



— R E V I S T A —
**ESTUDIOS SOCIALES
CONTEMPORÁNEOS**

e-ISSN 2451-5965



Burbujas, financiarización y crisis sistémica*

**Bubbles, financialization and systemic
crisis.**

Guadalupe Huerta Moreno

Universidad Autónoma Metropolitana, México

mghmoreno@yahoo.com.mx

Enviado: 27/8/2018 - Aceptado: 2/2/2019

“Huerta Moreno, G. (junio de 2019). Burbujas, financiarización y crisis sistémica. En Revista de Estudios Sociales Contemporáneos N° 20, IMESC-IDEHESI/CONICET, Universidad Nacional De Cuyo, pp. 82-103”

* Investigación realizada bajo el auspicio del Departamento de Administración de la Universidad Autónoma Metropolitana-Azcapotzalco.

Resumen

En este trabajo se presenta un análisis de las transformaciones que en el capitalismo han dado origen a diferentes burbujas, particularmente, se hace referencia a tres de ellas: la asociada a la Gran Crisis de 1929, la que precedió a la Crisis Dot. Com y la vinculada con Crisis Hipotecaria de 2008-2009. Su revisión se hace considerando la evolución del patrón de acumulación capitalista, desde el capitalismo competitivo hasta la consolidación del capitalismo oligopólico, mismo que se acompañó del surgimiento de una nueva clase de rentistas cuyas actividades impulsaron cambios en el funcionamiento de los mercados por el uso incrementado de las innovaciones financieras. En ese contexto, las finanzas asumieron el control de la acumulación capitalista y subordinaron a su lógica de valorización al resto de los sectores generadores de crecimiento en las esferas de la producción y la distribución. Así, después de la crisis Dot.com, se indujo un ciclo de endeudamiento creciente en lo que se ha dado en llamar financiarización y que creó las condiciones para el estallamiento de la Crisis hipotecaria 2008-2009, misma que salto al sector real y produjo la crisis sistémica más importante desde la gran crisis de 1929.

Palabras claves: Capitalismo, Acumulación, Desigualdad, Innovaciones Financieras y Endeudamiento

Abstract

This paper presents an analysis of the transformations that have given rise to different bubbles in capitalism. In particular, three of them are considered: the one associated with the Great Crisis of 1929, the one that preceded the Crisis Dot. com and the one linked to the Mortgage Crisis of 2008-2009. For its revision, the evolution of the capitalist accumulation pattern is taking into account, from competitive capitalism to the consolidation of oligopolistic capitalism, which was accompanied by the emergence of a new class of rentiers that induced changes to international financial regulation that ended up affecting the functioning of practically all financial markets. At this point, the financialized stage of capitalism that created the conditions for the bursting of the 2008-2009 Mortgage Crisis was consolidated, which from the financial markets jumped into the real sector and produced the most important systemic crisis since the Great Crisis of 1929.

Keywords: Capitalism, Accumulation, Inequality, Financial Innovations and Indebtedness

1. Introducción

El capitalismo moderno, la etapa que abarca de la revolución industrial en el siglo XVIII hasta nuestros días, ha estado acompañado de diversas burbujas a las que han seguido crisis económicas de diferente magnitud. En el caso de la crisis de 2008-2009, y como resultado de la imbricación de mercados financieros y actividades especulativas, la burbuja inmobiliaria rápidamente se transformó en una crisis sistémica. A 10 años de su estallamiento, la recuperación económica mundial ha sido difícil en tanto la tasa de crecimiento mundial ha oscilado entre el 2.5% y 3%, con excepción de 2010 cuando el PIB global fue de 4.3%, después de una caída estrepitosa en 2009 cuando llegó al -1.7%. Ante la atonía económica¹, y sin hacer cambios de fondo al paradigma del libre mercado, la liquidez existente se viene reciclando en los circuitos y los mercados financieros internacionales, lo que al limitar el crédito para fines productivos impide alcanzar una recuperación económica sostenida y de largo plazo.

Las burbujas² no son sólo momentos de euforia irracional y fenómenos caracterizados por previsiones cuasi-generalizadas de un estado sobrecargado de confianza respecto de la “psicología del mercado”, sino subproductos de las transformaciones que el capitalismo, la producción y las finanzas experimentan a lo largo de los ciclos económicos y de los cambios en el patrón de la acumulación capitalista (Keynes, 1980; Kindleberger, 1991). Así, superada la fase del capitalismo competitivo y ante el surgimiento del capitalismo monopolista, entre finales del siglo XIX y el primer cuarto del siglo XX, se van a producir cambios que dieron paso a un capitalismo industrial de tipo oligopólico que concluida la Segunda Guerra Mundial se convertiría en motor del crecimiento global.

Posteriormente, las reestructuraciones productivas y comerciales en los mercados mundiales de los años sesenta y setenta del siglo pasado, sumadas a las reformas institucionales en los mercados financieros, hicieron que el capital industrial como capital oligopólico en pleno empezara perder peso relativo como eje dinamizador del crecimiento. Esto se produjo en presencia de un capital financiero que empezó a fortalecerse con la desestructuración en 1971 del sistema financiero internacional heredado de los Acuerdos de Bretton Woods de 1944, hecho que produjo un creciente desorden en los mercados cambiarios y en las condiciones del crédito internacional que afectó la planeación financiera de países y empresas. Así, las

¹ De la que quedaron excluidas las naciones que desde los noventa empezaron a mostraron altas tasas de crecimiento económico (China, India o Rusia) y que, a pesar de la crisis, mantuvieron un crecimiento que si bien es cierto fue menor no cayó a los niveles de países desarrollados en Europa o de los Estados Unidos de Norteamérica.

² Las burbujas y las crisis no pueden explicarse con los supuestos neoclásicos que consideran a bancos y otros agentes financieros como simples intermediarios que operan en mercados de fondos prestables perfectos que se equilibran instantáneamente con los movimientos de la tasa de interés, y donde el dinero es neutral. Tampoco, los modelos de mercados eficientes, en cualquiera de sus versiones, son útiles en la medida en que suponen que la actividad financiera se mueve en ciclos probabilísticamente regulares, pues ello es inconsistente con la realidad económica no-ergódica (Wicksell, 1893; Fama, 1970). En ese sentido, las propuestas teórico-analíticas más potentes para el estudio de los fenómenos aquí analizados se ubican en las corrientes heterodoxas (Marxista, Kaleckiana, Keynesiana y Postkeynesiana) donde la banca y el crédito son relevantes en la explicación de la actividad económica y el dinero es no neutral.

finanzas fueron superponiéndose al sector real de la economía hasta ubicarse en el centro de la acumulación capitalista, con lo que el capital financiero, actuando de forma cuasi autónoma, encontró que los beneficios empresariales se podían incrementar independientemente del crédito canalizado a la capitalización de las empresas.

Esa desestructuración fue seguida de oleadas de desregulación y liberalización financiera³ que favorecieron la conformación de intrincadas redes de intermediarios financieros nacionales e internacionales capaces de controlar una liquidez creciente que, administrada fuera de la producción, permitió que las funciones bancarias tradicionales para satisfacer la demanda de depósitos y el otorgamiento de créditos (en la forma de adelantos de capital) cedieran terreno a una gestión crediticia centrada en inversiones especulativas con valores respaldadas en activos de fácil negociación en carteras y fondos de inversión. Para el capital financiero, tales inversiones significaron la obtención de beneficios extraordinarios sin tener que invertir directamente en los activos fijos necesarios en las actividades productivas y/o distributivas. En este contexto, la financiarización brindó al capital una forma expedita, aunque no menos riesgosa, de obtener ganancias extraordinarias.

Estas ideas iniciales brindan el marco del presente trabajo, mismo que se divide en tres apartados. Después de la introducción, en el primer apartado se revisa cómo en el tránsito del capitalismo monopolista al capitalismo oligopólico transnacionalizado se produjeron, entre otras, dos burbujas significativas en momentos particulares de la evolución del capitalismo: la Gran Crisis de 1929 y la crisis Dot.com. En el segundo apartado, se expone desde la reflexión de distintos economistas heterodoxos el término de financiarización, concepto central de la discusión económica del capitalismo contemporáneo, y que como proceso se manifiesta por la superposición de las finanzas al sector real de la economía, el uso incrementado del capital ficticio y el apalancamiento de prácticamente todos los sectores (gobierno, empresas, familias). Financiarización que en el terreno práctico creó las condiciones para un endeudamiento masivo que llevó al estallamiento de la burbuja inmobiliaria de 2008-2009, a la que siguió la crisis sistémica más importante después de la Gran Crisis de 1929. Al final se presentan breves conclusiones.

2. Las transiciones del capitalismo y las burbujas

2.1 La consolidación del capitalismo monopólico y la burbuja de 1929

Uno de los principales cambios en el capitalismo sucedió en la transición del capitalismo competitivo al capitalismo monopólico. El primero, se caracterizó por la

³ Esto llevó a la privatización del crédito internacional que se canalizó principalmente a América latina y dio origen a la crisis de la deuda externa de los años ochenta en la región. En los noventa se produjeron diferentes crisis. La más relevante, la llamada "Crisis Tequila" empezó a finales de 1994 en México, le siguió la crisis asiática de 1999, que tuvo réplicas en el mercado ruso y en los mercados financieros de América del Sur. En general, estas crisis fueron del tipo doble: cambiarias y bancarias.

libre competencia de capitales industriales que, en la forma de empresas individuales atomizadas, buscaban controlar nuevos espacios económicos y mercados a través de ingentes inversiones en capital físico y el desarrollo de nuevas técnicas productivas. En términos organizativos una característica central de esta fase es que la figura del empresario y el propietario se funden en una unidad personal que se encarga de la gestión y las inversiones de la empresa, mientras que el capital dinerario invertido regresa por pleno derecho en la forma de los beneficios obtenidos por la venta de las mercancías. La competencia entre capitales industriales estaba restringida a los mercados nacionales y sus límites los marcaba la cuantía del capital que poseía cada empresario, lo que obstaculizaba la expansión de las actividades empresariales no sólo en relación con la inversión o la capacidad productiva sino también en cuanto a su potencial comercial para abarcar nuevos mercados (Hilferding, 1971). Atrás quedaron los talleres y lo que predomina son las factorías o las incipientes sociedades por acciones que al poder acceder a mayores montos de capital monetario comenzaron a escalar su tamaño hasta convertirse en monopolios.

Sin embargo, ello requirió la separación de las funciones de productor y propietario, es decir, el capitalista industrial -empresario en activo- que está al frente de la producción y el capitalista monetario -accionista- que recibe una renta de la parte alícuota de acciones que controla. En su versión más refinada, el capitalista monetario -rentista- únicamente aporta capital monetario y en contrapartida recibe intereses. La ventaja para los capitalistas monetarios es que mientras en una empresa individual el propietario pone todo el capital y controla íntegramente la empresa, en las sociedades por acciones los capitalistas monetarios solo requieren “una tercera o cuarta parte del capital” para ejercer el control sobre la gestión y las funciones productivas de la empresa. Pero, la nueva forma de organización empresarial requería una institución en la que pudieran negociarse los títulos accionarios, lo que hizo que las Bolsas de Valores se impusieran como mercados para el comercio de títulos. Los cuales no se limitaron a títulos con interés -títulos de renta variable- pues con la colocación de valores gubernamentales en Bolsa los gobiernos también accedieron a capital dinerario- títulos a interés fijo- que se sumó a los fondos públicos. Visto en perspectiva el desarrollo del mercado de títulos capitalizados sería uno de los primeros pasos para el desarrollo de la especulación bursátil.

Aunque el crédito bancario había aparecido varios siglos antes del periodo analizado, la lucha por ensanchar las opciones de intercambio comercial llevó a las empresas a incrementar su producción, lo que requería tamaños de planta y escalas de producción que ya no correspondían a las empresas cuyo espacio de reproducción eran las economías nacionales, por lo que en la transición del capitalismo competitivo al capitalismo monopolista se demandaron montos crecientes de capital dinerario. Estos llegaron con la asociación entre las grandes empresas por acciones y los bancos de inversión que pusieron a disposición de las primeras las sumas de capital monetario que, en la forma de crédito, aceleró la monopolización en la industria y el comercio, y permitió a los agentes vinculados a la banca transmutarse en capitalistas financieros. El crédito jugó un doble papel: permitió aumentar las inversiones de las empresas en activos fijos y/o tecnología al tiempo en favoreció la capitalización empresarial porque las utilidades derivadas de los préstamos pudieron convertirse en emisiones accionarias destinadas a incrementar el capital social de las compañías (Cameron, 1974; Kindleberger, 1988; Mántey,

1997). Esto se produjo en un momento en el que las oportunidades comerciales en el exterior incentivaron a las empresas a fusionarse para poder competir por los mercados internacionales, lo que originó una centralización de capital sustentada en la creación de holdings con mayor capacidad para allegarse recursos de nuevos inversionistas.

En el primer cuarto del siglo XX, el aumento del comercio, la expansión económica de los países más avanzados (Estados Unidos en América e Inglaterra y Francia en Europa) y la necesidad empresarial de mantener los beneficios extraordinarios crearon el ambiente especulativo propicio para el estallamiento de una burbuja financiera de gran magnitud. No es sólo que la avaricia llevara a una compra de títulos irracional que empuja el precio de las acciones al alza cuando los agentes económicos esperan que la bonanza previa a la crisis continúe, o que los Estados desearan seguir colocando valores gubernamentales en mercados boyantes donde la demanda de títulos supera a la oferta, sino la creación de expectativas de ganancia superiores a las normales. Es decir, cuando la compra de valores de compañías con potencial de negociación, a precios por encima de los valores en libro, envía la señal para mantener rondas consecutivas de adquisiciones con fines especulativos en los mercados de valores. Un elemento relevante aquí es que ello sucedió después de un período de expansión crediticia y del desarrollo de mecanismos institucionales de administración de crédito y de las tasas de interés.

Por una parte, los trust o bancos de inversión promovían el crédito para la inversión en compañías bien asentadas y con historial productivo y comercial. Por otra parte, bancos centrales cuya política era básicamente dejar al mercado de valores operar libremente bajo el supuesto de que el ajuste entre la oferta y la demanda de valores aseguraría lo que se consideraba la mejor asignación de recursos entre las diferentes alternativas de inversión. Donde, además, las operaciones de redescuento proporcionaban a bancos comerciales y de inversión liquidez que se transformaba en nuevos créditos, en un momento en que la rentabilidad de las inversiones superaba los costos de recurrir al financiamiento de los bancos centrales.

A finales de la segunda década del siglo pasado, y apoyados en esos mecanismos, los agentes económicos ávidos de capital dinerario accedieron a una liquidez que canalizada a la compra de acciones generó una burbuja especulativa donde había un “divorcio casi completo entre el volumen de los valores corporativos en circulación y los activos realmente existentes” (Galbraith, 2013, 63). El estallamiento de la burbuja que originó la crisis de 1929 evidenció tres problemas inmediatos: primero, que el alza desordenada de los precios de las acciones bursátiles no tenía relación con la producción, la inversión o los expectativas de beneficios reales de las empresas; segundo, que se requerían enormes inyecciones de liquidez para mantener a flote a empresas y bancos de inversión altamente endeudados y, tercero, que la liquidez no existía porque se había esfumado de los mercados financieros en la especulación previa al deslome del precio de las acciones y el estallamiento de la crisis (Pavanelli, 2001). Sus secuelas fueron la quiebra masiva de empresas productivas y comerciales, bancos, así como la caída de la inversión y aumento sustancial del desempleo y de la pobreza. La drástica reducción de la demanda efectiva afectó también el comercio internacional con lo que la crisis se transfirió al resto del mundo desarrollado. En Europa los más afectados fueron Alemania y Austria y, en menor medida, Inglaterra y Francia, en América Latina se vieron en la reducción de los precios de las materias primas, productos esenciales de la balanza comercial de la región con la economía norteamericana.

Como describe Mott (2011), parte de la salida a la crisis del 29 llegó con reformas al marco institucional del sistema financiero. Se impuso la separación de la banca comercial y de la banca de inversión, se volvió más estricta la regulación de las tasas de interés y se creó, lo era visto como una pieza de regulación clave para asegurar la solvencia de las instituciones financieras, el seguro de depósitos. Para evitar que se creara un sistema de grandes bancos, con la “Banking Act” o Ley Glass-Steagall de 1933 se limitó la expansión de las instituciones financieras entre los estados de la Unión Americana. Así, la crisis impulsó el diseño de un marco institucional orientado a ejercer un mayor control sobre el sistema financiero, reducir los espacios para la especulación y ajustar su operación a los requerimientos financieros de actividades vinculadas al desarrollo en la industria, la agricultura y el comercio.

El debate económico lo ganaron las políticas keynesianas, o del lado de la demanda, que se impusieron al liberalismo económico hasta entonces dominante. Por lo que para estimular las actividades económicas y revertir la deflación producida después del crack, el Estado asumió el eje de la acumulación capitalista y la ampliación de sus actividades e inversiones (infraestructura, creación de empresas públicas y prestación de bienes y servicios públicos) tuvo un efecto directo en la propensión marginal a consumir que mejoró la demanda efectiva. Al mismo tiempo, y para profundizar la distancia con las políticas de *laissez faire*, se impulsaron diversas estrategias de protección comercial.⁴

2.2 Del capitalismo oligopólico a la burbuja Dot.com

Después de la 2ª Guerra Mundial se renovaron los esfuerzos para reconstruir las bases de la acumulación mundial y elevar los beneficios empresariales. El Estado intervino de manera directa en la economía y se abocó a reconstruir con políticas monetarias y fiscales expansivas la infraestructura económica y las capacidades productivas dañadas durante el conflicto armado. En paralelo, se impusieron programas de protección social e incrementos salariales –vía mejoramiento de la masa salarial- que aseguraran el consumo sostenido de las clases media y trabajadoras en un esfuerzo por fortalecer los mercados y estimular la producción para ampliar los intercambios comerciales, primero de manera intrarregional y después mundial.

La dinámica productiva se apoyó en una nueva estructura empresarial y en la internacionalización de la producción. Las empresas se convirtieron en transnacionales que ampliaron sus mercados mediante dos estrategias básicas: por una parte, con filiales que en la forma de unidades productivas descentralizadas tuvieron acceso a mercados que brindaban materias primas baratas y regulaciones laxas, por otra, con la deslocalización productiva y la construcción de cadenas de valor globales diversificaron geográficamente el valor agregado de sus productos y expandieron el comercio internacional. Esto dio un nuevo carácter a la acumulación y la valorización del capital que de los mercados nacionales pasó al ámbito internacional y consolidó la tendencia hacia la oligopolización de las estructuras productivas (Avendaño y Roark, 2010; Romero y Vera, 2014; Levy y López, 2013). La deslocalización de la producción se apoyó en los avances tecnológicos y en los

⁴ Políticas económicas del New Deal.

procesos de concentración y centralización de capitales previos que aseguraron a las grandes empresas el control de las actividades comerciales y las inversiones transfronterizas, con una gestión de la producción que transitó de la estrategia de “crecer y retener a la de empequeñecer y distribuir” (Lazonick and O’Sullivan, 2000).

El orden monetario y el soporte financiero internacional estables lo brindó el sistema heredado de los Acuerdos de Bretton Woods de 1944, éste estaba basado en una estructura de administración de tasas de interés y tipos de cambio prácticamente fijos que, con el dólar como eje, estabilizó las finanzas internacionales y permitió, hasta principios de los años setenta, una planeación financiera empresarial y gubernamental sin sobresaltos (BIS, 2015). Esto fue fundamental en la etapa de expansión de un capitalismo cuyas bases de acumulación estaban en la producción y la distribución.

A diferencia de lo sucedido en el siglo XIX, la separación de la propiedad respecto de administración no sólo es la regla en la empresa capitalista, sino que contribuyó al desarrollo de los mercados financieros por dos razones fundamentales. Primera, porque las fuentes internas de ingresos –retención de utilidades– quedan en segundo plano ante la posibilidad de acceder a capital dinerario de largo plazo –de la banca y del mercado de valores– en los volúmenes requeridos para la expansión transnacional de los oligopolios y favorecer la internacionalización de los capitales financieros. Segunda, porque las necesidades de fondeo y de acceso a nuevo capital van a motivar un uso creciente de innovaciones financieras –de procesos y productos– de diferente grado de liquidez, maduración y riesgo.

En las últimas tres décadas del siglo XX y ante una globalización financiera arrolladora se va producir una lucha frontal por la distribución del excedente que, bajo los postulados de la gobernanza corporativa, ganará el capital frente al trabajo y dejará la gestión empresarial a cargo de una nueva clase de directores ejecutivos que verán disparados sus salarios y compensaciones (incentivos de largo plazo, bonos y premios en acciones, etcétera) como resultado de sus estrategias para maximizar las ganancias de capital en los circuitos financieros. La creciente asimetría económica entre los principales factores de la producción se reflejará en una mayor concentración de la riqueza y una creciente desigualdad social, ambas estarán asociadas a formas de contratación laboral ultra flexibles que minaron la capacidad de negociación colectiva del trabajo frente al capital (Piketty, 2014; Mishel and Schieder, 2018; Ellison, 2018).

Esta fase del capitalismo llamado genéricamente neoliberal por sus raíces en el monetarismo y en el conservadurismo político, se observarán importantes transformaciones comerciales, tecnológicas y financieras. Se impuso la idea de que la apertura de los mercados a la inversión extranjera y el ensanchamiento del comercio tendrían diversos beneficios: mayor crecimiento económico y el mejoramiento en las condiciones de vida de la población de los países, sobre todo de los más pobres; la reasignación de recursos entre los sectores importadores y exportadores que mejoraría los saldos en las cuentas externas; además, de acceso a una diversidad de bienes y servicios (Matusz and Tarr, 1999; Dollar and Kraay, 2001). Sin dejar de lado, que un intercambio comercial incrementado contribuiría a la difusión del progreso técnico entre segmentos de empresas y aceleraría el desarrollo de innovaciones tecnológicas que las ayudarían a posicionarse en los mercados y las cadenas de valor globales. Por su parte, con los avances en la

informática las redes tecnológicas se convirtieron en herramientas fundamentales en la conexión entre plazas financieras, pero también para que el comercio se pudiera desarrollar entre mercados distantes a través de sistemas tecnológicos creados para facilitar los pagos de transacciones e inversiones internacionales.

En el campo financiero, la desregulación y liberalización financieras –la eliminación de los controles de tasas de interés, a las restricciones para la realización de inversiones financieras transfronterizas y la apertura de las cuentas de capitales– de principios de los setentas, sumadas a las innovaciones financieras van a marcar un punto central de la reestructuración del sistema monetario y financiero internacional que anclará la acumulación capitalista a las finanzas en detrimento del capital productivo y comercial. Esto va a modificar no sólo las estrategias de financiamiento empresarial, sino que hará que la dinámica de la acumulación y la evolución del ciclo económico se sujeten a la operación de los sistemas financieros en períodos de fluctuación e inestabilidad cada vez más cortos (Davis and Steil, 2001, Grahl, 2001).

Dos burbujas significativas de este período –por sus características, impactos y vinculaciones con los nuevos desarrollos tecnológicos y las innovaciones financieras– son, por una parte, la conocida como Dot.com, directamente emparentada con el auge de las Tecnologías de la Información y la Comunicación (TIC's) y, por otra, la burbuja inmobiliaria de 2008-2009 que de sector financiero saltó al sector real afectando a prácticamente todo el mundo desarrollado. En la primera, la conjunción del desarrollo de la informática, la microelectrónica y el trabajo en redes interconectadas tecnológicamente promovió el desarrollo de las telecomunicaciones y de negocios con activos intangibles relacionados con el procesamiento de información que no requerían de matrices operativas apoyadas en grandes volúmenes de activos fijos (Bordo, et al, 1999, Pampillón, 2001). Estos negocios se apuntalaron por las oleadas de desregulación económica, el auge en el comercio global, el creciente acceso a la Web y el libre movimiento de capitales, factores que apoyarían el surgimiento de empresas de servicios tecnológicos, las cuales vieron su mayor crecimiento entre 1997 y 2001.⁵ En ese contexto, los capitales ávidos de nuevas oportunidades de inversión en sectores no tradicionales de la manufactura o las industrias extractivas popularizaron el concepto de “sociedad de la información”, que diseminó la idea de que era posible una acumulación de capital a partir de la realización de beneficios futuros basados en el crecimiento sostenido de la demanda de servicios de las empresas tecnológicas, lo que elevó las cotizaciones de las empresas del sector y marcó el inicio de la burbuja Dot.com.

Hacia 2001, la sobrevalorización contable de las empresas del sector frente a la caída de la demanda de sus servicios, llevaron a la venta masiva de acciones de compañías tecnológicas, de lo que se derivó que, entre marzo de 2000 y octubre de 2002, el Nasdaq perdiera el 74% de su valor. La burbuja se había nutrido por la entrada al mercado de empresas que no sólo no estaban preparadas para competir en un mercado que rápidamente se había saturado, sino que al amparo de la desregulación financiera se habían endeudado basando sus expectativas de ingresos futuros más en las ganancias especulativas que podrían obtener por el alza de las cotizaciones de sus valores bursátiles, que en los márgenes de rentabilidad

⁵ La Telecommunications Act of 1996 permitió la creación de corporativos y subsidiarias de empresas servicios tecnológicos, equipos y software a los que se les restringió al mínimo la regulación operativa y de inversiones.

directamente asociados a sus posibilidades temporales y reales para crear nuevos desarrollos tecnológicos. Esta crisis marcó el fin de un periodo de auge de negocios no tradicionales que dependen del comportamiento de flujos de caja sostenidos contablemente no por activos físicos sino por expectativas de demanda que pueden ser de difícil realización.

La quiebra de muchas empresas del sector fue seguida de diversas fusiones y adquisiciones que aumentaron de forma considerable el tamaño y el poder económico de las que sobrevivieron.⁶ Al mismo tiempo, y en ante una baja inflación, la Reserva Federal mantuvo la política de reducción de tasa de interés con el objetivo de atenuar los problemas de endeudamiento de las empresas del sector tecnológico y reactivar el crecimiento económico afectado por el estallamiento de la burbuja Dot.com (Mandel, 2001; McAleer, et, al. 2016). La política de bajas tasas de interés se mantendría casi hasta mediados de la década del 2000 y fue uno de los factores que contribuyeron al desarrollo de una nueva burbuja, más devastadora que cualquiera que se haya visto después de la crisis de 1929.

3. Financiarización, burbuja inmobiliaria y crisis sistémica

3.1 El fenómeno de la financiarización y la gran crisis de 2008

El concepto de Financiarización es uno de los términos sobre los que más se ha escrito por lo menos en las últimas cuatro décadas desde los enfoques económicos heterodoxos, está inserto en la etapa del capitalismo en la que se ha expresado el predominio de las finanzas sobre la producción y la circulación. Como fenómeno económico de la globalización neoliberal fue evolucionado hasta fortalecerse en la medida en que el centro de la acumulación capitalista se movía de las actividades productivas hacia las finanzas. Sin embargo, la superposición de sector financiero sobre las actividades reales no fue una sacudida rápida, su desarrollo fue antecedido por importantes modificaciones en el patrón de acumulación capitalista y en las relaciones sociales que le son consustanciales (Morera, et al, 2011).

En ámbito de la producción se consolidaron los oligopolios transnacionalizados tipo holdings cuyas matrices se ubican en países desarrollados o en economías emergentes de potencial de crecimiento, con estructuras de propiedad altamente concentradas e importantes vínculos comerciales y productivos intra-firma de carácter horizontal a través de filiales en diferentes países. Los gobiernos corporativos de las grandes empresas en la industria, el comercio o los servicios establecieron políticas de gestión que modificaron las relaciones sociales de la etapa del capitalismo previa. Por una parte, la divergencia que se produjo entre los intereses de los accionistas (shareholders) y los directores ejecutivos cuando se incorporó a la estructura de sueldos y compensaciones de los segundos títulos financieros o acciones de las propias empresas (stock options) alentó una gestión empresarial orientada a lograr el incremento del valor de mercado de las empresas, independientemente de sus objetivos productivos o comerciales. Esto aumentó la influencia del capital rentista en las estrategias de maximización de las ganancias de los holdings y, con ello, creció la importancia de las operaciones financieras y la toma

⁶ De 207 empresas tecnológicas existentes en el momento de mayor auge del mercado tecnológico, únicamente quedan 30.

de riesgos por parte de los administradores en detrimento de los intereses de los dueños (Booth, 2003; Zhang, et al, 2008). Por otra, en la últimas cuatro décadas y con mayor profundidad desde finales de los años noventa del siglo pasado comenzó a observarse que:

...la renta que acaba en manos de los trabajadores y trabajadoras en forma de salarios es cada vez más pequeña, en términos relativos, frente a la creciente proporción de renta destinada a retribuir el capital -dividendos, intereses y los beneficios retenidos por las empresas-. Entonces, mientras a nivel global la productividad aumentó en casi un 18% entre 1999 y 2013, los salarios reales lo hicieron en poco más del 6% (OXFAM, 2016: 2).

Esto ha tenido varias implicaciones. Primera, que las retribuciones al capital se hacen en detrimento de los salarios –ingreso fundamental de los hogares- lo que ha agudizado la inequidad entre las clases sociales; segunda, que con menores ingresos salariales se redujo el bienestar social y el consumo de los trabajadores tuvo que sostenerse con un endeudamiento creciente; y, tercera, que la clase trabajadora se vio enfrentada en una lucha desigual no sólo con el capital productivo sino con una nueva clase rentista integrada por los financistas y los directores ejecutivos de las grandes corporaciones (OIT, 2017).

En el ámbito financiero institucional, la desestructuración en 1971 de la arquitectura financiera internacional condujo a la adopción de sistemas de tasas de interés y de tipos de cambio flotantes que sustituyeron al régimen administrado previo, lo que condujo a una mayor fragilidad en las relaciones y las finanzas internacionales. Aquí, las transformaciones se impulsaron a partir de la idea de que la regulación era una limitante al movimiento de capitales entre países, plazas e instrumentos financieros, por lo que se llevaron a cabo reformas de mercado para flexibilizar o eliminar las barreras regulatorias que impedían a los capitales moverse libremente. Estas fueron apoyadas por el Consenso de Washington (Williamson, 1989) porque entre sus recomendaciones, la desregulación y la liberalización financieras son consideradas como indispensables para el desarrollo de mercados eficientes. Las reformas de mercado modificaron el funcionamiento de las finanzas internacionales e intensificaron el movimiento de capitales en búsqueda por opciones de inversión altamente rentables en los circuitos financieros, lo que afianzó una valorización del capital que supeditó al resto de los sectores económicos a la lógica de la rentabilidad financiera. Sin embargo, la eliminación de la regulación no sólo fortalece las estructuras oligopólicas en los mercados financieros y agudiza su interdependencia haciéndolos más volátiles y, por lo tanto, propensos a crisis recurrentes y de mayor severidad, sino que magnifica el poder de los grupos económicos vinculados a las finanzas que están interesados en la realización de inversiones especulativas que pueden afectar la estabilidad económica de los países (Taylor y Eatwell, 2005).

Otra de las grandes transformaciones en el funcionamiento de los mercados financieros globalizados llegó con la creciente importancia de las operaciones de los inversionistas institucionales.⁷ A diferencia de los inversionistas individuales, cuyo

⁷ Fondos de pensión, compañías de seguros, fondos de inversión (fondos mutuos), bancos de inversión, fondos de cobertura, fondos soberanos.

principal objetivo es acrecentar una riqueza invirtiendo el ahorro personal en carteras compuestas acciones, instrumentos de deuda y/o algún otro instrumento financiero, los inversionistas institucionales son inversionistas colectivos que por cuenta de terceros administran fondos y negocian grandes paquetes de acciones y valores en los mercados de dinero y de capitales (Papaioannou, et al. 2013; Çelik and Isaksson, 2014). Su capacidad disruptiva se deriva de los grandes volúmenes de activos que manejan y de la rapidez con que pueden mover capitales de una plaza otra, porque a partir de ello son capaces de modificar el valor de mercado de los activos de sus carteras e inducir salidas de capitales cuya magnitud afecta el comportamiento de los tipos de cambio, lo que les permite influir en las políticas monetarias y financieras de los países. Esto es más que evidente si se toma en cuenta que mientras en 2005 el volumen global de activos administrados por los inversionistas institucionales fue de 46 mil millones de dólares, en 2017 ese volumen había aumentado a 78 mil millones de dólares, lo que sumando al carácter pro-cíclico de sus inversiones magnifica los problemas de inestabilidad en los mercados financieros y la economía mundial (BIS, 2007; UNCTAD, 2017).

Frente a todos esos cambios y en plena reflexión sobre las nuevas formas de operar del capitalismo, Sweezy (1994) señalaba en referencia a lo ocurrido desde los años setenta del siglo pasado, cómo las modalidades de la acumulación habían cambiado desde que la superestructura financiera se ubicó por encima de la economía mundial, hecho que rompía con el papel tradicional que las finanzas habían tenido como soporte del sector real, y se preguntaba si la expansión financiera, ya operando en redes globales de mercados financieros interconectados, podía alimentar no sólo a una economía real saludable sino a una estancada. Para Toporovski, la financiarización se refiere “al incremento del valor del sector financiero de la economía (banca y finanzas) en relación con el valor del resto de la economía” (2000: 141). Epstein, define la financiarización como la expresión de “la creciente importancia de los intereses financieros, los mercados financieros y los agentes e instituciones financieras en el funcionamiento de las economías nacionales e internacional” (2005:3). Para Bellamy y Magdoff, el capitalismo actual no se puede entender sin tomar en cuenta que “la mayor fuerza compensatoria de la últimas tres décadas es la financiarización...misma que se manifiesta en el crecimiento de la deuda respecto al PIB (2009:30). Lapavitsas entiende a la financiarización como “la transformación sistémica de la economía capitalista, la cual gira en torno al sistema financiero e implica la creación de nuevas fuentes de ganancias” (2011:75).

En la víspera de la crisis de 2007-2009, Palley mencionaba que la financiarización:

es un proceso mediante el cual mercados financieros, instituciones financieras y élites financieras adquieren una influencia enorme sobre la política económica y los resultados económicos. La financiarización transforma el funcionamiento del sistema económico en los niveles macro y micro...Sus impactos principales son 1) incrementar el significado del sector financiero en relación con el sector real, 2) transferir ingresos del sector real al sector financiero y, 3) contribuir a incrementar la desigualdad de ingresos y el estancamiento salarial (2007:2).

Esta es la misma línea argumentativa de Stockhammer, quien asegura que la financiarización está asociada con:

un régimen de acumulación dominado por las finanzas” con raíces microeconómicas, pero también con elementos macroeconómicos que no hay que pasar por alto. En la parte microeconómica resalta que la financiarización ha transformado cómo los actores económicos se observan a sí mismos (familias, trabajadores, empresas e instituciones financieras), las metas que persiguen y las restricciones que enfrentan. Mientras que, en la parte macroeconómica, considera que las transformaciones no han sido menores pues las economías están crecientemente dirigidas por el precio de los activos financieros, los bienes raíces y el servicio de las deudas (2012:40).

Muchas otras reflexiones se han expresado en torno a la financiarización, como término económico y como proceso, y lo que quedó en el centro de la discusión es que el capitalismo, ahora capitalismo financiarizado, había encontrado una forma de asegurar beneficios para una clase rentista que no dependía de la producción ni la circulación sino de la compra-venta de títulos que no necesariamente significarían adiciones a la formación bruta de capital, sino una fuente de ganancias vinculada a una liquidez que se movía de manos en los circuitos financieros en un momento en que las finanzas habían adquirido una autonomía nunca antes vista. En esas condiciones, al ampliarse los espacios para la utilización del capital-dinerario en actividades especulativas se produjo la crisis más devastadora desde la gran depresión de 1929, cuyos canales de transmisión en la industria y el comercio la convirtieron en una crisis sistémica que afectó, con diferente grado de profundidad, a países desarrollados y en desarrollo.

3.2 La Burbuja inmobiliaria y la crisis sistémica

Hablar de la burbuja inmobiliaria de 2008-2009 pasa por considerar la dinámica del nuevo régimen de acumulación del capitalismo financiarizado. En esta se expresa una relación social que involucra al ámbito de la producción en una condición subordinada a las finanzas, y donde el reparto del valor generado entre capitalistas y asalariados es totalmente asimétrico. Ello, además de modelar las características y composición de la demanda efectiva, frente a una clase privilegiada capaz de obtener ganancias por operar instrumentos de inversión en redes financieras cada vez más disociadas del sector real, reprodujo las contradicciones sociales de forma ampliada y creó una peligrosa inestabilidad financiera y económica. En ese contexto, la pérdida de participación del trabajo en la renta mundial observada desde los años ochenta del siglo pasado resultó en una austeridad que hizo que el consumo de las clases medias y trabajadoras tuviera que apoyarse en un endeudamiento sin precedente (Harrison 2002; ILO, 2008; FMI, 2017, Doan and Wan, 2017).

Ahora bien, la subordinación de los capitales industrial y comercial al capital financiero puso de manifiesto dos fenómenos: la existencia de una sobreacumulación de capital dinerario en busca de opciones de ganancia rápida y que los beneficios empresariales de las actividades productivas aparecieron como menos rentables frente a las diferentes alternativas de inversión financiera (Chesnais y Plihon, 2003). Ambos fenómenos se retroalimentaron en la medida en que la concentración y centralización de capitales a nivel mundial aceleró la consolidación de grandes corporaciones ubicadas en las cadenas de valor globales que vieron

en las inversiones financieras una alternativa para compensar sus ingresos y/o incrementar su rentabilidad. Lo anterior requirió de un entramado legal que asegurara que la liquidez podría moverse de una plaza financiera a otra, de un instrumento financiero a otro. En este caso, el corrimiento institucional en los mercados financieros hacía una regulación laxa masificó el uso de innovaciones financieras que liberaron el movimiento de capitales y, al mismo tiempo, sirvieron para eludir la supervisión prudencial respecto de la toma de riesgos operacionales, de crédito o de mercado

De ahí, la popularización del empaquetamiento de valores –titularización o securitización- y la utilización de instrumentos financieros derivados –opciones, futuros, forwards y swaps -. Mediante la titularización se integran paquetes (compuestos por valores con activos subyacentes, cuentas por cobrar o deudas generadoras de ingresos) de instrumentos financieros negociables (incluyen capital e intereses) en los mercados de capitales que sean atractivos para los diferentes inversionistas: individuales o institucionales, intermediarios financieros o empresas no financieras. El inversionista adquiere un derecho de pago sobre una promesa que se relaciona con el flujo de recursos asociado al activo subyacente, el emisor obtiene liquidez más rápido que en otro tipo de financiamiento y el intermediario financiero incorpora activos de rápida negociación a sus hojas de balance (Morrison, 2005; Duffie, 2008). En el caso de los instrumentos financieros, aumentaron las operaciones con derivados, los cuales originalmente tenían fines de cobertura para la transferencia y diversificación de riesgos de actividades productivas o agrícolas, pero que a partir de los años noventa se emplearon cada vez más con fines especulativos. Estos se incluyen en contratos donde las partes pueden acordar o no una fecha para hacer efectiva la transacción (como en las opciones) y su valor está vinculado al comportamiento futuro del precio del activo subyacente ya sea una hipoteca, un índice, una mercancía o un valor financiero negociable. De ahí que, variaciones en los precios o los flujos de efectivo de los activos subyacentes se traducen en modificaciones en el valor del derivado y un potencial de ganancia (aunque también de pérdida) para los inversionistas que quieren beneficios extraordinarios por las correcciones en los precios de activos, tasas de interés o tipos de cambio.

Entonces, con la titularización, las deudas hipotecarias de diferente tipo y riesgo se incorporan en paquetes conformados por derivados que incluyeron obligaciones de deuda colateralizadas (Collateralized Debt Obligation) con valores respaldados por activos e hipotecas (Asset Backed Securities y Mortgage Backed Securities), que a su vez se garantizan con permutas de incumplimiento crediticio (Credit Default Swaps). Estos últimos son contratos sobre los préstamos hipotecarios y operan como seguro. Es decir, garantizan al inversionista que adquiere la permuta una determinada cantidad en caso de que el activo subyacente pierda su valor, o que los flujos de efectivo del mismo no se materialicen debido al incumplimiento de pago de los créditos hipotecarios.

Como ya se mencionó, desde los años noventa y particularmente en década del 2000, se conjuntaron diferentes factores que condujeron, primero, a la burbuja hipotecaria y, después, a la crisis sistémica. A las transformaciones institucionales en el campo financiero de las décadas pasadas y al auge de las innovaciones financieras se sumó la caída de la participación del salario en el producto global. Además, la creciente centralización y concentración de capitales se produjo en un contexto de crecimiento lento del PIB mundial de alrededor del 2.8 % en promedio

entre 1990 y 2000, lo que coincidió con los esfuerzos de la Reserva Federal para sostener el consumo de los hogares después de la crisis Dot.com. Con bajas tasas de inflación y un crecimiento de 3.3% en promedio en Estados Unidos, la Reserva Federal mantuvo una política monetaria expansiva que presionó a la baja las tasas de interés reales y fomentó la adquisición tanto de bienes de consumo duradero como de hipotecas para la compra de viviendas en sectores de bajos ingresos (Gráficas 1 y 2).

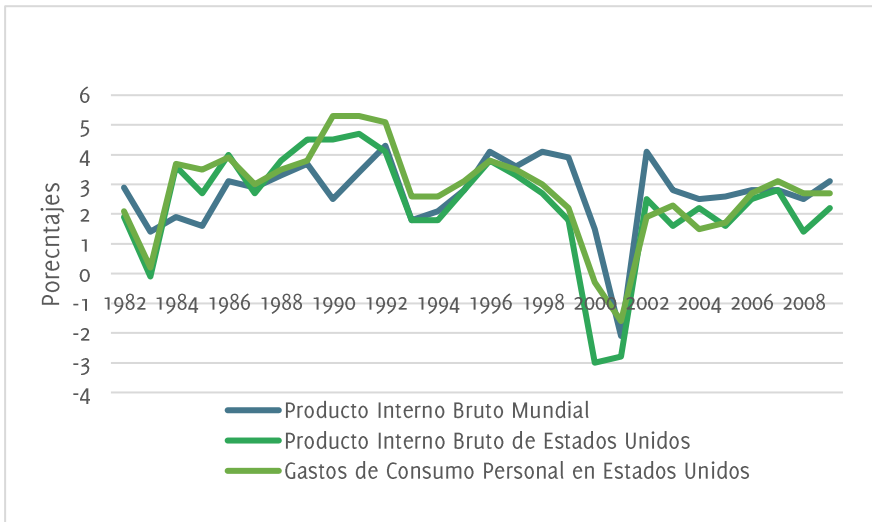


Gráfico 1: Tasas de Crecimiento
Fuente: Elaboración propia con base en The World Bank Data y Economic Report of The President.

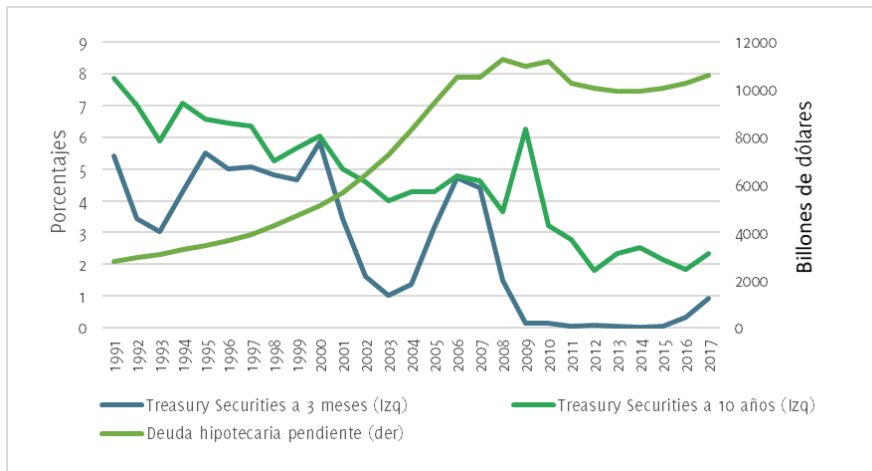


Gráfico 2: Tasas de interés y deuda hipotecaria pendiente. Residencias de 1 a 4 familias
Fuente: Elaboración propia con base en The World Bank Data y Economic Report of The President.

En paralelo, a los bancos de inversión, que se encargarían de empaquetar los valores respaldados por hipotecas y colocarlos entre inversionistas institucionales,

se les permitió aumentar sus niveles de endeudamiento⁸ y asociarse patrimonialmente con bancos comerciales e hipotecarios con los que promovieron la adquisición de hipotecas. En las condiciones de bajos ingresos salariales de la clase media baja y la clase trabajadora, esas hipotecas no se destinaron al segmento de los clientes bancarios más solventes y seguros del rango *prime* sino en el segmento *subprime*, de baja calidad crediticia donde los márgenes de seguridad respecto de la capacidad de pago de los prestatarios son menores y, por lo tanto, los riesgos de crédito más altos.

En el transcurso del boom inmobiliario, los paquetes de deudas respaldadas con hipotecas se volvieron atractivos en tanto el precio de las casas fue en aumento y las tasas de interés se reducían, por lo que las compañías de seguros y otros inversionistas institucionales las incluyeron como parte de sus fondos y carteras de valores negociables. Con un mercado financiero operando regularmente, la red de intermediarios financieros se sostuvo por los flujos de efectivo generados por los activos subyacentes –las viviendas– de los préstamos otorgados por las compañías hipotecarias. Las grandes agencias calificadoras (Fitch Ratings, Standard & Poor's y Moody's) jugaron un papel central en esta burbuja porque al subvaluar los riesgos de crédito de las hipotecas *suprime* enviaron el mensaje a los diferentes actores económicos y financieros de que el mercado seguiría creciendo, y que los inversionistas adquirirían más paquetes de deudas titularizadas. Con ello promovieron la idea no sólo de que el mercado financiero operaría establemente de manera indefinida, sino también que la liquidez estaría disponible y podría distribuirse sin contratiempos entre todos los participantes de la burbuja (Verona y Déniz, 2011).

Sin embargo, en 2005 la Reserva Federal empezó a incrementar las tasas de interés y en 2006 la tasa real anual se ubicó en 2.8%, para casi duplicarse en 2007 cuando llegó a 4.7%, y un año después se había elevado a 5.2%. Estos aumentos incrementaron los pagos de las viviendas, lo que impidió a los deudores de alto riesgo adquirir nuevas líneas de crédito o refinanciar sus deudas, los créditos se volvieron impagos y una vez que se desplomó el precio de las viviendas se generalizó la desconfianza entre los participantes en el mercado. En este punto, la liquidez en el interbancario y en los mercados secundarios, necesaria para operación regular del mercado financiero, se esfumó dejando tras de sí una ola de desalojos y casas abandonadas, pero también agencias gubernamentales hipotecarias, empresas constructoras e intermediarios bancarios y no bancarios en la quiebra.

Los fenómenos que acompañaron a esta crisis describen dos problemáticas del capitalismo contemporáneo. Por una parte, los efectos que sobre la operación del capitalismo oligopólico y la acumulación han tenido la financiarización y la pérdida de peso de las actividades reales en la producción y el comercio que son por su propia naturaleza generadoras de crecimiento económico. Por otra, en el sentido que Minsky (1978, 1982, 1986) daba a la inestabilidad financiera resultante del creciente apalancamiento producido en el transcurso del ciclo económico, pero que en esta crisis no se generó exclusivamente del lado de las empresas productivas sino en el de los trabajadores con bajos salarios y cuyo consumo se sostuvo gracias al endeudamiento. En esta burbuja la especulación arrasó con los bancos

⁸ En 1999 se aprobó en Estados Unidos la Gramm-Leach-Bliley Act, que además de sustituir la Ley Glass Steagall posibilitó la asociación entre bancos comerciales y de inversión y les permitió realizar operaciones de mayor apalancamiento y riesgo.

porque en el transcurso del boom inmobiliario a la crisis hipotecaria, la creación de dinero endógeno, en la forma de créditos, creó una abundancia de liquidez que originó estructuras financieras estables para, posteriormente, cuando los créditos impagos comenzaron a aumentar se formaron estructuras financieras especulativas y ponzi, lo que llevó, primero, a la iliquidez y, después, a una insolvencia que incluyó a familias, inversionistas, intermediarios bancarios y no bancarios, agencias gubernamentales y empresas.

Esto precipitó la crisis de mayor amplitud y profundidad desde la de 1929, y que del sector financiero saltó a las actividades económicas en la industria manufacturera, la construcción, los servicios no financieros y el comercio. A partir de ello se propagó a escala mundial, resultando en una crisis sistémica que, por sus efectos en el crecimiento, el empleo y el bienestar de la población en los principales países desarrollados dejó en claro que la globalización neoliberal y la financiarización habían desestructurado las bases para un crecimiento económico menos inequitativo y más sostenido. La magnitud de la recesión provocada por el colapso financiero también impactó a los países en desarrollo, pues a través de los canales de transmisión financiera y comercial se expresó en la cancelación de las inversiones, la reducción de los flujos de inversión extranjera directa y los ingresos por exportaciones.

A partir de 2009, los bancos centrales, primero, en Estados Unidos y, después, en Europa pusieron en marcha diferentes programas de rescate (bailouts) con el objetivo de inyectar masivamente liquidez a los mercados financieros; después, aplicaron programas de compra de activos de empresas; posteriormente, otorgaron préstamos condicionados a algunos países del sur de la Unión Europea con una situación crítica en sus finanzas públicas y sus cuentas con el exterior; para finalmente, instrumentar políticas monetarias no ortodoxas que aumentaron la oferta monetaria y redujeron de nueva cuenta las tasas de interés⁹ en un nuevo intento por restaurar la liquidez requerida para que los mercados financieros retomaran su funcionamiento "normal" y las economías volvieran a crecer. Sin embargo, el daño a los sectores generadores de crecimiento estaba hecho y a 10 años de la burbuja inmobiliaria la recuperación económica en el mundo ha sido desigual y lenta.

En ese sentido, la crisis sistémica actual no puede entenderse como una simple anomalía aislada en mundo de mercados abiertos y perfectos, sino más bien como el cuño de un capitalismo dominado por grandes oligopolios y centrado en la especulación financiera que por sus secuelas sigue siendo una amenaza para que la economía mundial se dinamice y retome un crecimiento duradero.

4. Conclusiones

Entender las burbujas financieras, la asociada a la Gran Crisis de 1929, la Dot.com y la Burbuja Inmobiliaria no pueden estudiarse como meros fenómenos producidos por la simple avaricia, porque su desarrollo está directamente vinculado a los cambios de un capitalismo cuyo patrón de acumulación se ha ido modificando a lo largo del tiempo. Desde el capitalismo industrial competitivo, pasando por el

⁹ Característica de las políticas de flexibilidad cuantitativa (QA, por sus siglas en inglés).

capitalismo monopolístico hasta la fase actual del capitalismo oligopólico financierizado. Tránsito en el que el eje de la acumulación se corrió desde la producción y la distribución a las finanzas, y donde los capitalistas encontraron que los beneficios empresariales se pueden complementar e incluso sustituir por beneficios financieros, más líquidos, pero también más volátiles y, por lo tanto, más riesgosos.

Ese cambio en la dinámica de la acumulación capitalista se dio conforme se produjeron diferentes transformaciones económicas e institucionales. Tanto en las formas de la organización productiva, de la competencia a los monopolios, de transnacionalización a la deslocalización productiva alrededor de grandes estructuras oligopólicas; con las políticas de desregulación y liberalización de los mercados financieros que permitieron que el capital pudiera moverse libremente entre plazas y se masificara el uso de innovaciones financieras creando una red financiera que prácticamente conectó a todo el mundo; hasta el surgimiento de una clase de administradores-rentistas que empezaron a concentrar las ganancias de capital a costa de los salarios de los trabajadores, lo que dejó a estos últimos como única opción para su consumo el endeudamiento. De ahí que cada que burbuja está asociada a las condiciones históricas particulares de cada ciclo por el que atraviesa el capitalismo, incluidas sus estructuras regulatorias e institucionales.

La burbuja de 1929 se produjo en el contexto de una regulación laxa de las actividades financieras, lo que favoreció la especulación en los mercados de valores después de un acelerado proceso de concentración de capitales y de expansión de la producción que alentó la adquisición de títulos de empresas en funciones y por constituirse en un momento en el que el ciclo económico había dado signos de cambio. La crisis que siguió a la burbuja, y cuyos efectos se sintieron a lo largo de casi 10 años, obligó a las autoridades a desarrollar marcos institucionales para ejercer un mayor control de las actividades financieras, reducir los riesgos de las operaciones en los mercados financieros y crear mejores condiciones para el financiamiento del capital industrial.

Por su parte, la crisis Dot.com fue antecedida por el desarrollo de la informática, la microelectrónica y el desarrollo de la comunicación en redes que, en estricto sentido, no necesitan de las enormes inversiones en activos fijos que requiere una corporación productiva. Sin embargo, cuando el mercado se saturó de inversiones apalancadas y la demanda de servicios tecnológicos se estabilizó sobrevino la crisis, y con ella la quiebra de una gran cantidad de empresas del ramo tecnológico. Para acortar la crisis, la Reserva Federal reinició una política de bajas tasas de interés hasta casi la mitad de la década del 2000.

Finalmente, la burbuja inmobiliaria y la crisis de 2008-2009, tienen características particulares que incluyen el nuevo papel de las finanzas en la generación de beneficios y el endeudamiento como base del consumo de una clase media y trabajadora empobrecidas. Ello en un contexto en el que los bancos y otros actores financieros, aprovechando las políticas expansivas de los bancos centrales de los países desarrollados, alentaron el boom crediticio que nutrió la burbuja inmobiliaria. Sin embargo, el pinchazo de la burbuja resultante del aumento de las tasas de interés precipitó una crisis que de las finanzas pasó a las manufacturas, el comercio y las finanzas públicas, precipitando la crisis sistémica más importante después de la Gran Recesión de 1929.

El problema que se presenta ahora, a 10 años del estallido de la burbuja inmobiliaria, es que el eje de la acumulación capitalista sigue centrado en las finanzas, y frente a ello modificar el modelo de libre mercado en especial en sus tramo financiero y reintroducir una regulación financiera que garantice que el crédito y el financiamiento estarán disponibles para las actividades generadoras de crecimiento y empleo se observa sumamente complicado frente a un poder omnipotente, el poder del capital financiero.

Bibliografía

AVENDAÑO, R. M. ROARK. (2010). Acumular, concentrar y flexibilizar. Las empresas transnacionales en los albores del siglo XXI: origen, evolución y tendencia actuales. Ponencia presentada en el V Congreso de Relaciones Internacionales, La Plata 24-26 de noviembre, Octava Jornada de Medio Oriente. Consultado en: http://www.iri.edu.ar/publicaciones_iri/IRI%20COMPLETO%20-%20Publicaciones-V05/Publicaciones/cd%20V%20congreso/ponencias/o%20Avenda%F10_Roark_Acumar,%20concentrar%20y%20flexibilizar.pdf

BELLAMY, J. y F. MAGDOFF. (2009). La gran crisis financiera. Causas y consecuencias, México, FCE.

BIS. (2007). Institutional investors, global savings and asset allocation, Committee on the Global Financial System, CGFS Papers, No.27, Basilea.

_____. (2015). 85° Informe Anual. Basilea, junio, Basilea.

BOOTH, L. (2003). What to do with Executive Stock Options, New Rules are needed to encourage executives to act more like shareholders. En: Canadian Investment Review. Pp. 12-18. Consultado en: http://www.investmentreview.com/files/2009/12/exec_options1.pdf

BORDO, M, and collaborators. (1999). "Is Globalization Today Really Different from 100 Years Ago? En: R. Lawrence y S. Collins (Eds). Brookings Trade Forum, Brookings Institution, Washington D.C. 1-71.

CAMERON. E. (1974). La Banca en las primeras etapas de la industrialización: un estudio de historia económica comparada. Madrid: Tecnos.

CELIK, S, and M. ISAKSSON. (2014). Institutional investors and ownership engagement. En: OECD Journal: Financial Market Trends Volume 2013/2, 93-114.

CHESNAIS, F. y D. PLIHON, (2003). Las trampas de las finanzas mundiales, Madrid. Akal Economía Actual,

DAVIS, E.P. and B. STEIL. (2001). Institutional Investors, MIT Press, Cambridge, MA, and London, England.

DOAN, H. T. T. and G. WAN. (2017). Globalization and the labor share in national income (ADB Working Paper No. 639). Tokyo: Asian Development Bank Institute.

DOLLAR, D. and A. KRAAY. (2001). Trade, Growth, and Poverty, mimeografía del Banco Mundial.

DUFFIE, D. (2008). Innovations in credit risk transfer: Implications for financial stability. BIS Working Paper, 255.

- EATWELL, J. y L. TAYLOR. (2005), Finanzas Globales en Riesgo, Siglo XXI Editores, Buenos Aires.
- EPSTEIN, G. A. (Ed.) (2005). Financialization and the World Economy, Edward Elgar, Cheltenham.
- ECONOMIC REPORT OF THE PRESIDENT, White House, Washington. (Several years). Consultado en: <https://fraser.stlouisfed.org/title/45>
- ELLISON, K. (2018). Rewarding or Hoarding. An examination of pay ratios revealed by Dodd-Frank, Report prepared by the Staff of Representative Keith Ellison. Consultado en: <https://ellison.house.gov/sites/ellison.house.gov/files/Rewarding%20Or%20Hoarding%20Full%20Report.pdf>
- FAMA, E. (1970). "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", En: The Journal of Finance, v. 25, 383-417
- FMI. (2017). Perspectivas de la economía mundial ¿Está cobrando impulso?, Washington.
- GALBRAITH, J.K. (2013). El Crash de 1929, Biblioteca Galbraith, Barcelona, Ariel Economía. Barcelona.
- GRALH, J. (2001). "¿El predominio de las finanzas?", En: New Left Review, Edición Español, 172-177.
- HARRISON, A. E. (2002). Has Globalization Eroded Labor's Share? Some Cross-Country Evidence, UC Berkeley and NBER, Consultado en: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.198.9065&rep=rep1&type=pdf>
- HILFERDING, R. (1971). El capital financiero, La Habana, Cuba, Instituto Cubano del Libro.
- ILO. (2008). World of Work Report 2008 Income Inequalities in the Age of Financial Globalization, International Labor Office, International Institute for Labor Studies, Geneva.
- KEYNERS, J.M. (1980). La teoría general de la ocupación, el interés y el dinero, México, FCE.
- KINDLEBERGER, CH. (1988). The Financial Crises of the 1930s and the 1980s. Similarities and Differences. Kiklos. En: International Review for Social Sciences, Vol.41. Issue 2, 171-186
- _____. (1991). Manías, Pánicos y Cracs. Historia de las crisis financieras, Ariel Sociedad Económica. Barcelona.
- LAPAVITSAS, C. (2011). "El Capitalismo Financiarizado. Crisis y Expropiación Financiera". En: C. Lapavitsas (Coord) La Crisis de la Financiarización, México, UNAM, CLACSO, IEE.
- LAZONICK, W, and M. O'SULLIVAN. (2000). Maximizing shareholder value: A new ideology for corporate governance. En: Economy and Society Volume 29 Number 1 February, 13-35
- LEVY, N. y T. LÓPEZ. (2011). (Coords), Las instituciones financieras y el crecimiento económico en el contexto de la dominación del capital financiero, México UNAM,

IEEE, Juan Pablos Editor.

MANDEL, M, J. (2001). La depresión de Internet, 1ª. Ed. Prentice Hall

MANTEY, G. (1997). Lecciones de Economía monetaria. México, FE- UNAM.

MATUSZ, S. and D. TARR. (1999). Adjusting to Trade Policy Reform, World Bank Policy Research Working Paper No. 2142, July.

MCALIEER, M, and collaborators. (2016). "Profiteering from the Dot-com Bubble, Sub-Prime Crisis and Asian Financial Crisis". En: The Japanese Economic Review, The Journal of the Japanese Economic Association, Volume 67, Issue 3, 257-279.

MINSKY, H.P. (1978), "The Financial Instability Hypothesis: A Restatement". En: Thames Papers in Political Economy, Thames Polytechnic, London.

_____. (1982), The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behaviour of the Economy". En: C. P. Kindleberger y J-P. Laffargue, Financial Crisis, Theory, History, Policy, Cambridge, Cambridge University Press.

_____. (1986). Stabilizing an Unstable Economy, New Haven, Yale University.

MISHEL, L. and J. SCHIEDER. (2018). CEO compensation surged in 2017, Economic Policy Institute, Washington, D.C. [epi.org/152123](https://www.epi.org/files/pdf/152123). Consultado en: <https://www.epi.org/files/pdf/152123.pdf>

MORERA, C. y colaboradores (2011). La crisis de la financiarización, Carlos Morera y Costas Lapavistas (Coords), UNAM, IIE, CLACSO, México.

MORRISON, D.A. (2005). Credit derivatives, disintermediation, and investment decisions. En: Journal of Business, 78, 621-647.

MOTT, T. (2011), "El problema de incentivos en la provisión de financiamiento para el crecimiento y el desarrollo". En N. Levy y T. López (Coords), Las instituciones financieras y el crecimiento económico en el contexto de la dominación del capital financiero, México UNAM, IEEE, Juan Pablos Editor.

OIT, (2017), Informe Mundial sobre Salarios 2016/2017. La desigualdad salarial en el lugar de trabajo. OIT, Oficina Internacional del Trabajo. Ginebra.

OXFAM. (2016). Bajan los salarios, crece la desigualdad. El impacto de las diferencias salariales en los hogares, Oxfamintermón, octubre. Consultado en: https://cdn27.hiberus.com/uploads/documentos/2016/11/02/documentos_informemesalarios_1cd7e1cb.pdf

PALLEY, T. (2007). Financialization: What It Is and Why It Matters. Working Paper No. 525, The Levy Economics Institute and Economics for Democratic and Open Societies, Washington, D.C.

PAMPILLÓN, R. (2001). La nueva economía: análisis, origen y consecuencias. Las amenazas y las oportunidades. En: Economía Industrial No. 340. Universidad de Navarra, España. pp. 43-50. Consultado en:

<http://www.mincotur.gob.es/Publicaciones/Publicacionesperiodicas/EconomiaIndustrial/RevistaEconomiaIndustrial/340/3RafaelPampillon.pdf>

PAPAIOANNOU, M. and collaborators. (2013). Procyclical Behavior of Institutional Investors during the Recent Financial Crisis: Causes, Impacts, and Challenges, IMF,

Working Paper 13/193/

PAVANELLI, G. (2001). The great depression in Irving Fisher's thought, Dipartimento di Scienze Economiche e Finanziarie "G. Prato". Università di Torino. Italia.

PIKETTY, T. (2014). Capital in the Twenty-First Century, Cambridge, Massachusetts London, England.

ROMERO, A. y M.A. VERA. (2014). Las empresas transnacionales y los países en desarrollo. En: Revista Tendencias, Revista de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas. Universidad de Nariño Vol. XV. No. 2 – 2do. Semestre, 58-89.

STOCKHAMMER, E. (2012). Financialization, income distribution and the crisis, En: Investigación Económica, vol. LXXI, 279. México, 39-70.

SWEETZ, P. (1994). The Triumph of Financial Capital. En: Monthly Review. Consultado en: <https://monthlyreview.org/1994/06/01/the-triumph-of-financial-capital/>

THE WORLD BANK DATA. Consultado en: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=US>

TOPOROVSKI, J. (2000). The End of Finance. Capital Market Inflation, Financial Derivatives and Pension Fund Capitalism, Routledge, London.

UNCTAD. (2017). World Investment Report 2017, Investment and the digital economy. United Nations Publications. Geneva.

VERONA, M.C. y J.J. DÉNIZ. (2011). Las agencias de rating y la crisis financiera de 2008. ¿El fin de un poder sin control? En: Criterio Libre, Vol. 9, No. 14. Bogotá, Colombia, 127-160.

WICKSELL, K. (1893). Value, capital and rent, Augustus M. Kelley-Publishers, New York, USA, 1970.

WILLIAMSON, J. (1990). "What Washington Means by Policy Reform", En Latin American Adjustment: How Much Has Happened? Institute of International Economics, Washington.

ZHANG, X. and collaborators. (2008). Ceos on the edge: earnings manipulation and stock-based incentive misalignment. En: Academy of Management Journal, Vol.51, No.2, 241-258. Consultado en: https://media.terry.uga.edu/socrates/publications/2011/07/CEOs2008onthe20Edge2028AMJ20200829_1.pdfhttps://media.terry.uga.edu/socrates/publications/2011/07/CEOs2008onthe20Edge2028AMJ20200829_1.pdf