

5.



*La Calidad Académica,
un Compromiso Institucional*



La crisis económica de 2008. Algunas reflexiones teóricas a partir de J.M. Keynes y H. P. Minsky

Stella del Pilar Venegas Calle

Venegas C., Stella del
Pilar (2010). La crisis
económica de 2008.
Algunas reflexiones
teóricas a partir de J.M.
Keynes y H. P. Minsky.
Criterio Libre, 8 (12),
93-114

LA CRISIS ECONÓMICA DE 2008. ALGUNAS REFLEXIONES TEÓRICAS A PARTIR DE J.M. KEYNES Y H. P. MINSKY*

STELLA DEL PILAR VENEGAS CALLE**

Fecha de recepción: febrero 3 de 2010

Fecha de aceptación: junio 17 de 2010

RESUMEN

A partir de la teoría Keynesiana y de los desarrollos Poskeynesianos de Hyman Minsky, el presente artículo presenta algunos de los principales elementos teóricos de referencia que permiten realizar una aproximación analítica en el estudio de la crisis económica que se hizo visible hacia agosto de 2007.

El trabajo se inicia con una explicación de los fenómenos que caracterizan la crisis económica de finales del 2007, conocida también como crisis de las hipotecas *subprime*. En la segunda y tercera parte, se exponen los principales tópicos abordados por J. M. Keynes y H. P. Minsky, respectivamente, y que constituyen aspectos fundamentales en el entendimiento de la mencionada crisis. Finalmente, en la última sección, se elaboran las conclusiones del trabajo.

PALABRAS CLAVE:

Keynesianismo, poskeynesianos, crisis económica, financiarización de la economía, inestabilidad financiera, hipotecas subprime.

CLASIFICACIÓN JEL:

E12; E32; F02; G15.

* Producto de investigación, correspondiente a la línea de investigación desarrollada en el Doctorado en Economía de la Universidad Federal de Rio Grande del Sur (Brasil).

** Estudiante del doctorado en Economía de la Universidad Federal de Rio Grande del Sur - UFRGS-. (Brasil). Becaria del programa de "Coordinación de Perfeccionamiento del Personal de Nivel Superior - CAPES-", Ministerio de Educación del Brasil-IEL Nacional., stellavenegas@gmail.com.

ABSTRACT

THE ECONOMIC CRISIS GIVES 2008: SOME THEORETICAL REFLECTIONS

FROM J.M. KEYNES AND H. P. MINSKY

From the Keynesian theory and the developments Poskeynesianos de Hyman Minsky, the present article shows some of the principal theoretical elements of reference that they allow to realize an analytical approximation in the study of the economic crisis that became visible about August, 2007.

The work begins with an explanation of the phenomena that characterizes the economic crisis of ends of 2007, known also as crisis of the mortgages I suboccupies first place. In the second and third part, the principal topics approached by J. M are exposed. Keynes and H.P. Minsky, respectively, which constitute fundamental aspects in the understanding of the mentioned crisis. Finally, in the last section, the conclusions of the work are elaborated.

Key words: Keynesianism, Poskeynesianos, economic crisis, financing of the economy, financial instability, mortgages suboccupies first place.

RESUMO

A CRISE ECONÔMICA DE 2008. ALGUMAS REFLEXÕES TEÓRICAS A PARTIR DE

J.M. KEYNES E H.P. MINSKY

A partir da teoria Keynesiana e dos desenvolvimentos Poskeynesianos de Hyman Minsky, o presente artigo apresenta alguns dos principais elementos teóricos de referência que permitem realizar uma aproximação analítica no estudo das crises econômicas que foram vistas em agosto de 2007.

O trabalho inicio-se com uma explicação dos fenômenos que caracterizam a crise econômica no final de 2007, conhecida também como crise das hipotecas I *subprime*. Na segunda e terceira parte, serão expostos os principais tópicos abordados por J. M. Keynes y H.P. Minsky, respectivamente, e que constituem aspectos fundamentais no entendimento da tal crise. Finalmente, em sua última seção, são elaboradas as conclusões do trabalho.

Palavras-chave: Keynesianismo, Poskeynesianos, crise econômica, financiarização da economia, instabilidade financeira, hipotecas *subprime*.

RÉSUMÉ

LA CRISE ECONOMIQUE DE 2008: QUELQUES REFLEXIONS THEORIQUES A PARTIR
J.M. KEYNES ET H. P. MINSKY

À partir de la théorie keynésienne et de l'évolution post-keynésienne de Hyman Minsky, cet article présente quelques-unes des principales références théoriques qui permettent une approche analytique à l'étude de la crise économique qu'a devenu visible au mois d'août 2007.

Le travail commence par une explication des phénomènes qui caractérisent la crise économique à la fin de 2007, aussi connu comme "la crise des hypothèques *subprimes*". Dans la deuxième et la troisième partie, l'article présente les principaux thèmes abordés par M. Keynes et H.P. Minsky respectivement, comme aspects considérés fondamentaux pour la compréhension de cette crise. Enfin, dans la dernière partie se développeront les conclusions.

Mots clés: Le keynésianisme, les postkeynésiennes, la crise économique, la financiarisation de l'économie, l'instabilité financière, les prêts hypothécaires *subprime*.

INTRODUCCIÓN

El presente trabajo tiene por objetivo realizar una aproximación a la crisis económica mundial que se evidenció a mediados del 2007 desde la teoría keynesiana y la visión poskeynesiana de Hyman Minsky. Por tanto, el documento se estructura en tres secciones. La primera sección trata de los aspectos generales y el contexto de la crisis económica evidenciada en 2007, la segunda sección aborda algunos de los principales tópicos teóricos estudiados por J.M. Keynes y H.P. Minsky en lo referente al tema de las crisis, y finalmente, en la tercera parte se elaboran algunas conclusiones que se pueden extraer a la luz de la teoría expuesta y que permiten un canal de análisis en el estudio de la crisis económica en la que hoy nos encontramos inmersos.

1. EL CONTEXTO DE LA CRISIS

Si bien la crisis del *subprime*, estalla en agosto del 2007, sus orígenes se remontan a años anteriores. Primero la huida de capitales de inversión

a partir del estallido de la burbuja tecnológica (o burbuja.com) que finalmente encontraron refugio en el mercado inmobiliario, y segundo, el hecho de que los principales bancos centrales hubiesen bajado los tipos de interés, como forma de reactivación de la economía a partir de los atentados del 11 de septiembre del 2001, fueron acontecimientos que abonaron el terreno de la crisis del 2007¹.

Esta inyección de liquidez al mercado inmobiliario, especialmente de Estados Unidos, y las caídas de la tasa de interés por parte de la Reserva Federal², provocaron una activación aún mayor del mercado inmobiliario que ya estaba despegando, lo cual hace que el precio de las viviendas se elevaran aproximadamente al doble del precio que tenían una década atrás. Además de lo anterior, las tasas de interés de los mercados financieros internacionales se venían ubicando en niveles bajos y el margen de intermediación de los bancos se hacía más pequeño.

Todo lo anterior hizo que los bancos vieran una posibilidad de ganancia aplicando una estrategia en dos sentidos.

En cuanto a la primera estrategia, decidieron otorgar nuevos créditos con alto nivel de riesgo por los cuales podrían cobrar un mayor interés. Por su parte, la segunda estrategia obedecía a ampliar el número de operaciones de crédito.

Ahora bien, ¿exactamente cómo funcionaban esas estrategias?

Para poder aumentar la oferta de créditos con niveles altos de riesgo, la política se dirigió a ofrecer dichos préstamos a personas que no tenían la capacidad de pago suficiente (clientes sin activos, sin rentas y con empleos inestables o con remuneraciones salariales por debajo de las obligaciones contraídas). Como ya se dijo, la demanda por inmuebles se disparó y eso hizo que el valor de las propiedades cada vez fuese mayor, lo que incentivaba a los bancos a conceder créditos hipotecarios por valores superiores a los del inmueble comprado ya que en poco tiempo la propiedad se valorizaría tanto o más que el crédito concedido. Se creó así entonces un juego perverso entre aumento del monto de los créditos y aumento progresivo del valor de los bienes inmobiliarios. Este tipo de créditos hipotecarios son conocidos como hipotecas *subprime*³⁻⁴.

Respecto al aumento en el número de operaciones, el aumento en la concesión de créditos llevó a que los bancos para mantener la oferta de dinero (creación secundaria de dinero) pidieran préstamos a bancos extranjeros. La novedad, sin embargo, no radica en los préstamos entre entidades financieras ni en los préstamos financieros de origen internacional a bancos estadounidenses sino en el alto riesgo de impago de los compradores de inmuebles.

¹ Aunque estos hayan sido los precedentes más inmediatos, no se debe olvidar que el marco de referencia de la crisis tiene que ver con una transformación de la economía hacia la globalización y con una hegemonía del sector financiero sobre el real. Fenómenos que comienzan a manifestarse desde la década de los años 80.

² Después de la crisis económica de 2000-2001, la FED reduce la tasa de interés desde mayo del 2000 hasta diciembre del 2001 en once ocasiones, pasando de 6,5% a 1,0%.

³ El término subprime, identifica precisamente a los individuos que no tenían renta, o garantías, o historia de crédito que justificasen la concesión del préstamo (Cardim de Carvalho, "Dossiê da Crise", 2008, p. 18).

⁴ Se conoce como hipotecas prime a aquellas que tienen poco riesgo de impago e hipotecas subprime a las que tienen alto riesgo de impago.

Sin embargo, los empréstitos recibidos del exterior tenían un límite, ya que los bancos estadounidenses estaban sujetos a la reglamentación impuesta por el Acuerdo de Basilea. Entre otras normas, esta regulación prohíbe a los bancos que su capital baje de un cierto nivel respecto a su activo, pero precisamente esto es lo que ocurre cuando los préstamos del exterior entran masivamente y los créditos aumentan en una economía doméstica⁵. Pero ante estas barreras que impone el Acuerdo de Basilea y actuando como contrapeso, existe una manera de financiarse: la *titularización*⁶. La titularización opera mezclando hipotecas *prime* con hipotecas *subprime* y formando así paquetes surtidos conocidos como *Mortgage Backed Securities –MBS–* (Sarai y Van Rixtel, 2008).

Estos paquetes garantizados por hipotecas, son vendidos y el dinero recibido por esa venta entra

a la entidad bancaria a la cuenta caja del activo, disminuyendo por el mismo monto los créditos concedidos y subiendo la relación capital/activo, con lo cual las restricciones impuestas por Basilea son satisfechas⁷. Se debe decir que quien compró los MBS son los *conduits*⁸⁻⁹ que son *trust* o fondos que no están obligados a consolidar sus balances financieros con la casa matriz. Estos *conduits* en muchos casos se financiaban mediante créditos de otros bancos o contratando los servicios de los bancos de inversión que pueden vender esos MBS a fondos de inversión, sociedades de capital riesgo, compañías aseguradoras, fondos de pensión, financieras, fundaciones, sociedades patrimoniales de una familia, etc.¹⁰. Respecto a la calificación por parte de las agencias de *rating*¹¹ o ¹³ los MBS cuya calificación lógicamente era muy baja, lograron una segunda calificación al ordenar

⁵ Si por ejemplo un banco comienza con \$200 en caja:

Activo = Caja (200). Por lo que el Capital=200 a su vez representa el 100% del activo $(200/200) \times 100 = 100\%$.

Si pide prestado 300, entonces:

Activo = Caja (200) + Préstamos (300) =500. Por lo que el Capital= 200 ahora representa solo el 40% del activo. $(200/500) \times 100 = 40\%$.

⁶ Para un banco, el proceso de hacer préstamos, sin tenerlos a ellos en su libro de préstamos, es posible gracias a la titularización (en inglés securitization) (Kregel, 2008, p. 11).

La titularización permite obtener liquidez sin alterar el pasivo. Consiste en vender los derechos de cobro del préstamo a un tercero.

⁷ Con la titularización el banco empaqueta las hipotecas que tiene y las vende al conduit. Digamos que 100 hipotecas las vende en 10 paquetes de 10 hipotecas. De esta manera el dinero recibido por dicha venta ingresa al activo del banco como "dinero en caja" y así no necesita acudir a los préstamos externos.

⁸ Los conduits son parte fundamental del llamado Shadow Banking System. Estas instituciones tipo sombra, no están sujetas a las normas de los acuerdos de Basilea, entre los que se destaca la obligación de reservar montos mínimos llamados "coeficientes de capital".

⁹ También llamadas Special Purpose Vehicles –SPV– (en inglés).

¹⁰ Para que los conduits puedan financiarse, vendiendo sus pasivos, esos pasivos deben llevar una calificación de riesgo de inversión de institutos calificadoros reconocidos nacionalmente (calificadoras de riesgo). Estas calificadoras reemplazan la evaluación crediticia que anteriormente era realizada por los gerentes y comités de crédito de los bancos (Kregel, 2008, p. 11). Además estas agencias de calificación son entidades privadas contratadas por las entidades emisoras de títulos para que valoren la calidad de sus emisiones. En consecuencia, los honorarios de las agencias de calificación los reciben de quien les pide que califique sus productos.

¹¹ Las agencias de rating en la presente crisis también juegan un papel importante dado su alto grado de irresponsabilidad a la hora de emitir una calificación de riesgo de crédito.

¹² A diferencia de los gerentes de crédito de los bancos, las agencias calificadoras no tienen conocimiento personal de la buena fe y la confianza crediticia del deudor original de los activos bancarios que a su vez son los que proveen el colateral asociado a los préstamos titularizados. "Los bancos desarrollan la evaluación crediticia basada en el puntaje de atributos del deudor más que en el conocimiento personal de su carácter. Los activos bancarios no están más representados por la "confianza" sino por un número, generado por un algoritmo que representa la probabilidad estadística de que un deudor tendrá la misma confianza crediticia que otros con el mismo puntaje" (Kregel, 2008, p. 12).

¹³ "En la situación actual, las ganancias de las calificadoras de crédito son independientes de sus habilidades de evaluar el riesgo correctamente" (Kregel, 2008, p. 21).

cada MBS en *tranches* o tramos de: alto, medio y bajo riesgo, comprometiéndose a priorizar el pago del *tranche* mejor calificado, con lo que el *tranche* de tipo *subprime* subiría su calificación. Una vez los MBS se estructuraron en su versión por tramos, a este producto financiero se le conoció como *Collateralized Debt Obligations* –CDO–.

Para poder vender los MBS, ahora convertidos en CDO, otro instrumento financiero llamado los *Credit Default Swap* –CDS– fue implementado. Básicamente el funcionamiento de estos consistía en que quien compraba los CDO cobraba una tasa de interés más alta por asumir un mayor riesgo de impago. En suma, la recompra sucesiva de los MBS, cada vez más hacía que, dado su riesgo intrínseco, la rentabilidad de quien los compraba fuera extraordinariamente alta (a mayor riesgo mayor prima de interés cobrada), aunado al hecho de que los MBS podían ser comprados con créditos bancarios muy baratos lo que contribuía a aumentar el margen de ganancia por la especulación con dichos MBS.

Esta forma en que operaba este tipo de créditos funcionó durante algún tiempo, pues las obligaciones por parte de los deudores se amortizaban oportunamente al sistema financiero y así estos podían cumplir con sus obligaciones a los demás bancos, fondos de inversión, etc.

Sin embargo, en una cadena de deudores tan larga, compleja y de tan alto riesgo, basta con que un eslabón entre en *default* para que toda la serie de operaciones financieras colapse y en general la economía de carácter globalizado también lo haga. Se trataba entonces de una crisis en que el riesgo original iba cambiando de manos.

“ Sin embargo, en una cadena de deudores tan larga, compleja y de tan alto riesgo, basta con que un eslabón entre en default para que toda la serie de operaciones financieras colapse y en general la economía de carácter globalizado también lo haga. Se trataba entonces de una crisis en que el riesgo original iba cambiando de manos.”

“No obstante las políticas mencionadas, los gobiernos de los países desarrollados han optado por la puesta en marcha de políticas fiscales anti-cíclicas, dada la inoperancia de la política monetaria. Esta inoperancia se debe principalmente al deterioro de las expectativas de los agentes que se tornan en un obstáculo para que la política monetaria pueda influir en la demanda agregada.”

El desplome comenzó cuando la Reserva Federal, preocupada principalmente por la inflación, subió las tasas de interés de Estados Unidos (de 1% a 5,25% entre abril de 2004 y junio de 2007¹⁴) y los precios del mercado inmobiliario cayeron en picada, ahora el proceso se invertía y el pago de las hipotecas se inviabilizó, obviamente el precio de los MBS, CDO y CDS cayó. Nadie quería comprarlos y los poseedores no conseguían compradores.

Como los MBS se encuentran infiltrados en muchos de los paquetes de hipotecas de los bancos, la crisis de confianza entre los bancos y de los agentes frente al sistema financiero es de tal magnitud, que se observa en diversos indicadores como por ejemplo en el creciente aumento que tuvieron las tasas de interés ofrecidas en el mercado interbancario en Estados Unidos y Europa (Libor y Euribor respectivamente)¹⁵ (Cecchetti, 2009, p. 58). Como consecuencia, los préstamos se suspenden o llegan a niveles muy bajos y con altas tasas de interés, el dueño del inmueble y que contrajo la hipoteca no puede cumplir sus obligaciones bancarias, crece la oferta y cae el precio de activos y acciones de muchos de los agentes económicos que componen la cadena, al intentar buscar financiación. En general hay incertidumbre, desconfianza, aumento del valor de las obligaciones, cese del flujo de pagos, deflación¹⁶, pérdida de

¹⁴ La subida de las tasas de interés por parte de la FED, tiene un papel detonador de la crisis pero no es el fenómeno donde las verdaderas causas pueden encontrarse. En la desregulación de los mercados financieros que comenzó desde la década de los 80, producto de un tipo de economía capitalista volcada hacia lo especulativo puede encontrarse una respuesta más sólida a la crisis de 2008.

¹⁵ Al comienzo de la crisis.

¹⁶ En condiciones deflacionarias, los compromisos de pago no pueden cumplirse con los flujos de caja de las

capital de bancos y empresas, disminución de la demanda y desempleo. En pocas palabras traspaso inminente de la crisis financiera al sector real de la economía.

Finalmente, hasta el momento el Banco Central Europeo, la Reserva Federal de Estados Unidos, y los fondos soberanos han intentado contrarrestar la crisis inyectando liquidez a los bancos. Por otra parte la política de la Reserva Federal ha sido bajar la tasa de interés nominal para evitar la recesión por lo que las tasas de interés reales en Estados Unidos están siendo negativas. En cuanto a Europa, la tendencia a la baja de la tasa de interés también ha sido evidente¹⁷.

Otras estrategias utilizadas por entidades como el J.P. Morgan o el Bank of America han sido ampliar el plazo a aquellos que se encuentran hipotecados con las entidades bancarias.

No obstante las políticas mencionadas, los gobiernos de los países desarrollados han optado por la puesta en marcha de políticas fiscales anti-cíclicas, dada la inoperancia de la política monetaria. Esta inoperancia se debe principalmente al deterioro de las expectativas de los agentes que se tornan en un obstáculo para que la política monetaria pueda influir en la demanda agregada (Ferrari y De Paula, "Dossiè da Crise", p. 2).

2. ALGUNOS ASPECTOS TEÓRICOS DE J.M KEYNES Y H.P. MINSKY

Son muchos los legados teóricos de Keynes, sin embargo, para el propósito del presente trabajo, a continuación se hace hincapié en el abordaje que el autor hace sobre conceptos como: el papel de las expectativas y la explicación de la crisis, la demanda por dinero y la preferencia por la liquidez, la economía vista como un gran casino de especulación,

la idea de la no neutralidad de la moneda, la relación entre deflación y sobreendeudamiento, los ciclos económicos y las principales recomendaciones para superar la crisis. Lo anterior, intentando ofrecer un marco teórico básico para el análisis de la crisis económica mundial iniciada a finales del 2007, comienzos del 2008.

3. EL ABORDAJE DESDE LA PERSPECTIVA KEYNESIANA

Dado que la crisis llamada del *subprime* es una crisis de preferencia por la liquidez, en

donde la incertidumbre en los mercados juega un papel central sobre las decisiones de los

Cont. nota 16

empresas y de los particulares, ya que mientras aquellos se mantienen en su valor nominal, el precio de los activos reales y de los bienes se mueve a la baja. (Guillén, 2004, p. 24).

¹⁷ El Euribor que solo había descendido por debajo del 1,6% en una ocasión (el 18 de mayo del 2009 cuando se situó en 1,595), alcanzó el 22 de junio aún una cifra menor, al llegar a 1,585%. La razón obedece a la puesta en marcha de una oferta ilimitada de liquidez ("Diario "El País" de España, 23 de junio de 2009).

individuos, nada más adecuado que comenzar por este tema desde la perspectiva keynesiana.

En su obra de la *Teoría General*, Keynes enfatiza el papel predominante de las expectativas de los agentes, por lo que la previsión del futuro se hace incierta y las crisis estarán en gran parte sujetas a los cambios en las expectativas que los agentes económicos experimenten.

Para el autor, las expectativas de los inversionistas se determinan no tanto por el rendimiento esperado de un activo, sino por su *animal spirit*¹⁸, ya que muchas veces la información matemática necesaria de las expectativas de rendimiento pueden no existir (Ferrari, 2005). Cuando la incertidumbre se agudiza, generalmente los agentes optan por la preferencia por la liquidez y no por la preferencia por el gasto (baja el consumo y la inversión y en consecuencia la demanda agregada).

Vemos entonces, que la preferencia por la liquidez, como la observada en la crisis del *subprime*, es consecuencia lógica de un sistema económico dinámico, construido en gran medida sobre expectativas, incertidumbre y desequilibrios.

Ya en el tema de la crisis, Keynes da una explicación que aunque si bien está dirigida principalmente hacia una economía con predominancia de actividades de tipo real (no

financiero), ayuda en el entendimiento de la evolución de la misma y en la comprensión del fenómeno del colapso de las hipotecas *subprime*. Teniendo en cuenta esto, para el autor, “la explicación más típica y con frecuencia la predominante de la crisis no es principalmente un alza en la tasa de interés, sino un colapso repentino de la eficiencia marginal del capital¹⁹ [...] Además, el pesimismo y la incertidumbre del futuro que acompaña a un derrumbamiento en la eficiencia marginal del capital, naturalmente precipita *un aumento decisivo en la preferencia por la liquidez*²⁰ –y de aquí un alza en la tasa de interés”-. Lo que agrava notoriamente el descenso de la inversión (Keynes, 2003, p. 301. Lo resaltado en cursiva no hace parte del documento original).

Relacionando la preferencia por la liquidez a una economía con hegemonía del capital especulativo (marco de referencia de la crisis *subprime*), Keynes argumenta que esa preferencia por liquidez, cuando obedece a un motivo especulación, depende de la relación entre la tasa corriente de interés y el estado de las expectativas (Keynes, 2003, p. 201), y advierte que “la situación es seria cuando la empresa se convierte en burbuja dentro de una vorágine de especulación. Cuando el desarrollo del capital en un país se convierte en subproducto de las actividades propias de un casino, es probable que aquel se realice mal” (Keynes, 2003, p. 167).

¹⁸ Entendido como “instinto”.

¹⁹ Según Keynes, Eficiencia Marginal del Capital se define como la relación entre el rendimiento probable de un bien de capital y su precio de oferta o de reposición. Depende de la tasa de rendimiento que se espera obtener del dinero si se invirtiera en un bien recién producido; no del resultado histórico de lo que una inversión ha rendido sobre su costo original (Keynes, 2003, p. 147).

²⁰ La preferencia por la liquidez es una potencialidad o tendencia funcional (como medio de conservar riqueza) que fija la cantidad de dinero que el público guardará cuando se conozca la tasa de interés (necesariamente el futuro de la tasa de interés es incierto). La cantidad de dinero está en función de la preferencia por la liquidez que a su vez depende de la tasa de interés (Keynes, 2003, p. 174).

En consecuencia, a medida que mejora la organización de los mercados de inversión, el riesgo del predominio de la especulación aumenta (Keynes, 2003, p. 167) y en este sentido, es raro que se invierta para percibir una renta. De este modo, no será fácil encontrar un agente que quiera comprar un valor redituable, si no tiene la esperanza de una apreciación del capital. Esto es solo una forma de decir que cuando compra una inversión está poniendo las esperanzas, no tanto en su rendimiento probable como en un cambio favorable en las bases convencionales de valoración; es decir, que es, en el sentido anterior, un especulador²¹ (Keynes, 2003, p. 167).

Respecto a la demanda por dinero, el autor argumenta que “en circunstancias normales, el volumen de dinero necesario para satisfacer el motivo transacción y el motivo precaución es principalmente resultado de la actividad general del sistema económico y del nivel de los ingresos monetarios. Pero la administración monetaria [...] hace sentir su efecto en el sistema económico por su influencia sobre el motivo especulación; porque la demanda de dinero para satisfacer los anteriores motivos, por lo general, no responde a cualquier influencia, excepto el acaecimiento real de un cambio en la actividad económica general y en el nivel de ingresos; mientras la experiencia indica²², que la demanda total de dinero para

“*Esto es solo una forma de decir que cuando compra una inversión está poniendo las esperanzas, no tanto en su rendimiento probable como en un cambio favorable en las bases convencionales de valoración; es decir, que es, en el sentido anterior, un especulador.*”

²¹ “Especulación entendida como la actividad de prever la psicología del mercado, y la palabra empresa, o espíritu de empresa, a la tarea de prever los rendimientos probables de los bienes por todo el tiempo que duren” (Keynes, 2003, p. 166).

²² Keynes resalta la frase: “la experiencia indica”, porque según él “en circunstancias normales el sistema bancario siempre está, de hecho, en posibilidad de comprar (o vender) valores a cambio de efectivo y ello pujando en el mercado el precio de los valores (o bajándolos) en una modesta cantidad; y cuanto mayor sea la cantidad

“... la crisis se extiende por toda la economía pues la moneda no es meramente un medio de cambio, sino un instrumento para financiar la inversión y para la compra de activos financieros.”

satisfacer el motivo especulación, suele mostrar una respuesta continua ante los cambios graduales en la tasa de interés, es decir, hay una curva continua que relaciona los cambios en la demanda de dinero para satisfacer el motivo especulación con los que ocurren en la tasa de interés, debidos a modificaciones en los precios de los títulos y deudas de diversos vencimientos” (Keynes, 2003, p. 199). Esto ayuda a entender la creciente demanda de dinero por motivo especulación en un mundo de formas globalizadas entre las cuales se destaca la globalización financiera.

La creciente tendencia hacia la *financiazación* de las economías y la hegemonía que en ellas ha cobrado el capital especulativo, tiene que ver con el concepto de liquidez analizado por Keynes. Para él, “la liquidez de mercados de inversión a menudo facilita, aunque algunas veces impide, el curso de las nuevas inversiones porque el hecho de que cada inversionista individual se haga la ilusión de que su compromiso es “líquido” (aunque no puede ser cierto para todos los inversionistas colectivamente) calma sus nervios y los anima mucho más a correr el riesgo”. Por otra parte, “si las compras individuales de inversiones perdieran su liquidez, esto podría obstruir seriamente las nuevas inversiones mientras el individuo disponga de *formas alternativas* de conservar sus ahorros²³. Este es el dilema. En la medida que un individuo pueda emplear su riqueza en atesorar o en prestar dinero, la alternativa de comprar bienes reales de capital no puede ser lo bastante atractiva [...]

Cont. nota 22

de efectivo que deseen crear (o cancelar) por la compra (o venta) de valores y deudas, mayor debe ser la baja (o el alza) en la tasa de interés” (Keynes, 2003, p. 199).

²³ Lo que en otras palabras, y según Keynes, significa que “la moneda no es neutra”.

excepto cuando se organizan mercados en los que estos bienes puedan convertirse con facilidad en dinero” (Keynes, 2003, p. 168). En el sentido anterior, la crisis de la demanda efectiva, que encuentra aplicación en el caso de la crisis *subprime*, ocurre en gran parte porque los individuos prefieren liquidez.

Pero, ¿cómo la crisis del *subprime*, originada en el mundo financiero, puede tener efectos sobre la demanda y las actividades reales de la economía?

Utilizando la teoría keynesiana, y a partir de esta los desarrollos de Minsky, el hecho de que el sistema económico privilegie altamente las actividades financieras, pero a su vez estas crisis puedan transmitirse y repercutir en las actividades de tipo real, encuentra gran parte de la explicación en lo que Keynes denominó, la no neutralidad de la moneda. “La moneda no es neutra porque constituye el pasivo de los bancos, porque estos poseen activos extendidos en moneda, y porque dichos activos serán validados por flujos de liquidez provenientes de las empresas, de las familias y del Estado (...). En un mundo donde existen moneda bancaria y bancos que financian la posesión de activos y la actividad de inversión, el comportamiento de la moneda tiene impactos diferenciados sobre el sistema de precios de la producción corriente (que comprende los salarios) y sobre los activos (tanto financieros como de capital) (...) Los precios de los activos determinan a su vez el precio de demanda de los activos de capital (por ejemplo, el precio de los bienes de capital) y estos precios, conjuntamente con las condiciones de la oferta (...) determinan la inversión” (Minsky, citado en Guillén, 2004, p. 25).

En consecuencia, la crisis se extiende por toda la economía pues la moneda no es meramente

un medio de cambio, sino un instrumento para financiar la inversión y para la compra de activos financieros (Guillén, 2004, p. 21). *Booms* y depresiones son desde esta perspectiva, consecuencia de una economía en que la moneda no es neutra (Keynes, 1973, p. 411).

Utilizando el concepto de la no neutralidad de la moneda, se puede entender el fenómeno de la deflación de precios, evidenciada hoy en día en el mercado inmobiliario, que como se explicó al comienzo del documento, tiene que ver con un proceso de sobreendeudamiento. La relación entre sobreendeudamiento y desvalorización de los activos reales fue descubierta por Keynes y por Fisher al analizar la gran crisis de los años treinta. La deflación está vinculada con el hecho de que en las economías modernas, los activos reales empleados por los empresarios como medios de producción en la esfera “real” de la economía, son financiados con créditos bancarios (Guillén, 2004, p. 22). Lo anterior es ejemplificado en la crisis de 2008. La pérdida del valor en espiral de los activos inmobiliarios ante una tasa de interés superior y muchos inversionistas queriendo recuperar su dinero vendiendo los inmuebles que respaldaban los títulos hipotecarios, así lo demuestra.

Dada una economía de comportamiento especulativo con agentes que asumen posiciones de sobreendeudamiento más allá de su capacidad de pago, una expansión de la demanda y la oferta que permiten la expansión de los préstamos presionando al alza el precio de los activos, será aprovechada por dichos agentes, quienes tomarán los referidos créditos. Lo que ocurrirá (dado un incentivo en el proceso como por ejemplo una subida del

tipo de interés²⁴) será una caída de los precios de los activos, el cese de los préstamos (*credit crunch*), la tasa de interés real sube²⁵, la demanda se contrae y se entra en recesión.

Respecto a lo anterior, nuevamente Keynes brinda una explicación desde la eficiencia marginal del capital y el estado de la economía al momento de escribir su obra, al aducir que: “por desgracia, una baja importante en la eficiencia marginal del capital también tiende a afectar en forma adversa la propensión a consumir; porque entraña una disminución considerable en el valor del mercado de los valores de rendimiento variable de la bolsa. Esto ejerce naturalmente una influencia muy depresiva sobre las personas que toman interés activo en sus inversiones en la bolsa de valores, especialmente si emplean fondos prestados. La disposición de esta gente a gastar está quizás aún más influida por las alzas y bajas en el valor de sus inversiones que por el estado de sus ingresos. Con un público de mentalidad de accionista [...], los movimientos consiguientes en el mercado de valores pueden deprimir la propensión a consumir precisamente cuando esta es más necesaria” y esto hace que se agrave el efecto depresivo de una caída en la eficiencia marginal del capital (Keynes, 2003, p. 304). Por lo tanto [...] el deber de ordenar el volumen actual de inversión no puede dejarse con garantías de seguridad en manos de los particulares (Keynes, 2003, p. 305). “Si el estado es capaz de determinar el monto global de los recursos destinados a aumentar esos medios y la tasa básica de remuneración de quienes los poseen, habrá realizado todo lo que le corresponde” (Keynes, 2003, p. 354).

Dado que Keynes concibe el auge como aquel periodo del ciclo económico que está destinado a terminar en depresión, esta última, según él, se produce por la combinación de dos cosas: una tasa de interés que, con previsiones correctas, sería demasiado alta para la ocupación plena, y una situación desacertada de expectativas que, mientras dura, impide que esta tasa sea un obstáculo real (Keynes, 2003, p. 306). Por lo tanto, el autor observa que “un descenso en la tasa de interés sería de gran ayuda para la recuperación y, probablemente condición necesaria para la misma. Pero. [...], el colapso en la eficiencia marginal del capital puede ser tan completo que no baste ninguna reducción factible de la tasa de interés”. Si una baja de la tasa de interés bastase para salir de la crisis, entonces bastaría la política monetaria, pero no es tan fácil resucitar la eficiencia marginal del capital ya que está determinada por la desobediente psicología del mundo de los negocios (Keynes, 2003, p. 302). “Es el retorno de la confianza, [...] el que resulta tan poco susceptible de control en una economía de capitalismo individual” (Keynes, 2003, p. 302).

El párrafo anterior esboza perfectamente, los últimos intentos de la FED y el Banco Central Europeo en reducir las tasas de interés, pero aún así eso no garantiza que los agentes renuncien a la preferencia por la liquidez y realicen inversión, pues en un contexto de incertidumbre, la moneda es el medio que les brinda protección.

Es por eso que como alternativas ante la crisis, Keynes propone en términos generales el control

²⁴ Como la ocurrida entre el 2005 y el 2007.

²⁵ Hace referencia a la teoría de Irving Fisher de la Debt-Deflation.

de capitales, la regulación y la fiscalización, las cuales posibilitan el flujo de la liquidez hacia las inversiones que son deseables. Así mismo, para el autor, se deben emplear no solo políticas monetarias, sino fiscales y de rentas y se debe llevar a cabo una reforma al sistema financiero mundial, a través de la creación de una moneda internacional no susceptible de atesoramiento.

4. EL ABORDAJE DESDE LA PERSPECTIVA DE H.P. MINSKY

Como se dijo en la sección anterior, la moneda, desde la perspectiva keynesiana, no es neutra, por lo que en la crisis llamada del “subprime”, el sistema financiero fuera de cauce, favoreció la acumulación de riqueza bajo la forma de moneda. A partir de este hecho, y desarrollando principalmente la teoría keynesiana en su aplicación para el sector financiero, H.P. Minsky, avanza en el estudio de la estabilidad y la inestabilidad de las economías. Para Minsky, “la estabilidad de la economía depende de la forma en que la inversión y las posiciones en activos fijos son financiadas. [...] la inestabilidad es determinada por mecanismos dentro del sistema, no fuera de él: nuestra economía no es inestable porque ella sea golpeada por el petróleo, las guerras o las sorpresas monetarias, sino porque es su naturaleza” (Minsky, 1986, p. 172).

La inestabilidad²⁶ emerge de un periodo de crecimiento relativamente tranquilo que se

“...la moneda, desde la perspectiva keynesiana, no es neutra, por lo que en la crisis llamada del “subprime”, el sistema financiero fuera de cauce, favoreció la acumulación de riqueza bajo la forma de moneda.”

²⁶ Según Minsky, los fundamentos de la teoría de la inestabilidad financiera pueden ser derivados de la Teoría General de Keynes, la descripción de Irving Fisher de la Deflación de la Deuda y de los escritos de Henry Simons.

“La fragilidad financiera para Minsky, está relacionada a la mutación que sufre el financiamiento de las economías durante la etapa expansiva del ciclo económico, de modo que las estructuras financieras, durante este proceso, van tornándose cada vez más frágiles.”

transforma en un *boom* especulativo. Esto ocurre porque las estructuras del pasivo, aceptables y deseables de las firmas de negocios (corporaciones) y de las organizaciones, actúan como intermediarios del cambio financiero en respuesta al éxito de la economía (Minsky, 1986, p. 173).

Para explicar la inestabilidad mencionada anteriormente, Minsky formula la hipótesis de inestabilidad financiera, la cual se sustenta en dos proposiciones fundamentales: i) los mecanismos de mercado capitalistas no pueden liderar la sostenibilidad, la estabilidad de precios, y el equilibrio de pleno empleo y ii) los grandes ciclos económicos se deben a los atributos financieros que forman parte de la esencia del capitalismo (1986, p. 173). Así, la característica básica de una economía capitalista es la existencia de dos conjuntos de precios. Uno el conjunto de precios del producto corriente, el otro el conjunto de precios de los activos de capital (Randall and Tymoigne, 2008, p. 7).

La fragilidad financiera para Minsky, está relacionada a la mutación que sufre el financiamiento de las economías durante la etapa expansiva del ciclo económico, de modo que las estructuras financieras, durante este proceso, van tornándose cada vez más frágiles. Siendo así, el financiamiento visto como un proceso de adquisición de activos, atraviesa tres fases principales y en cada fase los agentes asumen posiciones financieras diferentes: posición *hedge*, posición *especulativa* y posición *Ponzi* (Minsky, 1986, p. 206 y Randall and Tymoigne, 2008, p. 10).

La posición *hedge* es aquella cuyo flujo de caja permite pagar las deudas contraídas, enfrentar el costo de la deuda y gradualmente

amortizar el capital de la misma. La posición *especulativa* se define como aquella cuyo flujo de caja permite pagar los intereses de la deuda, pero no amortizar el capital. Este tipo de empresas requieren refinanciamiento. Finalmente, la posición *Ponzi* es aquella cuyo flujo de caja no permite ni siquiera pagar los intereses de la deuda. Este tipo de empresas requiere aún más financiamiento.

La combinación, según Minsky (1986), entre los tres tipos de posiciones financieras, es lo que determina el grado de fragilidad del sistema económico y su potencial inestabilidad. La hipótesis de fragilidad financiera se basa en el hecho de que la postura financiera en la economía se va alterando y cada vez más, va siendo dominada por agentes especulativos tipo *Ponzi*, en la medida en que las expectativas optimistas de la fase creciente del ciclo permiten validar los pasivos anteriormente generados.

De acuerdo con Deos, para Minsky la fragilidad se intensifica en la medida en que más dure el *boom* económico pues los individuos se van desplazando crecientemente a posiciones tipo *Ponzi*. De ahí que la estabilidad es desestabilizadora (“Dossiê da Crise”, 2008, p. 14).

Minsky también estudia las consecuencias de políticas antiinflacionarias en economías con predominio de formas de financiamiento especulativas:

“If an economy with a sizeable body of speculative financial units is in an inflationary state, and the authorities attempt to exorcise inflation by monetary constraint, then speculative units will become Ponzi units and the net worth of previously Ponzi units will quickly evaporate. Consequently, units with

cash flow shortfalls will be forced to try to make position by selling out position. This is likely to lead to a collapse of asset values” (Minsky, 1992, p. 8).

Al respecto de la fragilidad, Minsky introduce el concepto de colchón de seguridad como aquel que cubre el margen de error entre las ganancias anticipadas y los costos financieros periódicos de un proyecto de inversión, por lo que al analizar la decisión de inversión desde el punto de vista de la diferencia entre los flujos de efectivo potenciales y los compromisos de pago, esta diferencia representa el margen de seguridad (Kregel, 2008, p. 7).

Apoyándose en Minsky, para Kregel “la idea de fragilidad financiera creciente está basada en la lenta e imperceptible erosión de los márgenes de seguridad bajo condiciones de relativa estabilidad. Cuando los márgenes han sido suficientemente reducidos, incluso la más pequeña desviación de las previsiones efectuadas con antelación, crea nuevas condiciones en las que las empresas tienen que cambiar sus planes con el objetivo de cumplir con sus compromisos de pago. Este cambio puede significar retrasos en pagos, préstamos difíciles o desventajosos y hasta ventas forzadas de inventarios y activos productivos” (Kregel, 2008, p. 8). Es decir, que según Kregel, la crisis del *subprime* estaría fuertemente asociada al deterioro de los referidos márgenes.

En la época del *boom*, no se percibe ningún deterioro de los márgenes de seguridad, puesto que los bancos cada vez evalúan mejor a aquellos individuos que han cumplido con sus obligaciones puntualmente (Kregel, 2008, p. 9). Esto tiene que ver con que, las decisiones de préstamos por parte de los bancos, según Kregel, están basadas en “el historial crediticio

del cliente, es decir en su comportamiento de pagos en el pasado, más que en el flujo de efectivo futuro. *Ello implica mirar hacia atrás más que mirar delante*" (Kregel, 2008, p. 9. Lo resaltado en cursiva no hace parte del documento original).

Hoy en día el banquero no tiene interés en la evaluación del crédito, puesto que intereses junto con el principal del préstamo no son pagados al banco sino a los compradores finales de los activos colateralizados. Para el banco, el deterioro de los colchones de seguridad no tiene, en consecuencia, mayor importancia. La preocupación del banco descansa en la capacidad que tenga de vender los activos que está originando para así ganar una tarifa o comisión y no en tener el activo en su balance de préstamos por una ganancia determinada debido al margen de interés neto (Kregel, 2008, p. 11).

"The bank is only interested in its ability to sell the asset it has originated in order to earn a fee or commission, not to hold the asset in its loan book for a return determined by the net interest margin" (Kregel, 2008, p. 11).

Para Kregel, esta crisis se caracteriza porque, en ella, los colchones de seguridad han sido insuficientes desde el principio, siendo resultado estructural de cómo la confianza crediticia se está evaluando en el nuevo sistema financiero. La crisis ha revelado lo mal adecuada que ha sido la evaluación del crédito. *"Esto se debe básicamente al hecho de que los que*

asumen el riesgo ya no son responsables para la evaluación de la confianza crediticia de los prestatarios" (Kregel, 2008, p. 21. Lo resaltado en cursiva no hace parte del documento original).

"La crisis actual [...] tiene que ver con la estructura básica de un sistema financiero que sobreestima la confianza crediticia y subvaloriza el riesgo. Lo fundamental es que el sistema ha sido estructurado para hacer demasiado barato el crédito, llevando a la toma de riesgos excesivos para proveer ganancias más altas" (Kregel, 2008, p. 24. Lo resaltado en cursiva no hace parte del documento original).

Teniendo como marco de referencia lo antes expuesto, son varias las propuestas de reforma planteadas por Minsky (1986), entre las que se destacan: la necesidad de un *Big Government*, una estrategia de empleo, una reforma financiera y una política industrial que sirva como alternativa a la gran dominación que ejercen las grandes corporaciones. Además, la aparición de nuevos instrumentos financieros derivados y que operan en grandes volúmenes en mercados no regulados, genera la necesidad de que las decisiones de quienes administran riesgos sean controladas por un ente que cumpla esa función. Al respecto, Minsky concluía que este rol deberían cumplirlo los Estados y los bancos centrales. Políticas a las que denominaba *Big Government*²⁷ y *Big Bank*. Estos serían los encargados de la difícil tarea de controlar a los mercados financieros (1986, cap. 13 y 1987, p. 5).

²⁷ En palabras de Kregel (2008), la fragilidad solo puede reducirse a través de políticas sistemáticas que Minsky denominó como i) el mandato del Gran Gobierno (*Big Government*), tales como gastos públicos o planes de empleo que ayudaran a generar más ingresos y empleo. La segunda política sería ii) el Banco Grande (*Big Bank*), que ayudase entre otras cosas a dar soporte a los precios de los activos por medio de la ventana de descuentos (p. 24).

5. ALGUNAS CONCLUSIONES

En este artículo se revisaron los principales elementos presentes en las obras de Keynes y Hyman Minsky para comprender la naturaleza y alcance de las crisis económicas. Análogamente se describió y analizó, en sus aspectos fundamentales, el contexto específico de la crisis económica y financiera de 2008 de carácter global. Allí fue posible apreciar, entre otros aspectos, la gran importancia que los planteamientos de los dos autores arriba reseñados tienen para la comprensión y solución del contexto de debacle de los mercados internacionales.

Las crisis económicas, principalmente las experimentadas a partir de la década de los ochenta hasta el presente, han tenido varios aspectos en común. Uno de los principales consiste en la existencia de mercados financieros desregulados, y dentro de los mismos, la aplicación y desarrollo de instrumentos e innovaciones financieras.

Igualmente, las últimas crisis económicas se han caracterizado por la existencia de libre movilidad de capitales, producto de la escasa regulación del mercado financiero, y la consecuente volatilidad en los precios de los activos. También en las crisis existen manifestaciones de la denominada "financiarización" del capital, en donde la rentabilidad del capital financiero, a través de la innovación financiera, sobrepasa las operaciones del sistema monetario internacional y de los mercados reales.

La crisis económica, de que trata el presente documento, revela entre muchos aspectos, el vasto entendimiento de la economía por parte de J.M Keynes al construir una teoría general

que diera cuenta de los fenómenos económicos. Nada más pertinente para intentar explicar la crisis a la que nos enfrentamos, que partir de los abordajes keynesianos y poskeynesianos que brindan las herramientas y sobre todo plantean algunas alternativas para superar tal situación.

Entre los elementos más importantes que el keynesianismo aporta para el entendimiento de la crisis, se encuentra 1) el papel activo que juegan las expectativas a tal grado que pueden obstruir la eficacia de la política monetaria de las economías, tal como ha ocurrido con la depresión iniciada en 2007. Como consecuencia de las expectativas, 2) el concepto de la preferencia por la liquidez y su relación con la tasa de interés, el consumo, el gasto, la inversión y la demanda agregada, 3) la conexión evidente, aunque a veces olvidada, entre economía real y economía financiera dada la no neutralidad de la moneda, lo que hace que las crisis se propaguen por todo el sistema, y 4) la noción de una economía caracterizada por el dinamismo, los desequilibrios y la no ergodicidad.

Así mismo, los desarrollos poskeynesianos, desde la vertiente de Minsky, cobran relevancia dada su lucidez respecto a las explicaciones acerca de las causas y formas de operación de las crisis, así como de las características de las economías inestables. En un momento histórico en donde la acumulación de tipo financiero especulativo es hegemónica, la teoría de Minsky, se convierte en una excelente herramienta de análisis al observar la naturaleza inestable del sistema, estudiar la gradualidad en el riesgo que va asumiendo la economía a la hora de financiarse, analizar la importancia de mantener márgenes y

colchones de seguridad robustos, y caracterizar la forma en que el sistema económico ha ido evolucionando hacia una fragilidad que aumenta la probabilidad de crisis endógenas.

La solución de la crisis no será rápida ni sencilla. Se trata de una crisis que señala los límites de un régimen financiero basado en el endeudamiento y la desregulación, lo que implica revisar la vuelta hacia esquemas de crédito más conservadores para disminuir así la frecuencia y severidad de eventos futuros.

Para algunos autores como Sicsú además de las medidas anunciadas²⁸ para superar la crisis, se necesitan medidas adicionales de corte más profundo. Estas medidas se relacionan con la diferencia, explicada por Keynes, entre las políticas de ampliación de la liquidez (como por ejemplo las políticas de reducción de la tasa de interés, implementadas en 2008 y 2009)

y las políticas fiscales de gastos. Al respecto, Sicsú argumenta que mientras para Keynes las primeras son dependientes de las relaciones, a veces pesimistas o excesivamente cautelosas del sector privado, las segundas representan un “remedio directo en la vena”, es decir, compras directas al sector privado, contrataciones de mano de obra o transferencias de renta a aquellos que gastan todo lo que reciben y que, por tanto, activan los negocios privados de la economía (“Dossier da Crise”, 2008, p. 51).

Se puede finalizar indicando cómo, lo que comenzó con una crisis en las hipotecas *subprime*, se convirtió rápidamente en una crisis de los mercados de crédito, es decir, de toda la pirámide financiera construida con base en la desregulación y la globalización económica y financiera, con muy fuertes repercusiones en el lado real. Nexo lógico desde el marco teórico que aquí fue expuesto.

²⁸ Dentro de las últimas medidas que Estados Unidos ha tomado para superar la crisis, además de la fuerte inyección de dólares a la economía tratando salvar de la quiebra a las empresas y bancos más afectados, se encuentran las reformas propuestas el 17 de junio de 2009, que tal parece han tenido que seguir las recomendaciones realizadas por Keynes y reconocer la pertinencia de su abordaje en el estudio del funcionamiento del sistema económico. Dichas medidas, de manera sucinta se resumen en que, 1) El Banco Central gana peso. La Reserva Federal supervisará y podrá intervenir en caso de emergencia para rescatar a las entidades financieras demasiado grandes que vayan a quebrar, incluidos hedge funds y aseguradoras; 2) Más capital. Las entidades que supongan riesgos sistémicos deberán reforzar su capital y cumplir con requisitos de liquidez más restrictivos; 3) Consejo de reguladores. Se crea un consejo de reguladores, presidido por el Tesoro, que analizará e informará a la FED sobre los riesgos al sistema. El objetivo es crear cortafuegos para que el fallo de una firma financiera no arrastre al resto; 4) Protección al consumidor. Se crea una agencia que protegerá a los consumidores de las prácticas abusivas en productos como las tarjetas de crédito, créditos a estudiantes o hipotecas; 5) Supervisor bancario. Se desmantela la agencia encargada de regular a las entidades hipotecarias, cuyo trabajo quedó en evidencia tras el colapso de las hipotecas subprime. Emerge a cambio el denominado Supervisor Bancario Nacional, que vigilará a las entidades bancarias no sistémicas, hasta ahora controladas por los supervisores de cada Estado; 6) Fondos de riesgo y derivados. Los fondos de inversión alternativa deberán registrarse en el regulador bursátil (la SEC, equivalente a la CNMV española), para que ese organismo examine sus libros contables y actúe en caso de manipulación. Asimismo, los derivados estarán sujetos a una regulación más armonizada; 7) Agencias de calificación. Se introducen reglas adicionales para las agencias de rating, para que sean más transparentes y diferencien en sus análisis los productos estructurados (activos hipotecarios) de los de deuda no estructurada (bonos corporativos). El 16 de junio de 2009, la agencia S&P redujo el rating de 18 bancos de EE UU, en algunos casos, precisamente, por el temor a una regulación más restrictiva. Todas estas medidas en resumen buscan someter a una fuerte regulación y supervisión a cualquier firma financiera que por su gran tamaño, elevado endeudamiento o interconexión con otras entidades pueda poner en peligro a todo el sector financiero, como ha sucedido en casos como Bear Stearns, Lehman Brothers y AIG, entre otros. “Debemos actuar ya para restaurar la confianza”, reza el Libro Blanco, un documento de 85 páginas en el que se recogen los detalles de la iniciativa. La reforma, explicó Obama, busca poner en práctica reglas que permitan a los mercados “promover la innovación” a la vez que “desincentivan el abuso”. Todo lo contrario de lo que ocurrió en los años previos a la crisis (“Diario El País” de España, 18 de junio de 2009).

BIBLIOGRAFÍA

- Cardim de Cravalho, F. J. (2008). Aula Magna apresentada no XXXVI Encontro Nacional de Economia da Associação Nacional dos Centros de Pós-Graduação em Economia – ANPEC-. Salvador - Bahia.
- Cecchetti, S.G. (2009). "Crisis and responses: The Federal Reserve in the early stages of the financial crisis", in: *Journal of Economic Perspectives*, Volume 23, Number 1, winter 2009, pages. 51-75.
- Diario El País (de España). (2009, 23 de junio). "El Euribor marca un mínimo en un día al caer del 1,59%" [en línea], disponible en: http://www.elpais.com/articulo/economia/Euribor/marca/minimo/dia/caer/159/elpepueco/20090623elpepueco_5/Tes, recuperado: 23 de junio de 2009.
- Dossiê da crise (2008). [En línea], disponible en: <http://www.ppge.ufrgs.br/akb>, recuperado: 1 de junio de 2008.
- Ferrari, F. (2005). "As concepções teórico-analíticas e as proposições de política econômica de Keynes", em: *Cuadernos IHU Idéias*, año 3, num. 37, 2005.
- Guillén, A. (2004). "Deflación y mercados financieros", en Porrúa, M. A. (edit.), *Economía Financiera Contemporánea*, Ciudad de México: Grupo Editorial Miguel Ángel Porrúa.
- Keynes, J. M. (2003). *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Ciudad de México: Fondo de Cultura Económica.
- _____. (1973). *The general theory and after: preparation*. London: Macmillan.
- The Collected Writings of John Maynard Keynes. V. 13.
- Kregel, J. (2008). "Minsky's Cushions of Safety. Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market", en: *Public Policy Brief*, Nueva York: The Levy Economics Institute of Bard College, núm. 93.
- Minsky, H. P. (1992). "The Financial Instability Hypothesis", in: *Working Paper*, No. 74, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, mayo 1992.
- _____. (1987). "Securitization", en: *Policy Note*, Nueva York, The Levy Economics Institute of Bard College.
- _____. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New York, Yale University Press, New Haven y Londres.
- Pozzi, S. (2009). "Obama emprende la mayor reforma financiera desde la Gran Depresión", en *El País* (de España) [en línea], disponible en: http://www.elpais.com/articulo/economia/Obama/emprende/mayor/reforma/financiera/Gran/Depresion/elpepueco/20090618elpepieco_2/Tes, recuperado: 18 de junio de 2009.
- Randall, W. & Tymoigne, E. (2008). "Macroeconomics Meets Hyman P. Minsky: The Financial Theory of Investment", in: *Working Paper*, No. 543, september 2008. The Levy Economics Institute of Bard College.

Sarai, C. y Van Rixtel, A. (2008),
“La Financiación Estructurada y las
Turbulencias Financieras de 2007-2008:

introducción general”, en: Documentos
Ocasionales, Madrid: Banco de
España, No. 0808.