones en el capital de las empresas con altos rendimientos pero sin garantía gubernamental) por consiguiente instauró la universalización de la Banca permitiendo confundir los roles comerciales con los de inversiones y el apoyo a las actividades productivas con la captura de rentas. Por ejemplo la titularización de las hipotecas.
2. La segunda “D”, desreglamentación financiera: actuó en “pro” de los mercados financieros eficientes desde la perspectiva neoclásica argumentando que las disposiciones públicas que ordenan las transacciones bloqueaban la competencia en los mercados financieros, por lo tanto promovió mayor competencia a los mercados bancarios o no bancarios, pero también la diversificación y profundización de los riesgos con respecto a los cuales los rentistas encontraron formas inéditas de rentabilizar el usufructo correspondiente mediante swaps que transformaban tasas de interés fijas en variables o derivados con respecto al tipo de cambio o cualquier bien o servicio. Mala administración del riesgo financiero.
3. La tercera “D”, Desintermediación financiera: se refiere al retiro de los bancos como intermediarios financieros a favor de otros intermediarios no bancarios o de otras formas de intermediación como la Banca informal o shadow Banking donde los cazadores de rentas practican con fuerza el usufructo de abultados beneficios. De esta manera los bancos transmitieron a terceros, eventualmente otros bancos, los riesgos implícitos en papeles financieros que se reciclaban mediante la titularización; o bien transfirieron títulos financieros otorgando determinadas garantías sobre los mismos como la posibilidad de otorgar créditos en caso de que la demanda escaseara. Cualquiera fuera la transmisión de papeles financieros, los bancos siempre capturaron rentas por estos montajes de deuda contra deuda bajo la apariencia de que estaba administrando el riesgo sistémico cuando en realidad solo se lo rentabilizaba al paso de la transformación del riesgo en incertidumbre. El

estallido de la burbuja especulativa no es más que la sanción de esta incertidumbre fabricada.

El cambio institucional promovido por la regla de las tres “D” se registró en un contexto regulatorio del sistema financiero distinto al existente en el periodo de 1933 a 1970. Hasta 1970 el marco regulatorio se caracterizó por una regulación que restringió de manera importante el rentismo financiero, que fue llamada por la corriente económica principal “Represión financiera” pero que en realidad creemos nosotros fue una regulación financiera que encuadro las actividades financieras especulativas de los agentes financieros no productivos. Después de 1970 y hasta la fecha se ha registrado una regulación llamada por los neoclásicos como regulación prudencial, que más bien desde nuestra perspectiva institucionalista la llamaríamos de dos formas: 1) de 1970 a 2008 una “Regulación Monetarista” y 2) de 2009 a la fecha una “Regulación Post-Monetarista”, caracterizadas por ser liberales y amistosas con la captura de rentas financieras por la iniciativa privada (Jeannot, 2014: 68)

La dotación institucional del periodo posterior a 1970 la complementan los Acuerdos de Basilea I, II y III. Estos acuerdos son establecidos por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, el cual fue creado en 1975 por propuesta de Peter Cooke director del Banco de Inglaterra en ese entonces y que estaría integrado por los directores de los Bancos Centrales y los organismos reguladores de Alemania, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos, Francia, Holanda, Italia, Reino Unido y Suiza, aunque actualmente se han integrado cuatro países más España, Japón, Luxemburgo y Suecia. El Comité de Basilea es un organismo que se encarga de proponer, establecer y coordinar estándares de mejores prácticas de supervisión y regulación bancaria en cuanto a los requisitos mínimos para asegurar estabilidad financiera. Durante su existencia ha establecido tres acuerdos, para fines de nuestra investigación a continuación nos interesa resaltar algunos de puntos de ellos:

1. El primer Acuerdo de Basilea (Basilea I) fue publicado en 1988. El principal punto de Basilea I fue la llamada “Ratio Cooke” que estableció el 8% como capital mínimo de la entidad bancaria con respecto al valor nominal de los activos riesgosos (crédito, mercado y tipo de cambio). El objetivo de Basilea I fue doble:

minimizar el riesgo sistémico y evitar la ocurrencia de cualquier efecto dominó. Sin embargo, Basilea I no mostró ningún esfuerzo por regular las operaciones fuera del Balance o de la llamada Banca Informal.

2. El segundo Acuerdo de Basilea (Basilea II) fue publicado en 2004. El acuerdo está basado en tres pilares principales: a) capital mínimo exigible, b) examen por parte del supervisor y c) disciplina del mercado. En cuanto al primer pilar destaca que el 8% como capital mínimo para cubrirse de posibles riesgos se desagregó de la siguiente manera: 85% para riesgo de crédito, 5% para riesgo de mercado y 10% para riesgo operacional. El riesgo operacional es aquel que es resultado de fallas en los procesos y controles, sistemas y aspectos legales, documentación incompleta. Pero no incluye el riesgo estratégico (aquel que es causado por algún factor de incertidumbre interna o externa que afecte de manera importante la sustentabilidad y los objetivos estratégicos de los bancos) y tampoco considera el riesgo de reputación (que consiste en una situación que impacte de forma positiva o negativa la reputación de una organización). Además de la desagregación incorpora el Método Basado en Calificaciones Internas (IRB por sus siglas en inglés) Básico y Avanzado como un enfoque adicional para medir el riesgo de crédito, en el método básico los mismos bancos calcularán la probabilidad de incumplimiento del acreditado y los supervisores proporcionarán las otras variables relevantes<sup>8</sup>, mientras que en el método avanzado la institución bancaria estimará todas las variables. Referente al segundo pilar, se promueve un diálogo más activo entre banco y supervisor basado en cuatro principios: i) contar con mecanismos internos que permitan establecer objetivos de capitalización acordes con el nivel de exposición al riesgo; ii) contar con una supervisión eficiente que examine las estrategias y controles internos de los bancos y que sea capaz de intervenir cuando no queden satisfechos con el resultado del proceso; capacidad para exigir un nivel de capitalización por encima del mínimo regulatorio a cualquier institución en particular; contar con la posibilidad de intervenir con prontitud y exigir la inmediata adopción de medidas correctivas, en el caso de que el capital descienda por debajo

---

<sup>8</sup> Probabilidad de incumplimiento, pérdida en caso de incumplimiento, plazo remanente, monte del crédito al momento del incumplimiento.

de los niveles requeridos. En lo que corresponde al tercer pilar, se incorporan una serie de recomendaciones y requerimientos de información que permitan a los participantes en el mercado de valuación de riesgos, suficiencia de capital y procesos de administración en las instituciones de crédito.

Dado lo anterior, podemos percibir que al mismo tiempo que se promovía la figura de los supervisores para evaluar los riesgos crediticios también se fomentaba las metodologías internas para valuación de los riesgos financieros, así quedo un espacio en el que pudieran existir problemas de información asimétrica que los agentes financieros rentistas aprovecharían para manipular información siguiendo un comportamiento oportunista (Jeannot, 2014: 70).

3. El tercer Acuerdo de Basilea III (Basilea III) fue publicado en 2010, entró en vigor en enero de 2013 e irá implementándose progresivamente hasta 2019. Este nuevo acuerdo se ha planteado fortalecer la regulación y supervisión del sector bancario a partir de dos grandes vertientes, manteniendo sus tres ejes principales desde Basilea II pero profundizando en su composición: desde una vertiente micropudencial y una macropudencial. En cuanto a la vertiente micropudencial (regulación de cada entidad de forma individual) abarca lo siguiente: se estableció que el capital mínimo exigible está compuesto por la suma del capital de nivel 1<sup>9</sup> (paso del 2 al 4.5% del capital ordinario de nivel 1 y 1.5 del capital adicional de nivel mínimo) más el capital de nivel 2<sup>10</sup> (2% como requisito mínimo); la incorporación de una tasa de apalancamiento máximo del 3% del capital ordinario de nivel, es un coeficiente de apalancamiento no basado en el riesgo que incluye posiciones fuera de balance que respalda el requerimiento de capital basado en el riesgo y además, este coeficiente contribuye a contener la acumulación de apalancamiento en el conjunto del sistema; la incorporación de un marco regulatorio para la de liquidez quee incluyen dos tasas: un coeficiente de cobertura de liquidez que pretende exigir a los bancos mantener una cantidad de activos líquidos de alta calidad para resistir 30 días en un escenario de financiamiento bajo tensión especificado por los supervisores, además y una tasa de financiación estable suficiente como para cubrir sus necesidades de

---

<sup>9</sup> Capital de funcionamiento: capital con capacidad de absorber pérdidas cuando una actividad se encuentra en funcionamiento y así garantizar su viabilidad.

<sup>10</sup> Capital de liquidación: capital con capacidad de absorber pérdidas en el punto de no viabilidad.

financiación estable. Por otra parte, la vertiente macroprudencial incorpora requisitos de capital complementarios que, a diferencia del capital mínimo, puedan no traducirse en tasas de obligado cumplimiento siempre y en todo momento, este capital complementario recibe el nombre de “Colchones de capital” y son dos básicamente: 1) Colchón de conservación del capital que comprende Capital ordinario de nivel 1 por valor del 2,5% de activos ponderados por riesgo, con lo que el mínimo total de Capital de nivel 1 asciende al 7%; y 2) el Colchón anticíclico establecido en un intervalo del 0% al 2,5% y formado por Capital ordinario, se aplicará cuando las autoridades consideren que el crecimiento del crédito está ocasionando una acumulación inaceptable de riesgos sistémicos.

La evolución de los tres acuerdos de Basilea muestra un grado de avance importante en las precisiones de los requerimientos mínimos de capital, no sólo en términos cuantitativos sino también cualitativos y conceptuales; avanza también en la consolidación de un conjunto de normas de capital que se adaptan a las circunstancias particulares de cada institución bancaria, por medio de los procesos de autoevaluación del capital y la revisión supervisora; y por último en la exigencia de que las entidades proporcionen información suficiente sobre su situación cuantitativa y cualitativa. En este sentido, podemos decir que Basilea III representa el seguimiento y la complementación de la regulación y supervisión bancaria establecidos en los acuerdos anteriores adaptados en parte a la situación actual.

Podemos observar que en términos generales la regulación y supervisión bancaria de Basilea III es parte del modelo regulatoria prudencial que ha caracterizado al sistema financiero después de los 70's que a pesar de realizar esfuerzos de endurecimiento de las normas a niveles micro y macro de las instituciones bancarias tiene dos características esenciales que ha permitido un importante crecimiento del rentismo financiero: 1) la regulación prudencial (posmonetarista, liberal) ha establecido normas que sólo enmarcan el funcionamiento de los bancos pero no regulan su comportamiento en el mercado, y 2) no incluye en sus recomendaciones a los otros intermediarios financieros que desempeñaron un papel importante en la crisis financiera de 2008.

Las características de la regulación prudencial que han logrado consolidar la Regla de las tres D, y los acuerdos de Basilea son las siguientes:

- *Mayor selectividad en el otorgamiento de permisos para los nuevos intermediarios financieros.*
- *Profundizar y perfeccionar la supervisión bancaria por parte del organismo gubernamental correspondiente,*
- *Seguimiento de criterios de eficacia privada en los intercambios financieros públicos.*
- *Adopción de estándares internacionales en lo que hace a tipificación de riesgos y constitución de reservas.*
- *Acentuar penalidades por violaciones a la responsabilidad de gerentes y similares (Jeannot, 2014: 72).*

Así pues la dependencia de la trayectoria, después de 1975 y finalizado el ciclo del keynesianismo planetario, la dotación institucional de los centros del mundo occidental estuvo caracterizada por el auge en la captura de rentas que profundizó el carácter improductivo. A su vez, los organismos empresariales generaron montajes financieros como los derivados o expandieron los cabildeos de las agencias calificadoras, todo esto en un universo económico voluntariamente financiarizado para abrir nuevas y muy promisorias áreas de rentabilidad destinadas a los cazadores de rentas (Jeannot, 2014:16-19). Las medidas de política económica en la mayoría de los países desarrollados parecen dar muestra que la recuperación ha sido difícil, por lo que pareciera ser que la hipótesis del estancamiento secular ha sido revivida, como lo anotamos en el primer apartado de esta investigación , pero pensamos nosotros que no se debe a un desequilibrio macroeconómico sino que ha sido consecuencia de una mentalidad capitalista improductiva que ha moldeado una lógica de comportamiento rentista de los agentes financieros de las grandes economías en la que ha dominado sobre las actividades productivas.



### **3.2 Estructura artefactual e ineficiencia adaptativa: informalidad financiera fuente de estancamiento secular.**

Una vez identificados los dos grandes cambios institucionales en el sector financiero durante el siglo XX, es pertinente revisar la estructura artefactual que ha caracterizado al cambio institucional registrado en el sistema financiero mundial así como el tipo de eficiencia adaptativa. No sin antes definir dichos conceptos. La estructura artefactual comprende los factores tangibles e intangibles que logran mayor o menor eficiencia adaptativa según que haya mayor innovación que captura de rentas dentro de la dependencia de la trayectoria. Eficiencia adaptativa deriva de la vocación y aptitud de una economía nacional para inducir la innovación que redundará en el bienestar colectivo, pero no en las crisis empobrecedoras que causa la captura de rentas (Jeannot, 2014: 119).

Esta investigación no pretende enunciar todos los elementos tangibles e intangibles que definirían la estructura artefactual del sistema financiero desarrollado pero sí resaltar aquella que se deriva de la regla de las tres D (Descongestionamiento-Titularización; Desreglamentación-aparición de nuevos instrumentos financieros; Desintermediación financiera- Banca informal) que pueden englobarse en un solo rasgo: la informalidad financiera. Desde nuestra perspectiva la informalidad financiera ha contribuido de manera importante en el estancamiento secular derivado de un comportamiento oportunista de los rentistas financieros.

La informalidad es una lógica de comportamiento de los agentes económicos resultado de la estructura de incentivos proporcionados por las instituciones (reglas del juego, hábitos y costumbres). Por consiguiente la economía informal es un comportamiento que transgrede las instituciones formales y que, por tanto, puede existir en cualquier actividad económica. Así pues el sector financiero no es una excepción a este tipo de comportamiento propio de los rentistas financieros: oportunismo contractual ex ante y ex post. Por ejemplo, un oportunismo ex ante (selección adversa) es cuando los agentes financieros manipulan la información de los mercados para no proporcionar información que les sea desfavorable antes de realizar un contrato financiero (re venta de créditos malos); por otra parte, el

oportunismo ex post es cuando los mismos agentes transgreden el acuerdo una vez que se ha establecido (ataques especulativos sobre los tipos de cambio). El oportunismo en los contratos genera un impacto importante en los costos de las transacciones porque no sólo su tamaño es considerable sino que además en su contenido existe una considerable fuente de incertidumbre que provoca aún más riesgo sistémico. Esta lógica de comportamiento puede mostrarse en los elementos de la estructura artefactual establecida desde 1975 a la fecha: titularización, nuevos instrumentos financieros y la banca informal. A continuación se desarrollan cada uno de estos elementos.

### **3.2.1 Descongestionamiento- Titularización**

La consecuencia fundamental de la aplicación de la primera de las reglas de las tres “D”, el descongestionamiento, ha sido la universalización de la banca confundiendo las funciones de la banca comercial con la de la banca de inversión y el financiamiento productivo con el financiamiento improductivo. La universalización de la banca instaura una clase de banca titularizada en la que la creación de crédito y su inherente riesgo no fueron asumidos como prioridad sino más bien la re-negociación de un crédito ya existente y que, por tanto, transfería y construía más riesgo a un tercero. En este sentido, lo que se ha construido es un proceso de titularización que consiste en la emisión de un conjunto de papeles financieros utilizado para transformar un conjunto de deudas en documentos comercializables bajo el propósito de transferir a un tercero el riesgo de incumplimiento que representa el crédito inicial y de capturar la renta financiera resultado de la diferencia entre el valor real de los títulos y su valor de mercado. La manifestación más clara de los últimos años de este proceso de titularización lo representa la titularización de los créditos hipotecarios registrada en el mercado inmobiliario estadounidense a partir de 2005. Si bien es cierto que el crédito hipotecario para construir una casa representa un financiamiento que contribuye al incremento del producto nacional, la re-venta de esa hipoteca en una banca titularizada no engendra ningún financiamiento productivo *ni, mucho menos, innovación productiva*. (Jeannot, 2014: 112-113).

El fenómeno de titularización funciona con las siguientes características (Jeannot, 2014: 113-114)

1. No se crea crédito más bien se re-venden los créditos iniciales.
2. El beneficio de los prestamistas está relacionado de manera positiva con el número de créditos vendidos.
3. Dado que re-venderá el crédito inicial, el prestamista no está interesado en evaluar la capacidad de pago del prestatario.
4. La oferta del crédito titularizado está constituida tanto por la banca formal como la informal y por un conjunto de intermediarios no bancarios al margen de cualquier regulación pública.
5. El marco regulatorio liberal aplica sólo para la banca formal y no para el resto de los intermediarios financieros (banca informal e intermediarios no bancarios).
6. El sistema bancario, con la actual regulación, está cada vez menos financiado con recursos propios puesto que la normatividad vigente les exige prestar 32 con un 1 dólar de reserva cuando antes de 1975 se prestaba 12 con 1 dólar.

El proceso de titularización inició por medio de la transformación de créditos hipotecarios en papeles financieros comercializables nombrados Mort-gage Backed Securities<sup>11</sup> (MBS) emitidos a partir de la década de los 70's. Posteriormente se expandió a otro tipo de activos financieros dando origen a los llamados Asset Backed Securities<sup>12</sup> (ABS) en los que se ha transformado el crédito de otros activos tales como los préstamos de las empresas, los préstamos para fusiones, los préstamos para consumo, el financiamiento de los saldos en descubierto de las tarjetas de crédito, y los préstamos inmobiliarios sin garantía. El crecimiento más importante del proceso de titularización lo registró la titularización de las hipotecas la cual se correspondió con el surgimiento de una burbuja financiera en el sector inmobiliario que mostraron su ascenso máximo y su descenso en 2008.

---

<sup>11</sup> Mort- Gage Backed Securities: Documento financiero titularizado y garantizado por hipoteca que representa un crédito sobre el flujo de efectivo de los préstamos hipotecarios (Jeannot, 2014: 438).

<sup>12</sup> Asset Backed Securities : Documento financiero titularizado y garantizado por un préstamo, arrendamiento o cuentas por cobrar, contra otros activos de bienes raíces y valores respaldados por hipotecas.

La burbuja en los precios del sector inmobiliario encuentra su justificación en lo atractivo que era comprar una casa cuando las tasas de interés son muy bajas, lo que se registró al final de la década de los 90's y comienzo de la primer década de los 2000. Los precios de la vivienda, utilizando como variable aproximada a su comportamiento la razón entre el precio y el valor del arrendamiento de la vivienda oscilo alrededor del 26% entre 1997 y 2000, siendo su valor mínimo, hasta alcanzar un 46% alrededor de 2005 y 2006, con un crecimiento acelerado entre 2002 y 2005 (Kruman, 2009: 151). Sin embargo, a pesar de las bajas tasas de interés las familias compradoras de casas se olvidaron de una regla tradicional: los compradores de casa no deben tomar hipotecas cuyos pagos no pueden cumplir y que deben colocar una cuota inicial suficiente como para aguantar una caída moderada en los precios de la vivienda y tener todavía un valor positivo.

Esto fue impulsado por la exuberancia individual de las familias de cualquier nivel de ingreso que observaron que los precios de las viviendas aumentaban cada vez más y decidieron invertir en el mercado inmobiliario sin considerar su capacidad de pago. Asimismo esta exuberancia irracional, en términos de Rober Siller<sup>13</sup>, se acompañó de un cambio en las políticas de préstamos hipotecarios: a) se requería una cuota inicial pequeña o incluso inexistente, 2) mensualidades que se harían imposibles de pagar una vez que se recalculara la tasa de interés. La relajación en los criterios de los préstamos se debió a dos causas principales: 1) los prestamistas creyeron en los altos precios de las viviendas, porque mientras los precios suban los prestatarios en determinada situación de insolvencia podría solicitar un préstamos respaldado en su valor de su casa o en el peor de los casos vender su casa y pagar su hipoteca; 2) los prestamistas no se preocuparon por la calidad de los

---

<sup>13</sup> El término "exuberancia irracional" fue utilizado por Alan Greenspan en 1996, cuando fue presidente de la reserva Federal, cuando sugirió que existía una burbuja financiera en los precios de las acciones. Sin embargo, el autor del concepto es Robert Siller que la define como "*el pensamiento positivo de los inversores que, por sus mismas características, les impide ver la situación real*" (Krugman, 2009:148, 153). En este sentido, es utilizada para nuestra investigación adaptada a la decisión de inversión por parte de las familiar al comprar una casa, que es irracional porque dejaron aún lado reglas básicas al adquirir una vivienda. Entonces, ¿la exuberancia irracional del asalariado que remodela su hogar es lo mismo que la del especulador bursátil? La respuesta comienza por aclarar el concepto neoclásico de irracionalidad que sustentan Greenspan y Shiller, como distinto del general que vincula medios y fines. En este último sentido, ni el promotor bursátil ni el asalariado son irracionales sino que buscaban maximizar beneficios en un caso y mayor confort en el otro. El concepto de irracionalidad de Greenspan y Shiller induce un diagnóstico erróneo de la crisis, el cual podría proyectarse en el del estancamiento: si ambos son irracionales, las políticas de recuperación podrían ser del mismo sentido.

prestamos porque no se quedaron con ellos, y los vendieron a inversionistas que no comprendían lo que comprobaban. Es decir, sucedió fundamentalmente lo segundo una titularización de las hipotecas de las viviendas (Krugman, 2009: 153-154).

La titularización de las hipotecas de las viviendas estaba restringida a las hipotecas de “primera”: préstamos a prestatarios con capacidad de solventar una cuota inicial sustancial y las mensualidades de la hipoteca. Además en caso de algún contratiempo que llegasen a presentar los prestatarios, enfrentaban unas tasas de moratoria bajas y además los compradores de los títulos respaldados con hipotecas tenían conocimiento sobre lo que compraban.

La titularización de las hipotecas con tasas no preferenciales (subprime mortgage) con obligación de deuda colateral (CDO) ofrecía acciones en los pagos de un paquete de hipotecas, pero no todas acciones fueron creadas iguales. Había acciones privilegiadas que gozaban el derecho de ser las primeras en recibir un pago de la hipoteca, y otras menos privilegiadas que recibían su pago una vez que habían sido saldadas las primeras. Las agencias calificadoras clasificaban a estas hipotecas CDO con una AAA a pesar de que existían unas hipotecas subyacentes de dudosa calidad. Lo anterior, incentivo dentro del mercado financiero un gran ánimo para financiar a gran escala de préstamos sin tasa preferencial, por parte de los inversionistas institucionales a través de sus fondos de pensiones, que rendían ganancias significativamente más altas que los bonos ordinarios.

Mientras que los precios de la vivienda se mantenían a la alza, todo parecía bien además pocas hipotecas mostraban problemas de morosidad, la titularización de las hipotecas dejaba grandes ganancias y los fondos de inversionistas institucionales seguían entrando al mercado inmobiliario en expansión.

No obstante, hay que recordar como lo hizo notar Robert Siller cuando describió el comportamiento de la burbuja financiera en las acciones de la bolsa, una burbuja financiera

funciona como un esquema Ponzi<sup>14</sup> porque los inversionistas hacen dinero mientras haya más interesados que quieran invertir en el mercado, después cuando ya no hay más entonces el esquema (la burbuja) se derrumba (Krugman, 2009: 153).

El comportamiento de las familias y de los bancos inmersos en el proceso de titulación de las hipotecas produce una inestabilidad artefactual creada por ellos mismo, puesto que existe un efecto palanca<sup>15</sup> a partir del financiamiento que ofrece un banco para la compra de títulos financieros derivados de préstamos hipotecarios con 1 millón de dólares de fondos propios y con 19 millones de fondos ajenos, utiliza un efecto de palanca de 1 a 20 para captura rentas financieras con respecto a este nivel de 20 millones alcanzado por medio de la titularización especulativa apalancada solamente en 1 millón. Como la creación de riesgo sistémico se difunde a todos los sectores de actividades económicas, la titularización produce inestabilidad artefactual (Roubini y Mihm, 2010:77, citado por Jeannot, 2014: 115).

Los agentes empresariales o financieros aplican a los tomadores de decisiones el oportunismo ex ante porque desfiguran la información que fluye en los mercados, ya que por ejemplo las agencias calificadoras clasificaron con AAA las hipotecas de dudosa calidad, con el objetivo de complementar el comportamiento mimético en respuesta al incremento de los precios de la vivienda provocando que la oferta de los títulos de hipotecas aumenta pero crea riesgo sistémico y que una vez estallada la burbuja, en 2008, implica un importante captura de rentas para aquellos que supieron retirarse a tiempo por la información privilegiada y un importante proceso de reestructuración de deudas o un esfuerzo de salvamento de las autoridades financieras para aquellos que no gozaron de la misma información que los otros agentes pero con suficiente poder de cabildeo para

---

<sup>14</sup> Esquema de inversión en el que los intereses que se remuneran a los antiguos clientes resulta del dinero obtenido de los nuevos clientes. Es un montaje financiero administrado por el comportamiento rentista del inversionista del mismo carácter donde las ganancias de los primeros inversionistas se derivan de los nuevos inversionistas. El esquema Ponzi funciona perfecto cuando la cantidad de inversionistas crecen muy rápido pero que se debilita cuando ya no hay más inversionistas entrantes porque es complicado pagar los rendimientos ofrecidos y quiebra cuando es imposible devolver el capital de los inversionistas (Jeannot, 2014: 442).

<sup>15</sup> Creación de riesgo con respecto al capital propio por medio de mayor endeudamiento y titularización (Jeannot, 2014: 430).

interesarse por que se establezca una regulación que le permita rentabilizar un nuevo ciclo de captura de rentas financieras (Jeannot, 2014:121).

Actualmente aunque se haya frenado la titularización mundial, a consecuencia de la crisis financiera de 2008, el proceso de recuperación económica de E.U. no ha sido sólida porque no ha derivado en un crecimiento sólido sino más bien en un ritmo estable de la economía norteamericana, mientras que en Europa a partir de 2011 los bancos y otros intermediarios financieros muestran un escenario de crisis de deudas públicas importantes. Esto último puede provocar un efecto dominó ya que durante el periodo de 2004 a 2007 existió una intensa titularización, expandiéndose rápidamente las deudas cruzadas nominadas en dólares estadounidenses, al mismo tiempo que el porcentaje de fondos propios permanecía constante (Jeannot, 2014: 123). Así pues podríamos decir que esta situación puede ser interpretada como la esencia del estancamiento secular de Hansen en el sentido de decir que el mismo proceso de recuperación se engendra otra crisis, porque desde nuestra perspectiva el peso de los comportamientos rentistas propios de los agentes informales financieros está inclinando la balanza hacia una economía más improductiva que productiva. Por ejemplo, el perfil regulatorio que se ha percibido a partir de las recomendaciones del Comité de Basilea III señala que las operaciones de ventas al descubierto (naked short selling)<sup>16</sup> asociadas a la titularización no se regularán.

Las familias y las instituciones bancarias (y no bancarias) aplicaron el oportunismo ex post (riesgo moral) porque las primeras creyeron en el efecto riqueza<sup>17</sup> derivado de la adquisición de una vivienda y asociado a los altos precios del inmueble y sus respectivos beneficios, mientras que las segundas porque como prestamistas de los créditos hipotecarios y su correspondiente titularización apostaron al paquete de salvamento que proporcionaría el gobierno, cuando estallará la burbuja inmobiliaria, comprando un seguro

---

<sup>16</sup> Existen cuando se toma prestado un título financiero a un plazo de algunas horas o días formulando la apuesta de que el precio de este papel bajará, es decir, sin arriesgar ni un dólar de fondos propios para que, una vez que se verifica la baja del precio se recompre el documento abaratado para devolvérselo al prestamista original captura la renta correspondiente (Jeannot, 2014: 121).

<sup>17</sup> Es aquel que se registra con el aumento en los precios de un activo (inmobiliario) provocando una revalorización del activo y proporciona la posibilidad de mayor endeudamiento respaldado por el valor del activo, incluso puede provocar la venta del activo para concretar el beneficio del aumento de valor de la propiedad (Jeannot, 2014: 430).

de prima nula. Las familias norteamericanas compradoras de vivienda se comportaron bajo un esquema Ponzi porque fabricaron su estructura piramidal a muy pequeñas escalas, pero en forma masiva, mientras se incrementaban los precios de sus casas pero al mismo tiempo alcanzaban un endeudamiento que rebasaba de antemano su capacidad de pago (transgrediendo una regla básica para un prestatario); pero cuando estalló la burbuja los precios cayeron y las deudas se convirtieron prácticamente impagables por lo que más que existir un efecto riqueza existió solamente una ilusión del efecto riqueza. Por otra parte, las instituciones prestamistas, cuando se desplomó la burbuja financiera, lo que hicieron fue ejecutar su seguro de prima nula porque ellos aumentaron el crédito inmobiliario relajando su política de préstamos pero apostándole a ser incluido en el paquete de salvamento por el gobierno; este comportamiento no es otro más que un comportamiento oportunista ex post característico de los agentes económicos especializados en aprovecharse de los contratos sin desarrollar ganancias por proyectos productivos (Jeannot, 2014: 107-110).

### **3.2.2 Desreglamentación financiera-Nuevos instrumentos financiero**

La aplicación de la Desregulación Financiera, la segunda “D”, trajo como resultado la aparición y diversificación del número y características de los instrumentos financieros intercambiados en todo el mundo (por ejemplo los hedge fund y los mercados de derivados), por lo que se impulsó el proceso de titularización, mencionado anteriormente, y con ello el surgimiento de nuevos agentes especuladores que se han fortalecido y expandido en función de su comportamiento oportunista con el manejo de la información para poder sacar importantes beneficios gracias a las actividades improductivas en el sector financiero. En realidad, la desregulación financiera ha fomentado la actividad financiera de estos agentes especuladores porque reorganizaron tanto a las reglas del juego como a los jugadores del mercado financiero internacional de forma que se abrieron nuevas y muy rentables áreas para la captura de ganancias no productivas bajo la idea de que el financiamiento de mercado era más eficiente que el financiamiento público (Jeannot, 2014: 91).



Sin considerar la totalidad de productos financieros aparecidos en los últimos años concentraremos nuestra atención de manera general en el mercado de derivados, puesto que ahí se concentran de manera importante la mayor cantidad de papeles financieros que se han creado resultado del proceso de desregulación financiera a nivel mundial durante el período de 1975 a la fecha. Con el objetivo de explicar que el funcionamiento del mercado de derivados ha contribuido de manera importante en fomentar y consolidar un comportamiento oportunista en el sector financiero.

El mercado de derivados es aquel en que el producto intercambiado es un derivado. Un derivado es un instrumento financiero cuyo valor está determinado de manera indirecta por la evolución del precio de otro activo llamado subyacente. Este activo subyacente puede ser financiero o no financiero, si es financiero puede ser una acción, índice bursátil, una tasa de interés, una divisa; si es no financiero puede ser una materia prima, algún metal o algún producto alimenticio. En teoría el objetivo principal del mercado de derivados es protegerse del riesgo de la variación de precios, puesto que de lo que se trata es asegurar la estabilidad del precio en un futuro, es decir la fuente de beneficios en la operación financiera está determinada por la relación entre el precio del futuro y el precio de compra en el momento; si el precio en el futuro es mayor que el precio de compra en el momento se estaría obteniendo beneficios porque se protegió la compra del incremento en los precios y, viceversa, si el precio en el futuro es más bajo al precio de compra en el momento se estaría obteniendo pérdidas.

Sin embargo, a pesar de representar una alternativa para administrar los riesgos en las variaciones de los precios también poseen tres fuentes de riesgo creadas por esa búsqueda para obtener beneficios por los intermediarios financieros (Jeannot, 2014: 135-137):

1. El mercado de derivados pueden interpretarse como un mercado de promesas en los cuales el *precio* del instrumento financiero (derivado), como cualquier otro precio de mercado desde la perspectiva institucionalista, es resultado de una convención<sup>18</sup>.

---

<sup>18</sup> Es una institución social (Jeannot, 2014: 425). Representa un patrón de comportamiento recurrente bajo ciertas condiciones específicas (Orlean, 1994:23; citado por Jeannot, 2014: 425).

Incluso Keynes, nos enseñó que en los mercados financieros existe un comportamiento basado en los instintos de los inversionistas puesto que ellos siempre acaba intercambiando sus títulos financieros en función del conocimiento de las valoraciones que hacen los otros intermediarios financieros sobre el precio del activo que por el perfecto conocimiento del valor real del activo, dicho comportamiento Keynes lo asimiló con un comportamiento del concurso de belleza<sup>19</sup>. Por tanto, en el mercado de derivados el precio siempre se ajusta en función del comportamiento especulativo que anima o desanima la compra y venta del título financiero.

2. Los operados financieros se comportan en función del ciclo de negocios, por lo que impulsan el crecimiento en el auge como frenan el crecimiento en recesión. En el auge le apuestan al crecimiento de la burbuja y en la recesión al ritmo de la recesión. En ambos caso se registran comportamientos oportunistas en lo que se producen cuantiosas ganancias pero no resultado de proyectos productivos o por incrementos en la productividad sino porque están basados en promesas y apuestas practicadas por un comportamiento en mimético en un juego de suma cero<sup>20</sup> en función del manejo de información privilegiada que le podría situar en ventaja para comprar o vender un título financiero con la obtención de beneficios importantes. Por ejemplo, Jeannot señala que las importantes variaciones en los precios del maíz demostraron que un derivado no es un seguro sin repercusiones en el ciclo económico.
3. Existen un fenómeno de inestabilidad en los mercados causado por la interrelación entre los mercados financieros y los otros tipos de mercado debido a un proceso de causalidad acumulativa. Por ejemplo, el crecimiento de la burbuja inmobiliaria se relacionó con el crecimiento de la industria de la construcción, un sector económico que además impulsa a otras industrias relacionadas, la titularización de la propias hipotecas se alimentó de los derivados al llamarlos con el término en inglés “securitization” que no es más que los instrumentos titularizados de alto riesgo, pero

---

<sup>19</sup> La bolsa funciona como un concurso de belleza, por lo que para obtener beneficios no hay que invertir en la empresa potencialmente más rentable, sino en aquella que todo el mundo cree que será más rentable (Jeannot, 2014: 424).

<sup>20</sup> Un juego de suma cero es aquel en el que lo que unos ganan los otros lo pierden.

que dichos derivados representan la compra de un activo en la que no se posee ni una mínima parte del activo que es objeto de la apuesta, es como comprar un seguro de vivienda sobre una casa que no pertenece al comprador de derivado antes de que el mismo comprador la incendie. En consecuencia más que administrar riesgo se creó riesgo sistémico por las propias características de activo inmobiliario, en ese sentido cuando la burbuja estalló la recesión no sólo fue para el sector inmobiliarios sino para el de la construcción y el de sus ramas económicas relacionadas.

Un claro ejemplo de los participantes especuladores en los mercados de derivados son los inversionistas institucionales o con gran capacidad de inversión en los llamados “Hedge Fund”. Hedge significa, según el diccionario Webster’s, tratar de evitar o disminuir las pérdidas realizando apuestas, inversiones y otras operaciones que hagan contrapeso entre sí. Es decir, se cubre uno con el fin de asegurarse de que las fluctuaciones del mercado no afectarán la riqueza propia. Sin embargo, los fondos de cubrimiento de riesgo hacen todo lo contrario: sacar ventaja de las fluctuaciones del mercado y crear riesgo sistémico. La manera en que hacen esto es apostar a algunos activos al corto plazo, es decir prometer su entrega a un precio fijo en alguna fecha futura y otros al largo plazo. Las ganancias ocurren si el precio de los activos al corto plazo cae (de tal manera que se pueden entregar más baratos) o si los que se compran suben, o ambas cosas (Krugman, 2009: 126).

Los rendimientos de los Hedge funds pueden ser muy altos porque el fondo puede tomar posiciones más grandes que el dinero que los dueños pusieron, ya que compra sus posiciones largas principalmente con el fondo recaudado al crear sus posiciones cortas. Pero también pueden perder su dinero muy rápidamente porque ante movimientos en los mercados pueden hacer desaparecer el capital de un fondo de cubrimiento o por lo menos hacerle perder sus activos cortos, es decir, inducir a quienes le prestaron acciones u otros activos a exigir su devolución (Krugman, 2009: 127).

Las características principales de los Hedge Fund son las siguientes (Noguer, 2008:7):

1. Montos mínimos de inversión elevados (en el caso de Estados Unidos requisito mínimo es 500,000 dólares). En consecuencia los posibles inversionistas que cuentan con un patrimonio elevado o instituciones con el capital suficiente.
2. Existen bajo un esquema de regulación y supervisión escaso por no decir inexistente.
3. Los fondos están cubiertos contra los riesgos de liquidez porque establecen un período mínimo para el cierre de la inversión.

La evolución de los fondos de cubrimiento muestra un crecimiento espectacular, por ejemplo el número de fondos gestionando un patrimonio se ha estimado aproximadamente en 530 para 1990, en 6,700 en 2005, y en más de 9,000 en 2007; asimismo el patrimonio global gestionado ha registrado una expansión importante puesto que en 1990 se estimó en 30 mil millones de dólares y para 2006 y 2007 alcanzó la cifra de 1.5 billones y 1.81 billones, respectivamente (Noguer, 2008: 8-9).

En el mercado financiero podríamos encontrarnos con una gran diversidad de los Hedge Fund, así pues podemos utilizar distintos criterios para clasificarlos tales como el tipo de activos elegido para sus operaciones (acciones, bonos, bienes, etc) o la localización geográfica de los mercados en que operan, o en función de su estrategia inversora en lo que se identifican al conjunto de norma o principios de inversión que utiliza el gestor para alcanzar los objetivos del fondo (Noguer, 2008: 13). Siguiendo nuestro enfoque institucionalista nos interesa retomar este último criterio que recibe el nombre de estilo de inversor y se pueden encontrar tres tipos de estilos:

1. Fondos de cubrimiento cuya estrategia es el valor relativo o arbitraje. La estrategia busca comprar títulos infravalorados y a vender títulos sobrevalorados con el objetivo de minimizar el riesgo de mercado, los beneficios se derivan de las diferencias en los precios relativos de diferentes instrumentos financieros (acciones, deuda, opciones, futuros). Aquí nos podemos encontrar a los fondos renta neutral y renta fija, pero también a los fondos de títulos con garantía hipotecaria que como ya

hemos visto no gozan de tanta neutralidad en el mercado o no son precisamente los mejores instrumentos para cubrirse de riesgo.

2. Fondos de cubrimiento cuya estrategia se basa en aprovechar las oportunidades de mercado consecuencia de eventos corporativos concretos conocidos como “event-driven” como por ejemplo: fusiones, liquidaciones, consolidaciones, reorganizaciones.
3. Por último los fondos de cubrimiento oportunistas o direccionales cuya estrategia se basa en comprar títulos que consideran infravalorados y vender aquellos sobrevalorados sin la restricción de que la exposición al mercado acarreada por la operación sea eliminada o minimizadas de forma sistemática. Por lo que se les denomina fondos no neutrales al mercado porque son activos con alto riesgo. Dentro de los más destacados tenemos los siguientes: a) Global/macro, implican apuestas con un alto nivel de apalancamiento sobre los precios de acciones, tipos de interés, tipos de cambio o precios de materias primas; intentan predecir cómo cambios en las condiciones macroeconómicas y financieras, como el déficit comercial o el valor de una divisa, afectarán la valoración de ciertos activos y a partir de ahí identificar discrepancias de precios que no parezcan sostenibles; b) Mercados emergentes, la estrategia están basada en la inversión de deuda pública o acciones de empresas localizadas en economías emergentes o en desarrollo; c) Renta variable long/short, en este tipo de fondo direccional la estrategia es tomar posiciones largas y cortos en títulos de renta variable fluctuando entre los valores netos de las posiciones en función de la tendencia alcista o bajista del mercado pero sin cobertura (Goguer, 2008: 13-15).

Según las estimaciones para 1990 más del 70% de los activos de los fondos empleaban una estrategia oportunista o direccional, particularmente macro, mientras que para 2007 ha bajado de manera considerable ese porcentaje alcanzando el valor de 4.2% pero se han diversificado en favor de otro tipo de estrategia como las de renta variable que alcanza el 23.2% y en los mercados emergentes el 4.2%, representando en suma un poco más del 31% de los fondos direccionales, pero con un importante incremento de los fondos multiestrategias alcanzando en 2007 el 30.6% (Goguer, 2008: 15).

El fondo Quantum (en manos de George Soros) se ha concentrado según la evidencia en la estrategia de fondos direccionales u oportunistas de tipo macro, cuya estrategia no sólo ha sido aprovecharse de las discrepancias entre los precios de compra y venta de títulos financieros respaldados por los tipos de cambio sino que ha aplicado el comportamiento informal (oportunisto ex post) basado en influencia en los mercados directamente con la filtración de información sobre posibles devaluaciones o depreciaciones de las divisas según los régimen del tipo de cambio en los que ha operado. Ha sido un fondo que ha especulado con las monedas provocando las depreciaciones de la libra 1960; especuló con la moneda de Tailandia pero junto con otros agentes especuladores; lo mismo con la moneda de Malasia (y otros países del sudeste asiático) en 1997. Ante el panorama de crisis en países asiáticos cerca de Hong Kong, ésta economía fue vista como una oportunidad para los fondos de cubrimiento de riesgo: Fondo Quantum y Tiger Fund de Julian Robertson pero que no se logró concretar pero sí existieron evidencias de manejo de información para provocar los ataques especulativos; la especulación contra el rublo en Rusia 1998 con consecuencias aparentemente insignificantes para el mundo; la competencia entre fondos desequilibro los balances de los fondos, el fondo Long Term Capital Management (LTCM), en EU mostro malos resultados y reserva federal salvó de una gran recesión a la economía norteamericana en 1999 (Krugman, 2009: 129-143). En todos estos escenarios especulativos provocados por los fondos de cubrimiento oportunistas obtuvieron importantes beneficios resultado de las anticipaciones a las variaciones de los precios de los activos titularizados en función de manejo de información privilegiada y también de los modelos de predicción de los precios de los derivados, por ejemplo en el caso del fondo LCTM, que contaba dentro de sus filas de asesores con dos premios Nobel de economía, Robert Merton y Myron Scholes<sup>21</sup>, y con todo y sus modelos teóricos, ofrecían un 40% de rendimiento anual a sus inversionistas como para actuar como incentivo para captar mayores recurso y poder apostar en sus diferentes estrategias por el precio de algún derivado, no obstante a pesar de todo el gran equipo con el que contó el fondo en 1998 registró pérdidas por 6.4 miles de millones de dólares, que fueron reflejo,

---

<sup>21</sup> Recibieron el premio nobel en economía en 1997 por sus trabajos sobre productos derivados.

como señala Jeannot (2014: 140), de la falla empírica de los modelos teóricos de estos premios nobel o, como menciona Krugman (2009: 141), resultado de un fenómeno aleatorio o mostraron la ingenuidad de los modelos de computador utilizados para administrar las perturbaciones del mercado, o porque no pensar que esta ingenuidad fue provocada de manera premeditadamente por los administradores del fondo para que ejerciera la reserva federal su paquete de salvamento sobre el fondo especulativo por las dimensiones y características del mismo. Desde nuestra perspectiva pensamos que fue reflejo de un comportamiento oportunista ex post.

En años recientes, en 2008, el gobierno norteamericano salvó a dos grandes organismos de refinanciamiento de las hipotecas (Fanny Mae y Freddy Mac), cuya cifra de negocios representó ser superior al mercado de Certificados del Tesoro, hasta 2008 estos organismos se habían especializado en los precios del activo subyacente inmobiliario. Por el mismo año la empresa AIG (American International Group) emitió más de medio millón de dólares de obligaciones de deuda colateral (CDO, por sus siglas en inglés) tóxicos porque constituían un importante riesgo de contrapartida, que más bien es, como señala Jeannot (2014: 145) riesgo delictivo porque son empresas que han generado fraude u otro delito tipificado por lo que más bien existe un riesgo de que los emisores de derivados no cumplan con sus compromisos.

En este sentido, la propuesta del Comité de Basilea III tampoco considera proponer un es que regulatorio para estos instrumentos financiero que más que eliminarse debe prohibirse que las empresas aseguradores revendan los instrumentos financieros de dudosa calidad.

### **3.2.3 Desintermediación financiero- Banca informal**

La desintermediación financiera, la aplicación de la tercera “D”, se correlacionó con la expansión de los intermediarios no bancarios menos regulados que los bancos y por ello más propicios a los comportamientos oportunistas en un tipo de sector bancario en particular obteniendo importantes beneficios (Jeannot, 2014: 87).

Aquí como al inicio del apartado 3 de nuestra investigación es importante definir por un lado la economía informal y, por el otro la informalidad financiera, pero también definir que es un banco y que es la banca informal, para después mostrar cuales son los comportamientos de la banca informal que han provído un oportunismo y una importante fuente de riesgo sistémico que podría interpretarse como el centro del estancamiento secular de las economía desarrolladas como la norteamericana.

Comenzando con la informalidad, ésta puede entender como una lógica de comportamiento de los agentes económicos resultado de la estructura de incentivos proporcionados por las instituciones (reglas del juego, hábitos y costumbres). Por consiguiente, la economía informal es un comportamiento que transgrede las instituciones formales y que, por tanto, puede existir en cualquier actividad económica. Así pues el sector financiero o bancario no son la excepción a este tipo de comportamiento propio de los rentistas financieros: oportunismo contractual ex post y ex ante. El oportunismo en los contratos genera un impacto importante en los costos de las transacciones porque no sólo su tamaño es considerable sino que además en su contenido existe una considerable fuente de incertidumbre que provoca aún más riesgo sistémico.

El sector financiero informal, entonces comprende todas aquellas actividades y actores financieros no regulados que generan un importante riesgo sistémico que promueve las rentas financieras. Por consiguiente, la informalidad financiera es uno de los elementos que contribuye al estancamiento secular porque es una fuente de inversión especulativa a través de burbujas especulativas, sistemas de crédito basado en la titularización, banca informal, propias de un capitalismo improductivo.

Un banco es una institución o arreglo que promete acceso inmediato de efectivo a aquellos que colocan dinero a su cuidado, aun cuando invierten la mayoría de ese dinero en activos que no pueden liquidar de un momento a otro (Krugman, 2009: 163).



Siguiendo esta definición podríamos decir que existen actividades bancarias que están claramente reguladas y supervisadas que precisamente constituyen la banca tradicional, pero que actualmente existen otro tipo de instituciones bancarias que no gozan de regulación ni supervisión pero que son eso precisamente, desde el terreno teórico, un banco porque proveen efectivo a sus depositantes y la seguridad de su dinero así como en algunos casos sus rendimientos. Sin embargo, actualmente existe un sistema bancario moderno en el que su mayor parte no está sujeto a ninguna o poca jurisdicción. En este sentido, la banca informal puede ser entendida como un conjunto de prestamistas hipotecarios no bancarios, fondos especulativos, fondos del mercado monetario, compañías de seguros, fondos de cobertura, y bancos de inversiones. Pero como siempre pasa en el tema de la informalidad no se trata de distinguir dos sectores únicos en los que claramente se perciba la línea divisoria entre uno y otro sector sino más bien son actividades formales e informales que se complementan incluso en una misma institución bancaria (Jeannot, 2014: 124).

Durante la historia de la banca norteamericana han existido importantes eventos que han mostrado el impacto de la banca informal en el crecimiento económico (Krugman, 2008:163-164)

1. Durante la década de 1920 existieron instituciones no bancarias, semejantes a los bancos, que aceptaban depósitos pero cuya función principal era por ejemplo administrar herencias y propiedades de los ricos. Esta finalidad las colocaba como instituciones que operaban en actividades de bajo riesgo por lo cual están menos reguladas, con requerimientos de reserva y efectivo menores que las instituciones bancarias. Sin embargo, ellas pueden especular en la bolsa de valores y en bienes raíces.
2. Existen arreglos como el de título de tasa de subasta, creado por Lehman Brothers (1984), que buscaba conciliar el deseo de los prestatarios con financiación segura a largo plazo, con el deseo de los prestamistas de tener acceso inmediato a su dinero. Esto es lo que define a un Banco. Pero ofrecían a todos un mejor negocio que la banca convencional. Los inversionistas en títulos de tasa de subasta recibían unas tasas de interés más altas de las que habrían recibido en depósitos bancarios,

mientras que los emisores de estos títulos pagaban tasas más bajas de las que tendrían que pagar en préstamos de largo plazo. Al recaudar fondos a través de los títulos de subasta, los prestatarios podían eludir estas regulaciones (regulación bancaria, requerimientos mínimos de liquidez, mantener un capital sustancial y contribuir al sistema de seguros de depósitos) y sus correspondientes costos, pero al mismo tiempo no estaban protegidos por la red de seguridad de la banca. Su valor más alto de este tipo de activos representaba \$400,000, 000.

La banca informal utiliza tres caminos de instrumentación alternativos o complementarios (Jeannot, 2016: 125):

- a) Transgredir las leyes del mercado representa ser la forma de propiedad más eficaz de asignar los recursos. Mal citado, revise la fuente.
- b) Las operaciones fuera del balance o realizadas al margen de los mercados organizados.
- c) La titularización.

Debido fundamentalmente a tres razones:

1. Primero, se debe a una cuestión de competencia en la que los bancos se dieron cuenta que para poder competir con los intermediarios no bancarios e informales tenía que iniciar sus operaciones en la Banca Informal.
2. Segundo, debido a que las operaciones en los mercados no organizados u operaciones de común acuerdo es una importante fuente de beneficios. Los arreglos informales en las operaciones de mercados no organizados son contratos bilaterales cuya opacidad es total más allá de los participantes.
3. Tercero, se debe al funcionamiento del proceso de titularización puesto que contribuye de manera importante en el crecimiento de la banca informal porque una cantidad importante de hipotecas se negoció a través de los fondos de cubrimiento de riesgo, en lo que precisamente el nivel de regulación y supervisión es por definición escaso.

La banca informal se desarrolla de manera importante en los tiempos de la crisis financiera de 2008 porque por ejemplo las agencias calificadoras vendieron la calificación a los emisores del mercado de derivados al mismo tiempo que a los gobiernos emisores de deuda pública. Como parte también de esta banca informal en épocas de crisis, están los Vehículos de Inversión Estructuradas (SIV), por sus siglas en inglés: Structural Investment Vehicles), son bancos informales que se crearon en 1998 y desaparecieron en 2008, pero que operaron solicitando préstamos a corto plazo pagando tasas de interés reducidas, para prestar a largo plazo con altas tasas de interés, pero sin inversión con capital propio. Los activos a largo plazo fueron las hipotecas, préstamos para automóviles, préstamos estudiantiles, titularización de las tarjetas de crédito, y sobre todo, derivados. Los SIV instrumentaron de manera informal llamado efecto palanca que opera gracias a la titularización (Jeannot, 2014: 128).

Considerando algunas economías, como Australia, Canadá, Estados Unidos, Japón, Reino Unido y la zona euro, el sistema bancario informal se ha duplicado entre los años de 2002 y 2007, pasando de 27 trillones de dólares hasta 60 trillones de dólares (FSB, 2011: 5).

A continuación se muestran algunos datos de la importancia de la Banca Informal en la economía norteamericana:

- En 2007 los bancos de depósito más grandes y formales de Estados Unidos disponían de 1 dólar de fondos propios por cada 11 dólares de activos de alto riesgo, de estos últimos más del 50% no aparecía en la contabilidad bancaria (Jeannot, 2011: 124).
- A principios de 2007 la estructura del sistema financiero cambió fundamentalmente con la burbuja de los precios de la vivienda puesto que experimentó un crecimiento importante en el porcentaje de activos fuera del sistema bancario tradicional. El sistema financiero no bancario llegó a representar el 40% y el sistema financiero bancario representó el 60%.

- En 2011 las operaciones fuera del balance realizadas por los fondos de cubrimiento, las empresas de capital-inversiones, las actividades especulativas de los bancos comerciales colocaciones inmobiliarias y sociedades financieras suman en conjunto 16,000 miles de millones de dólares en activos, cuando en la Banca Formal alcanzó los 13,000 miles de millones (Jeannot, 2011: 124).

Como podemos observar ha existido un importante crecimiento en el sector bancario informal antes y después de la crisis financiera internacional de 2008, que nos permite concluir que la crisis de 2008 involucró a las instituciones bancarias informales que aparecieron en el escenario del sistema financiero sin regulación más no que fueran desreguladas (Krugman, 2009: 176), por tanto por definición estas actividades al carecer de instrumentos de regulación son fuente de riesgo sistémico y oportunismo contractual que debilita el crecimiento de la economía. Krugman (2008: 177) afirma que la raíz de la crisis financiera de 2008 contrario a lo sucedido con la crisis de 1929, se encuentra en el sector bancario informal porque al registrarse un creciente número de operaciones titularizadas de las hipotecas en mercados financieros no organizados los requisitos mínimos de capital, los seguros de depósitos y otro tipos de protecciones no existían por lo que no se pudo solventar la demanda de retiros de los inversionistas en estos mercados porque se apostó en muchas de las veces, como lo mencionamos anteriormente, a un nivel de apalancamiento de 1 a 20, es decir con muy pocos recursos propios que resultó en una crisis del sector bancario informal. Así que por más esfuerzos de salvamentos de los organismos financieros nacionales e internacionales, como el FMI y/o la Reserva Federal, parece que no han sido suficientes porque el apoyo y recapitalización no ha incluido a todo el sector financiero incluyendo a la banca informal (Krugman, 2009, 191).

A manera de conclusión podríamos decir que la estructura institucional establecida a partir de 1975 el sistema financiero internacional con la regla de las tres “D” ha configurado una estructura artefactual caracterizada por una ineficiencia adaptativa promovida por un sistema bancario titularizado altamente correlacionado con el sector bancario informal. Por lo tanto, se hace necesario un cambio institucional que reforme la estructura artefactual esperando una eficiencia adaptativa. Sin duda, han existido ya importantes esfuerzo en

materia del cambio institucional pero no se percibe que las actividades propias de la informalidad financiera estén siendo incorporadas en el nuevo esquema de regulación financiera, al menos en los criterios y sugerencias del Basilea III. A continuación destacamos algunas medidas que Jeannot (2014) señale como propuesta para romper con el círculo vicioso de banca titularizada e intensamente articulada con la banca informal:

1. El papel los organismos reguladores deber ser más preventivo que correctivo.
2. Una nueva regulación que permita desplegar todas las capacidades de financiamiento de actividades productivas.
3. Una reedición de la ley Glass Steagall que pueda separar la banca comercial de la banca de inversión.
4. Regular y Reglamentar los mercados de derivados prohibiendo eventualmente que los bancos puedan operar dichos instrumentos financieros para después encuadrar eficientemente su participación en ellos.
5. Regular los fondos especulativos.
6. Reformar la participación de las calificadoras de riesgo con respecto a prohibirles que ofrezcan servicios de asesoría y que sus remuneraciones resulten de los inversionistas que compran deuda privada o gubernamental, pero de los emisores de estos títulos.

## CONCLUSIONES

La teoría del estancamiento secular tiene una preocupación fundamental: el crecimiento económico actual no está en la línea de lograr su crecimiento potencial particularmente por desequilibrios entre los niveles de ahorro y los niveles de inversión.

Hemos destacado, desde la perspectiva institucional, que el estancamiento secular responde no sólo a elementos de corto plazo como las tasas de interés sino que responde fundamentalmente a elementos con carácter permanentes como las instituciones económicas establecidas en función de una determinada regulación financiera, tales como los comportamientos de los agentes económicos guiados por un determinado modelo mental de comportamiento que realizan las inversiones dentro del sector financiero que no ayudan a la recuperación de los niveles de inversión ni de la demanda y obviamente tampoco se logra un crecimiento sólido de los niveles de producción. La identificación del modelo de comportamiento en los inversionistas se debe a la escuela del pensamiento económico institucionalista que resalta al modelo mental anglosajón establecido a partir de 1975 como un esquema monetarista clásico caracterizado principalmente por la regla de las tres “D” (Descongestionamiento, desregulación y desintermediación financiera) y su correspondiente materialización en la titularización, en el mercado de derivados y la banca informal. La estructura de incentivos proporcionada por el marco normativo ha provocado un comportamiento oportunista tanto ex ante como ex post por parte de los agentes económicos financieros que con el manejo de información privilegiada buscan obtener las mayores ganancias posibles pero resultado de actividades especulativas generadoras de riesgo sistémico e inestabilidad financiera. Una de las características de este último periodo es que se han registrado de manera constante crisis financieras de diferente magnitud pero en particular la crisis de 2008 ha resultado ser la última gran crisis financiera a nivel mundial en la que colapso el sistema bancario y financiero no sólo formal sino informal, cuya recuperación ha resultado un proceso difícil y no como se esperaba a consecuencia del peso de las actividades improductivas sobre las actividades productivas del sistema financiero.

## **BIBLIOGRAFÍA**

Coen Teulings y Richard Baldwin (2014). *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*. Centre for Economic Policy Research (CEPR), 2014.

Consejo de Estabilidad Financiera, FSB por sus siglas en inglés, (2011) *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation*. 27 de octubre de 2011.

[http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r\\_111027a.pdf?page\\_moved=1](http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111027a.pdf?page_moved=1)

Revisado en mayo de 2015.

Costas, Antón y Arias, Carlos Xosé. *Economía europea: ¿hacia el estancamiento secular?* Documentos de Trabajo del Instituto Universitario de Análisis Económico y Social, junio de 2015.

Di Giannatale, Sonia; López, Patricia y Roa, María José (2008). *Una introducción conceptual al desarrollo financiero, capital social y anonimidad: el caso de México*. Documento de trabajo del Centro de Investigación y Docencia Económica, Número 427, Julio, 2008.

Eichengreen, Barry (2014). *Secular stagnation: A review of the issues*, en Coen Teulings y Richard Baldwin, *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*. Centre for Economic Policy Research (CEPR), 2014, pp 41-46.

Gordon, Robert J. *The turtle's progress: Secular stagnation meets the headwinds*, en Coen Teulings y Richard Baldwin, *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*. Centre for Economic Policy Research (CEPR), 2014, pp 47-60.

Hansen, Alvin H (1939). *Economic Progress and Declining Population Growth*. En *The American Economic Review*, Volumen 29, Número 1, Marzo 1939, pp. 1-15.

Jeannot, Fernando (2014). La mundialización del capitalismo productivo. UAM Azacapotzalco, División de Ciencias Sociales y Humanidades. México.

Krugman, Paul (2009). De vuelta a la economía de la gran depresión y la crisis de 2008. Editorial Norma. Colombia.

Krugman, Paul (2014). Four observations on secular stagnation en Coen Teulings y Richard Baldwin, *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*. Centre for Economic Policy Research (CEPR), 2014, pp 61-68.

Mansell, Cartens Catherine (1995). Servicios financieros, desarrollo económico y reforma en México. En revista de comercio exterior, enero de 1995.

Noguer, Marta (2008). El enigmático mundo de los hedge funds: beneficios y riesgos. Documentos de Economía “La Caixa” Número 9, Febrero 2008, Barcelona, España.

Shumpeter, Joseph (1935). Analysis of economic change. En *The Review Economic Statistics*, volume XVII, número 4, mayo de 1935, pp. 2-10.

Summers Laurence H. (2014) Reflections on the ‘New Secular Stagnation Hypothesis’, en Coen Teulings y Richard Baldwin, *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*. Centre for Economic Policy Research (CEPR), 2014, pp 27-40.