

# Crisis inmobiliaria, recesión y endeudamiento masivo, 2002-2011

Miguel Ángel Rivera Rios

# 21

MAYO / JUNIO  
2014

estudios regionales en  
**economía,**  
**población** y  
**desarrollo**

cuadernos de trabajo de la UACJ

# **Crisis inmobiliaria, recesión y endeudamiento masivo, 2002-2011**

*Miguel Ángel Rivera Rios*

UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE CIUDAD JUÁREZ

UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE CIUDAD JUÁREZ  
Instituto de Ciencias Sociales y Administración

Cuerpo Académico de Estudios Regionales en  
Economía, Población y Desarrollo

Lic. Ricardo Duarte Jáquez  
*Rector*

M.C. David Ramírez Perea  
*Secretario General*

Mtro. Manuel Loera De la Rosa  
*Secretario Académico*

Mtro. Juan Ignacio Camargo Nassar  
*Director del Instituto de Ciencias  
Sociales y Administración*

Mtro. Ramón Chavira Chavira  
*Director General de Difusión  
Cultura y Divulgación Científica*

Dr. Luis Enrique Gutiérrez Casas  
*Coordinador General de  
Investigación y Posgrado*

---

María De Lourdes Ampudia Rueda  
*Coordinadora del Cuerpo Académico de  
Estudios Regionales en Economía,  
Población y Desarrollo*

*Diseño de cubierta*  
Alejandro Chairez

Universidad Autónoma de Ciudad Juárez  
Ave Plutarco Elías Calles 1210,  
Foviste Chamizal, C.P. 32310  
Ciudad Juárez, Chihuahua, México  
www.uacj.mx

*Comité editorial:*

Dra. Myrna Limas Hernández  
Mtro. Wilebaldo Lorenzo Martínez Toyos  
Dr. Raúl Ponce Rodríguez  
Dr. Isaac Leobardo Sánchez Juárez  
Mtra. María Del Socorro Velázquez Vargas

Dr. Luis Enrique Gutiérrez Casas  
Editor y Coordinador de Cuadernos de Trabajo

Estudios Regionales en Economía, Población  
y Desarrollo. Cuadernos de Trabajo de la UACJ  
ISSN 2007-3739

Número 21. Mayo / Junio 2014  
Crisis inmobiliaria, recesión y endeudamiento  
masivo, 2002-2011

Miguel Ángel Rivera Ríos

Universidad Autónoma de Ciudad Juárez

**Estudios Regionales en Economía, Población y Desarrollo. Cuadernos  
de Trabajo de la UACJ**

Año 4, No.21, Mayo - Junio, es una publicación bimestral editada por la Universidad Autónoma de Ciudad Juárez a través del Cuerpo Académico de Estudios Regionales en Economía, Población y Desarrollo del Instituto de Ciencias Sociales y Administración. Redacción: Avenida Universidad y H. Colegio Militar, Zona Chamizal s/n., C.P. 32300, Ciudad Juárez, Chihuahua, México. Teléfonos: (656) 688-38-00, ext. 3792. Correo electrónico: lgtz@uacj.mx.

Editor responsable: Luis Enrique Gutiérrez Casas. Reserva de derechos al uso exclusivo No. 04-2011-021713353900-102. ISSN 2007-3739, Impresa por Studio Los Dorados, calle Del Campanario, número 820-2, Santa Cecilia, C.P. 32350, Cd. Juárez, Chihuahua. Distribuidor: Subdirección de Gestión de Proyecto y Marketing Editorial. Ave. Plutarco Elías Calles 1210, Foviste Chamizal, C.P. 32310, Ciudad Juárez, Chihuahua. Este número se terminó de imprimir el 15 Junio de 2014 con un tiraje de 120 ejemplares.

Los ensayos publicados son responsabilidad exclusiva de sus autores. Se autoriza la reproducción total o parcial bajo condición de citar la fuente.

Registrada en:



Publicación afiliada a la Red Iberoamericana  
de Estudios del Desarrollo



## **Crisis inmobiliaria, recesión y endeudamiento masivo, 2002-2011**

Miguel Ángel Rivera Ríos\*

### **Resumen:**

*La crisis financiera mundial de la primera década del siglo XXI tuvo su origen en la creación y diversificación de instrumentos financieros respaldados por hipotecas que con el tiempo entraron en una fase de alto riesgo. Como parte de las perturbaciones de la crisis se promovió una restricción temporal del flujo de crédito, lo que provocó una recesión mundial en 2009; sin embargo la secuela de sobre-endeudamiento se extendió por el mundo desarrollado, afectando con particular virulencia a las economías más vulnerables de la Unión Europea en los siguientes años. En Islandia, Irlanda, Portugal, Grecia y España, la crisis siguió un patrón más o menos similar: colapso del sector inmobiliario, quiebras bancarias, su rescate con fondos públicos, sobre-endeudamiento, reducción forzada del déficit fiscal, desempleo, aumento de impuestos y devaluación de los bonos soberanos.*

**Palabras clave:** *Crisis mundial, mercados financieros, capitalismo.*

### **Abstract:**

*The global financial crisis of the first decade of the 21st century had its origin in the creation and diversification of financial instruments backed by mortgages that eventually returned on high risk derivatives. As part of the shocks of the crisis a temporary restriction of credit was one of the main causes of global recession in 2009. However, an over-indebtedness process was extended throughout the developed world, affecting the most vulnerable economies of the European Union with particular virulence. Iceland, Ireland, Portugal, Greece and Spain, are countries where the crisis followed a similar pattern: collapse of the real estate sector, bank failures, its rescue with public funds, over-indebtedness, reduction of the fiscal deficit, unemployment, increased taxes and devaluation of sovereign bonds.*

**Keywords:** *Global crisis, financial markets, capitalism.*

**JEL:** *E42, F62, P17.*

- *Recibido en: septiembre de 2013*
- *Aprobado en: enero de 2014*

\* Profesor de la Facultad de Economía de la Universidad Nacional Autónoma de México. Correo electrónico: [mriver@servidor.unam.mx](mailto:mriver@servidor.unam.mx).

## ➤ 1. Introducción.

Estados Unidos se vio sacudido por una severa crisis financiera centrada en el sector inmobiliario. La crisis detonó en Wall Street, cuyos bancos habían participado en la creación de nuevos instrumentos financieros, principalmente los *derivados* crediticios y en la emisión masiva de bonos respaldados por hipotecas. Al afectar a la banca, esta grave perturbación económica restringió temporalmente el flujo de crédito, lo que provocó una recesión mundial en 2009; sin embargo, la secuela de sobreendeudamiento se extendió por el mundo desarrollado, afectando con particular virulencia a las economías más vulnerables de la Unión Europea (UE).

En Islandia, Irlanda, Portugal, Grecia y España la crisis siguió un patrón más o menos similar: colapso del sector inmobiliario, quiebras bancarias, rescate con fondos públicos, sobreendeudamiento público, reducción forzada del déficit fiscal, desempleo, aumento de impuestos y devaluación de los bonos soberanos, y otorgamiento limitado de préstamos externos de alivio al sector público.<sup>1</sup>

En esos países la intervención del prestamista de última instancia, la Troika (Banco Central Europeo, del FMI y de la Comisión Europea) se condicionó a severos programas de austeridad. Como consecuencia, la reducción del déficit fiscal tuvo un alto costo para empresas y familias al reducirse la inversión y el consumo. Como se advierte, la amplitud de la crisis financiera dependió de la modalidad que adoptó la intervención del prestamista de última instancia. Para llegar a clarificar ese punto se requiere comprender la naturaleza general y específica de la crisis financiera como parte culminante del ciclo económico.

El ciclo económico global que culminó con la crisis inmobiliaria y sus secuelas se inició en el período 1982-83, una vez abatida la inflación. Para que el ciclo llegara a su máximo entre 2004-2007, los circuitos económicos de los países desarrollados absorbieron de China y de las economías dinámicas de Asia y Alemania el exceso de liquidez que generaron por su éxito exportador. La interconexión entre los oferentes de liquidez y los países ávidos de crédito le confirió a ese ciclo un carácter global, sirviendo de fundamento para el despliegue de la revolución tecnológica y una bonanza económica, en parte ilusoria. Cuando la inestabilidad inherente a ese ciclo se desbordó, provocó una detonación, el estallido de la burbuja inmobiliaria, que afectó a una parte crítica de la economía global. Pero la crisis no es enteramente global, ya que la burbuja inmobiliaria no alcanzó

---

<sup>1</sup> Considerando el tamaño de su economía el déficit del gobierno italiano es de menor cuantía y sus bancos no están amenazados por el estallido de una burbuja inmobiliaria, pero la economía está en estancamiento desde hace una década. De este modo si los inversionistas que adquirieron bonos soberanos pierden la confianza, será casi imposible rescatar simultáneamente a Italia y España (*The Economist*, 16 de junio de 2012).

proporciones críticas en Asia (particularmente en China e India), Rusia y América Latina. Detrás del factor financiero, como es la inflamación del valor de los activos, subyace la sobreproducción, pero no en su definición clásica, sino en sectores y subsectores que gozan de alta rentabilidad en el contexto de saturación en otros mercados. Como veremos, un rasgo que le da especificidad histórica a esta crisis es irónicamente el descenso de la inversión en capital fijo en las principales economías, lo que alimentó la inversión en activos financieros.

Algunos marcos explicativos de la crisis han ubicado unilateralmente la dimensión financiera de esta perturbación proponiendo el concepto de *financiarización*, el cual desestima el papel positivo del crédito en la producción capitalista. Otros autores han propuesto una delimitación que no es válida entre las funciones productiva y financiera del capital, enfatizando, al menos a partir de cierto punto, la especulación en el sentido de riqueza en *papeles* que nulifica o se contrapone a las actividades productivas (Pérez, 2004).

El objetivo de este ensayo es proponer un marco teórico alternativo y con él analizar algunos de los aspectos más sobresalientes del ciclo económico y de la crisis global de endeudamiento detonada en 2007 y que, en agosto de 2008, provocó el derrumbe de la Bolsa de Valores de Nueva York. En este trabajo se prestará especial atención al escenario de los Estados Unidos, sin descuidar las relaciones globales. El primer apartado se dedica a los problemas teóricos originados por el sesgo de estudio arriba señalado, sobre todo al llamado *acople y desacople* del capital productivo y financiero (Pérez, 2004; Guttmann, 1994; Dabat, 2009). En seguida se discuten las características más sobresalientes del ciclo global, identificando sus raíces, específicamente la nueva relación entre la sobreproducción, el exceso de ahorro o liquidez y el endeudamiento masivo. Se pasa después al proceso en Estados Unidos, bajo el postulado de que la *titularización* de la deuda inmobiliaria y la asociación con los derivados crediticios fue parte de una transformación radical en la gestión del crédito, que sirvió de soporte a lo que se han considerado aspectos positivos de la globalización como un crecimiento interconectado, esto es, transferencia masiva de producción a nuevas regiones, antes subdesarrolladas, proliferación de nuevos bienes, acortamiento de los ciclos de vida tecnológicos, reducción de sus costos-precios, apertura de mercados, etc. Al final del trabajo se consideran algunos aspectos destacados del sobre-endeudamiento de la periferia europea.

## ⇒ 2. Conceptos teóricos básicos.

Coexistiendo con los estudios meramente financieros del ciclo económico, o con su opuesto, los estudios *tecnologistas*, algunos autores proponen la dicotomía capital productivo-capital financiero.

Esos autores sugieren que el capital productivo, como función especializada, promueve la innovación, pero concluye por contraponerse con el capital financiero que habiendo sido un vehículo para la propagación de la nueva tecnología se desvía crecientemente a la especulación. El contra argumento que se expone aquí es que si bien existen agentes especializados, sea en la esfera productiva o financiera, no existe una separación funcional general entre ambos capitales, ya que en sus niveles superiores, el capital productivo se *financiariza*, principalmente por medio de la emisión de acciones y el elevamiento estratosférico de su cotización, a medida que se expande el crédito y las expectativas optimistas del desempeño de la producción. El ejercicio de las funciones productivas requiere el acortamiento de los tiempos muertos en la esfera circulatoria y la cobertura de riesgos, por lo que se verifica una suerte de fusión entre la producción y las finanzas que se extiende a todo el ciclo. Ciertamente los especuladores persiguen sus propios fines que aumentan la “fragilidad”, pero tales oportunidades derivan de la expansión de la producción.

En la Sección V del tomo III de El Capital, Marx (1946) analiza la relación entre el capital industrial o productivo y capital de préstamo, el papel del crédito y la aparición del capital ficticio. El capital de préstamo es un desdoblamiento del capital industrial, que se independiza y queda en manos de otra categoría de capitalistas. En torno a él se crea el mercado de capitales y surgen organizaciones específicas, los bancos, que comercian con el capital de préstamo a cambio de una participación en la ganancia. Ese complejo edificio es el sistema del crédito que se desarrolla crecientemente a la par que la misma producción capitalista. La noción central que Marx expone es que los bancos no sólo operan con dinero contante y sonante, sino con instrumentos fiduciarios, que se convierten en la forma dominante del crédito. Primeramente el capital ficticio está representado por las letras bancarias y el dinero no garantizado con oro. Marx extiende luego la denominación de ficticio a las acciones y bonos (*op. cit.*, cap. XXV).

El accionista, en su sentido original, es un copropietario de la empresa, lo que le da derecho a una parte proporcional del beneficio de aquella. Pero en realidad las acciones, plantea Marx, son otro desdoblamiento que en calidad de títulos cobran independencia y coexisten con las instalaciones y equipos productivos (fábricas, maquinaria, inventarios, etc.) y circulan por sí mismos. Esa es su condición de ficticios.

La separación general entre el capital productivo y su agente el empresario, y el capital de préstamo y sus agentes los banqueros, es un rasgo del desarrollo temprano del capitalismo. El paso a la monopolización de la producción aparejado a la creciente complejidad tecnológica y el desarrollo del crédito tienen a unificar, en los estratos más altos de su estructura, a los diferentes segmentos del capital.

Conscientes de este nuevo giro, Lenin (1971) y Hilferding (1973) teorizaron en torno a las transformaciones de la estructura del capital en el paso a la fase financiero-monopólica del capitalismo a fines del siglo XIX. Lenin definió el capital financiero como el capital bancario de los grandes bancos monopólicos, fusionados con el capital de las asociaciones de monopolistas industriales (Harvey, 1990). Lenin plantea, como se sabe, que esta oligarquía transforma el modo de producción capitalista y proyecta las contradicciones internas del capitalismo al escenario mundial.

El análisis de Hilferding (*op. cit.*, cap. XIV) muestra como los bancos concentran el capital social y dominan la industria. Se unifica así el capital bancario comercial e industrial bajo el comando de los financistas. Un eslabón central de esa unificación es el capital ficticio, específicamente, el capital accionario (*op. cit.*, cap., VII). Al aparecer la sociedad por acciones, se supera la referida disociación. El capital productivo se traslada a la esfera financiera y el valor del primero se determina en función de la cotización del mercado de valores.

Habría que complementar la aportación efectuada por Marx y los marxistas clásicos con el tratamiento efectuado por Hyman P. Minsky. La contribución central de este autor radica en la teoría financiera de la inversión, desarrollo del concepto eje de Keynes, expuesto en su *Teoría General*, aunque difiere de la interpretación de la corriente principal de sus discípulos (Minsky, 1987). El citado autor argumenta que la estrategia de las instituciones financieras subvierte los intentos de las autoridades de mantener constante el crecimiento de la oferta monetaria. La política restrictiva del banco central inducirá a los financistas a innovar los medios para aumentar la oferta monetaria. Como dice Minsky cualquiera puede emitir medios de pago, la clave es el reconocimiento social de esos medios. El prestamista de última instancia puede o no legitimar esas prácticas. Durante el ciclo, las instituciones financieras expanden el crédito por cuenta propia, permitiendo que se expanda la producción, el comercio y la valorización de los títulos accionarios (o el valor atribuible a los activos complementarios, como terrenos, etc.). La autoridad bancaria, señala Minsky, al ejercer la llamada disciplina crediticia de manera precaria (con preponderancia en las operaciones de mercado abierto), tolera esas prácticas en tanto van asociadas a la prosperidad. Tenemos aquí el esbozo de la hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky o sea la ineffectividad de la autoridad bancaria de controlar la oferta monetaria.

Kindleberger (1989) adopta el modelo del ciclo económico<sup>2</sup> formulado por Minsky dentro de su hipótesis de inestabilidad financiera. Ese modelo es válido para analizar el ciclo global actual,

---

<sup>2</sup> Como explica Kindleberger el ciclo de negocios o industrial sigue cuatro patrones: el de Kitchin de 39 meses en promedio basado en las fluctuaciones de los inventarios, el de Juglar, de 7 a 8 años basado en la inversión en instalaciones de equipo fijo, el de Kuznets de 20 años ligado al cambio generacional de la población. Finalmente el de Kondratiev relacionado con las olas fundamentales de innovación (1991). El ciclo que se analiza aquí, alcanza las dos décadas cuando

tanto porque incorpora el concepto formulado por Marx de crisis de liquidez y su posible solución a través del prestamista de última instancia como propone Minsky.<sup>3</sup> El ciclo, plantea Kindleberger, se inicia con el *desplazamiento* o sea un cambio en las oportunidades de rentabilidad como una innovación tecnológica, buenas o malas cosechas, apertura de un nuevo mercado, etc. Para aprovechar esa oportunidad se expande la inversión y la producción. El auge se nutre de la expansión del crédito. La expansión del crédito se traduce en demanda que presiona sobre la oferta de bienes y de activos financieros (acciones, bonos etc.). El resultado es la euforia, con aumentos de precios y de beneficios que dan lugar a un *feedback* positivo. La especulación para lograr aumentos de precios de los activos financieros se suma a la inversión para lanzar más bienes y servicios. Este es el momento en que se presenta la *sobre-negociación*, que significa ante todo una expectativa infundada de beneficios futuros, acompañada de apalancamiento (uso excesivo del crédito). A medida que el auge progresa, los tipos de interés, la velocidad de circulación y los precios aumentan.

El momento crítico, continua Kindleberger, es cuando los precios empiezan a bajar no como resultado directo de la sobreproducción, ya que el sistema viene nadando en ese exceso desde la etapa de euforia, sino porque se debilita el fundamento para convalidar socialmente el exceso de crédito. Si no se convalida el exceso de crédito se derrumba el capital ficticio y el valor inflado de los activos complementarios que habían sido objeto de manía. Por regla general antes de que la autoridad bancaria central tome una decisión unas cuantas personas involucradas en el proceso deciden obtener un beneficio descomunal y venden todo, saliendo anticipadamente. A partir de ese momento se apodera de los agentes una fiebre por disponer de liquidez (desprenderse de activos y conseguir dinero en efectivo). La carrera por deshacerse de los activos inmobiliarios y títulos y obtener dinero líquido puede convertirse en una estampida. El pánico se extiende cuando se toma conciencia de que no existe suficiente dinero para que todos puedan vender al precio más alto. Lo que sigue es básicamente una recesión modulada en intensidad y amplitud por la aparición del prestamista de última instancia; éste intentará hacer frente a la demanda de liquidez, pero tropezará con los inevitables problemas derivados de cuánto y para quién.

El Banco Central, como prestamista de última instancia tiene tres opciones: a) convalidar socialmente la ampliación de los medios de pago, ampliando la oferta monetaria; b) socializar, total o parcialmente, las deudas de bancos y empresas, convirtiéndolos en deuda pública; y, c) dar crédito a empresas, bancos y familias en condiciones favorables como para evitar su bancarrota. La primera

---

estalló la burbuja doc.com y de las telecomunicaciones, en 2001-2002, lo que da un ciclo Kuznets de instalación de la nueva infraestructura. Greenspan se empeña en alargarlo con la Reserva Federal encabezando la expansión del crédito.

<sup>3</sup> Ciertamente habría que añadir y enfatizar en el modelo algunos elementos como el excesivo endeudamiento y el papel de los bancos que analizan Reinhard y Rogoff.

variante es la que analiza Kindleberger-Minsky: al convalidar socialmente el exceso de crédito y emitir más dinero, el gobierno rescata a una parte de los tenedores de títulos, lo que equivale a devaluar el dinero. Si no se configura un prestamista de última instancia se eleva la tasa de interés, se restringe el acceso al dinero y al crédito, lo cual detiene la espiral de sobreproducción y desvaloriza el capital en sus dos formas. Esa fue la variante que adoptó la crisis de 1929, viniendo una depresión muy severa, la peor conocida hasta ahora. El dilema es el llamado “riesgo moral” ante la depresión.

El gobierno de los Estados Unidos, además de que favoreció la ampliación de la oferta monetaria, rescató a Wall Street en 2008 con créditos en condiciones favorables; empero, no hizo algo equivalente a favor de los individuos que habían adquirido hipotecas;<sup>4</sup> el Banco Central Europeo ha reestructurado la deuda del gobierno griego y del resto de los países citados, pero ha impuesto un severo programa de austeridad que deja abierta la puerta a la necesidad de un rescate a nivel nacional.

En el auge, otros activos como viviendas, terrenos, metales, materias primas, etc., pueden experimentar apreciaciones exageradas (ser objetos de manía), ya que son la segunda o tercera opción del capital “ocioso”, asociado a la expansión crediticia, a sea, es el oxígeno que alimenta el ciclo. La especulación es originalmente el paso de D (dinero) a D' (dinero incrementado), gracias a la compra de acciones sobrevaluadas por las expectativas propias de la euforia del ciclo. De ese proceso de creación de nueva riqueza en papeles o títulos, a diferencia de lo que sostienen los teóricos del capital especulativo como Carlota Pérez, participan todos los capitalistas en diferente grado, porque la propiedad de las acciones beneficia a la empresa y a sus accionistas, incluso los que no tienen derecho a voto (o acciones preferenciales). Obviamente los que intermedian en la colocación y tráfico de las acciones (los bancos de inversión en el caso de Estados Unidos), están en posición estratégica para obtener un beneficio.

### ⇒ 3. Tipología de básica los instrumentos financieros.

Para la discusión de lo que sigue es necesario diferenciar tres categorías de instrumentos financieros. Por un lado, como se ha insistido, el capital ficticio bajo la forma preponderante de acciones con

---

<sup>4</sup> Un ejemplo puede ayudar a explicar mejor lo anterior: las empresas automotrices estadounidenses se debaten en el exceso de producción y al aparecer el pánico, las acciones de esas automotrices caen y amenazan con derrumbarse. El rescate, o sea la convalidación social de crédito normalmente a través de la expansión de la oferta monetaria, implica detener la caída de las acciones y a partir de allí la liquidación ordenada de la sobreproducción automotriz; habrá, empero despidos y recortes salariales.

capacidad para circular y valorizarse aparentemente por sí mismos. La otra categoría son los derivados<sup>5</sup> que sirven para gestionar el riesgo, que a su vez cabe diferenciar en dos categorías: a) el riesgo de mercado centrado en garantizar el precio de un bien o activo, y b) el asociado al riesgo crediticio (o derivado crediticio), cuya forma más común es el *credit default swap* (CDS). En tercer lugar tenemos un producto sui generis, aunque apareció hace casi medio siglo, en los 1970, que son los bonos respaldados por hipotecas (BRH) u obligaciones colaterales de deuda hipotecaria; este último no es un derivado, aunque se le confunde con él.<sup>6</sup>

En cuanto a su uso los derivados (ver cuadro 1) pueden tener dos fines: uno, como cobertura para gestionar el riesgo (en precios o crediticio) y, dos, para la especulación. Los especuladores usan los derivados no para reducir el riesgo financiero sino para lucrar de él (Durbin, *op cit.*, p. 4-5; Tett, *op. cit.*, caps. 1 y 2). El ejemplo más simple de esto último es cuando alguien estima que el precio de las acciones de IBM tendrán un precio mayor en seis meses; en tal caso comprará opciones para comprar en seis meses las acciones de IBM al precio actual. Si la predicción resulta cierta, obtiene una ganancia; en caso contrario perderá lo que pagó por la opción. Hay una tendencia a confundir el uso del derivado como instrumento de especulación con su uso como gestor del riesgo. Nos centraremos en la gestión del riesgo.

---

<sup>5</sup> El derivado se define como un instrumento financiero cuyo valor deriva de un “subyacente”, que puede ser un bien o un activo como un bono o un crédito. En su sentido original es una garantía de un precio del subyacente, especificando una fecha futura para la transacción en la que está implicada ese precio. Por ende el derivado tiene estos elementos: comprador, vendedor, subyacente y fecha futura (Durbin, 2011, p. 1). De fecha más reciente son los derivados crediticios al que pertenece el *credit default swap* (ver Gillian Tett, 2009).

<sup>6</sup> La era de los derivados comenzó con el establecimiento del Chicago Board of Trade, en 1849. A fines de los 1970 con el ambiente de volatilidad pasaron al mundo financiero con el swap, pero limitado a una relación bilateral (intercambio de riesgos primeramente cambiarios) En los 1990 un equipo que trabajaba para J. P. Morgan concibió la idea de usar el derivado para gestionar el riesgo asociado a bonos corporativos y préstamos; serviría para otorgar una compensación en caso de default o apostar a que se produciría (ver Tett, *op. cit.*, p. 21). Como se verá más adelante en el auge inmobiliario reciente se ligaron estrechamente los BRH y los CDS.

**Cuadro 1**  
Los cuatro tipos básicos de derivados

1. Contrato adelantado (forward): donde un comprador acuerda comprar el bien de referencia de un comprador, a un precio especificado y a una fecha especificada.
2. Futuro: es un contrato adelantado estandarizado en su mercado específico que garantiza el cumplimiento entre las partes.
3. Swap: es un acuerdo para intercambiar flujos futuros de efectivo.
4. Opción: le otorga a su tenedor el derecho, pero no la obligación de comprar o vender algo a un precio especificado en una fecha especificada o antes de esa fecha. También se hacen efectivos en su mercado o bolsa específica.

*Fuente: Durbin, 2011, p. 10.*

Como se señaló previamente, el tipo más común de derivado crediticio es el CDS.<sup>7</sup> Un inversionista compra un bono corporativo por 10 millones de dólares; a lo largo del tiempo de maduración del bono el valor del mismo puede declinar por el mal desempeño de la corporación, llegando incluso a quebrar. Para protegerse de ese riesgo el inversor se dirige a una empresa de seguros para adquirir un *credit default swap*. Como parte de ese contrato el inversionista paga anualmente un porcentaje sobre los 10 millones. Si la corporación quiebra la aseguradora pagará al inversionista el precio original del bono, esto, es los 10 millones. Veremos más adelante que se creó durante la fase de euforia del ciclo una relación muy estrecha entre el CDS y las BGH.

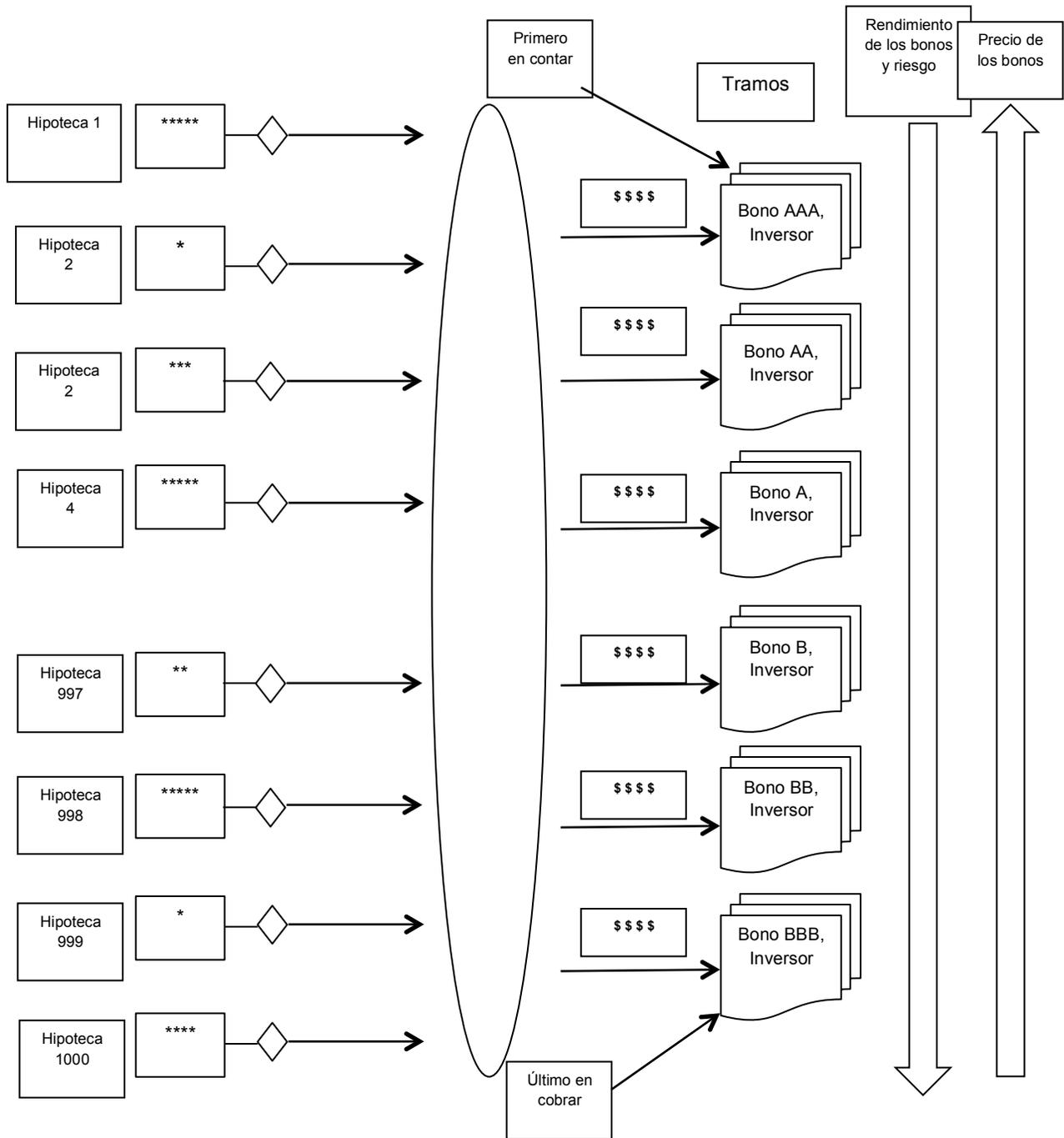
Se sabe que existe una categoría *sui generis* de instrumento financiero que no es un derivado en sentido estricto sino un bono: el bono respaldado por una hipoteca (BRH).<sup>8</sup> Se empezó a usar a fines de los 1970 pero se desarrolló en el auge inmobiliario y su posterior devaluación es una de las causas de la crisis inmobiliaria. Partiendo de que una hipoteca es un bono, la innovación financiera del auge inmobiliario consistió, explica Durbin (*op. cit.*) en que un intermediario compra del emisor de la hipoteca (el banco) digamos unas mil hipotecas que convierte en un súper bono que se vende a los inversionistas. Los vende en tramos de acuerdo a la calidad crediticia de los suscriptores originales de la hipoteca. Como lo indica la gráfica 3 un primer tramo tiene calidad triple AAA, menor riesgo (menor rendimiento) pero mayor precio y prioridad en el pago. El último tramo triple BBB son los *subprime*, mayor riesgo, menor precio y último lugar en el pago del dividendo (ver diagrama 1).

---

<sup>7</sup> El ejemplo que viene a continuación procede de Durbin, *op. cit.*, cap. 6.

<sup>8</sup> Se suelen llamar también obligaciones colaterales de deuda.

**Diagrama 1**  
Bonos respaldados por hipotecas



Fuente: Durbin ( 2011).

En primera instancia el BRH jugó un papel positivo para hacer más accesible la vivienda a millones de personas en países desarrollados, convirtiendo paralelamente a la construcción una especie de vértice productivo, con alto coeficiente de creación de empleo. Un primer problema consistió en la propensión perenne de estirar al máximo el crédito en el periodo de euforia como subraya Kindleberger (*op. cit.*).

Pero como gráfica aclaró el comediante político Bill Maher, el problema no consistió en que se les dio crédito a personas de bajo rating crediticio, sino en dos cuestiones: abatir los criterios de calidad crediticia y esconder las hipotecas de menor calidad en tramos calificados de alto rating, bajo la creencia de que la diversificación anularía el riesgo.<sup>9</sup> Sorprendentemente el principal responsable del abatimiento de la calidad crediticia fue el gobierno de los Estados Unidos a través de lo que se llaman empresas respaldadas por el gobierno, específicamente *Fannie Mae* y *Freddie Mac*. Este es un punto crucial que escapa a la mayoría de los análisis que veremos más adelante.

En seguida tenemos la cuestión de la relación de los BRH con los *credit default swaps*. Como explica Gillian Tett (2009), el CDS fue una innovación en el campo de los derivados creado por personal de J. P. Morgan en los 1990 y usado ampliamente para asegurar principalmente deuda corporativa. En el siguiente apartado explicaremos la relación entre el CDO y el BRH.

En síntesis no habría que perder de vista que a partir del inicio de la década del siglo XXI la gestión del riesgo experimentó una transformación radical, cuyo precursor fue la invención del CDS. En general la revolución en la gestión del riesgo no sólo consistió en la multiplicación y sofisticación de esos instrumentos derivados, sino en el desarrollo de la matemática financiera con el fin de simular el comportamiento de los mercados y predecir los factores de riesgo, bajo la dirección de genios en matemáticas llamados coloquialmente *quants*. Este constituyó el nuevo paradigma del capital financiero. Ese nuevo paradigma explica *The Economist* dio lugar a un periodo de oro, comprendido entre mediados de los 1990 hasta el estallido de la reciente crisis financiera en 2008. En esos años la multiplicación de los productos derivados y la ingeniería financiera detrás de los CDS y los BRH, dio lugar a la falsa idea de que era posible medir el riesgo crediticio milimétricamente, (hasta cinco puntos decimales) segmentarlo y redistribuirlo, todo ello con el apoyo de la autoridad bancaria, que abarató el crédito y les dio a los agentes financieros, la potestad de autorregularse, bajo una supervisión laxa.

---

<sup>9</sup> Como explica Durbin las agencias calificadoras respaldaron la propuesta de que mezclando los bonos de alto riesgo con algunos bonos de bajo riesgo, con un criterio por ejemplo de diversificación geográfica, el porcentaje de default no se apartaría de la tendencia histórica previas de alrededor del 1%, de tal suerte que los las faltas de pago serian eventos aislados (*op. cit.*, p. 203).

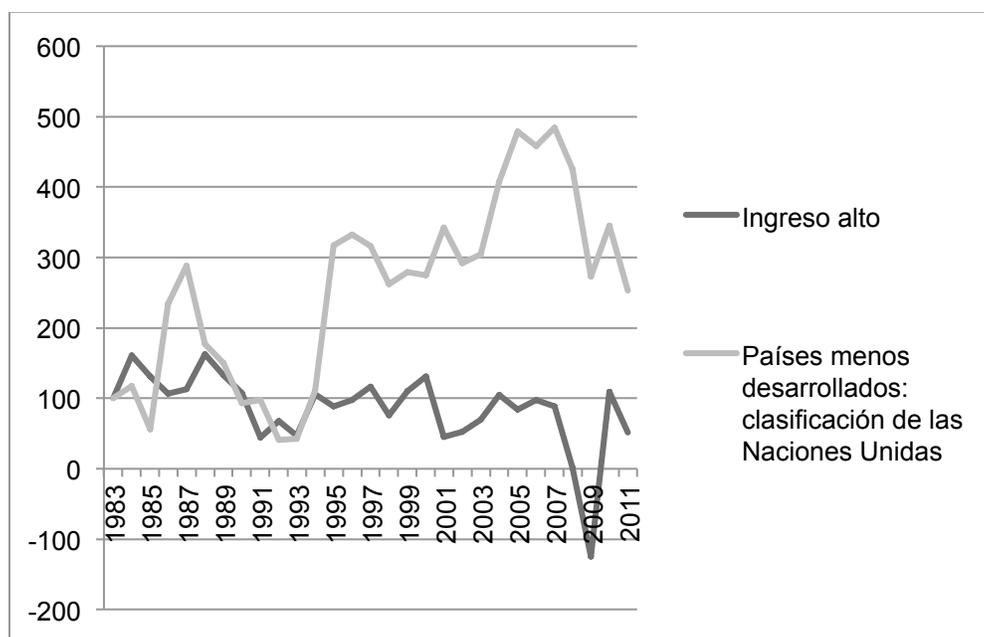
Veremos en el siguiente apartado que la crisis financiera reciente destruyó ese paradigma y la mayoría de las instituciones especializadas en la gestión del riesgo se vieron momentáneamente empujadas a la bancarrota y en Estados Unidos salvados por el prestamista de última instancia. Si la gestión del riesgo permitió aumentar el endeudamiento y la inversión, a partir de 2008 fue un factor que exacerbó de la crisis.

#### ⇨ 4. El ciclo global: sobreproducción, sobreendeudamiento, exceso global de liquidez y el auge inmobiliario en EEUU, 1982-2008.

A diferencia de otros autores y siguiendo básicamente a Dumas (2010) y Gamble (2009), consideraremos el periodo comprendido entre inicios de los 1980 y el estallido de la crisis inmobiliaria en 2008, como un ciclo económico unitario, aunque inestable, cuya etapa de euforia se ubica entre 2002 y 2008 (ver gráfica 1). Al interior de ese ciclo tiene lugar un sub-ciclo llamado del dot.com o de la nueva economía que se extiende a lo largo de los 1990 y concluye en un *crac* sectorial en telecomunicaciones en 2001 (*The Economist*, 20 de abril de 2000, Stiglitz; 2004). En ese *subciclo* no se agotan las fuerzas expansivas especialmente la onda de sobreendeudamiento que requirió un tiempo mayor para desenvolverse.

El ciclo económico más amplio que es global por excelencia, está condicionado por los siguientes factores: a) la revolución tecnológica de la información y la comunicación, que implica la aparición y rápido desarrollo de nuevos sectores industriales y de servicios organizados en redes globales; b) la interconexión de dos polos mundiales que interactúan estrechamente en el marco del nuevo patrón industrial: Estados Unidos, cuna de la revolución tecnológica y China, país de tamaño continental, en acelerado proceso de industrialización orientado a las exportaciones y oferente no sólo de mano de obra barata, sino crecientemente de trabajadores del conocimiento; c) enorme exceso de liquidez producto de la creación de riqueza, ante un ritmo decreciente de la inversión mundial en capital fijo (ver datos más adelante); y, d) como se dijo previamente, la aparición de un conjunto de innovaciones financieras que transforman la gestión del crédito, elevando el endeudamiento, contribuyendo a alargar el ciclo a costa de mayor inestabilidad posterior.

**Gráfica 1**  
Crecimiento del PIB mundial, países de alto ingreso y menos desarrollados  
1983-2011



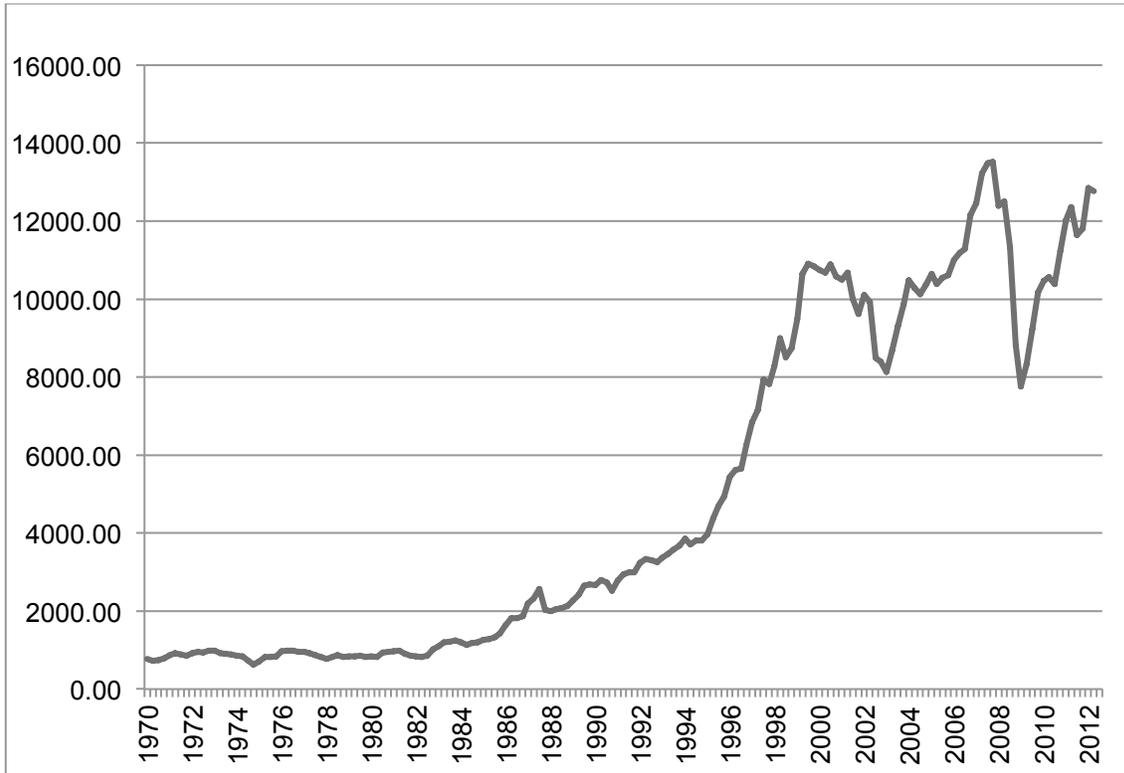
Nota: 1983 = 100.

Fuente: Banco Mundial, *Informe sobre el desarrollo mundial*, varios años.

En este ciclo global la transferencia masiva de capacidad de producción de los países industriales, principalmente de Estados Unidos a Asia, con eje en China e India, adquiere carácter masivo (Ernst, 2010). A su vez, las industrias básicas en China crecieron explosivamente y los tigres se aproximan a la frontera tecnológica internacional. La sobreproducción persigue al nuevo patrón industrial a medida que entran a la competencia empresas de numerosas localidades y países y saturan las industrias con barreras a la entrada bajas e incluso medias (Kaplinski, 2005). Se verifica también una ampliación enorme del mercado global al entrar al mismo cerca de dos mil millones de chinos e indios, muchos de los cuales superan la línea de pobreza. Esos dos mil millones de personas pueden definirse como los ganadores del nivel inferior de la globalización. La contraparte perdedora son los trabajadores de los países industrializados de calificaciones bajas y medias, cuyos empleos se transfieren al exterior y forman, en su mayoría, una avanzada políticamente reaccionaria. Los ganadores absolutos de la globalización son los tenedores de activos de capital, principalmente acciones, cuyos valores en la bolsa suben estratosféricamente durante el auge (ver gráfica 2). El promedio Industrial *Dow Jones* alcanzó su máximo en 2008 al lograr casi 15 mil puntos. A lo grandes ganadores en Estados Unidos ha estado en boga llamarlos 1% a raíz del

artículo publicado por Stiglitz (2011). Ese 1% de la población concentra el 25% del ingreso nacional en Estados Unidos.

**Gráfica 2**  
Índice de la Bolsa de Valores de Nueva York  
1970-2012



Nota: es la cotización semanal del Promedio Industrial Dow Jones

Fuente: *Wall Street Journal*, 11-12 de octubre de 2008.

El ciclo de expansión y endeudamiento se inició desde que se abatió la inflación excesiva a comienzos de los 1980. Las familias, el gobierno y el sector financiero avanzaron a la cabeza del proceso de endeudamiento (Dumas, 2010). Es en este ámbito donde se interceptan las fuerzas que animaron el auge. Las innovaciones financieras, específicamente los instrumentos de bursatilización de la deuda hipotecaria se concibieron para reducir el costo del financiamiento, lo que a su vez impulsó la construcción de viviendas. En Estados Unidos el índice de propiedad de vivienda pasó de 55% en 1940 a 67% en 2000 y 69% en 2004 (Shiller, 2008). Hubo varios factores que explican el incremento del índice; aparte de la reducción de las tasas de interés y las innovaciones en la gestión del crédito, fueron muy importantes las reformas legislativas que reforzaron el derecho a la

vivienda en ese país, lo que se tradujo en creación de entidades públicas para operar en gran escala un sistema subsidiado de hipotecas.

En Estados Unidos hubo un acuerdo social respaldado por liberales y conservadores que justificó subsidiar las hipotecas bajo el esquema Fannie Mae y Freddie Mac (en los que sigue F&F).<sup>10</sup> Su función consistió en comprar las hipotecas de alto riesgo y asegurar las restantes contra un posible incumplimiento, lo que implicó abaratar el acceso a la vivienda y abatir los estándares crediticios.<sup>11</sup> F&F no operaban con dinero público sino que obtenían su capital de la venta de bonos pero con respaldo implícito del gobierno federal a la tasa de los bonos del Tesoro. Se trata de una pirámide o esquema *Ponzi*, porque no está en los libros de la contabilidad pública y en la práctica engrosaba las ganancias de los bancos y operadores financieros en general costa de los contribuyentes. Para agosto de 2010, de acuerdo a Acharya (2011), el Departamento del Tesoro había aportado 142 mil millones de dólares en el proceso de embargo de 150 mil viviendas, contemplando 65 mil millones más para mantener a ambas a flote hasta 2019.

Desde comienzos de la década 2000, el auge inmobiliario no sólo en EEUU sino en el conjunto de los países desarrollados, fue el sustento del ciclo global, operando dentro del circuito de exceso de ahorro, endeudamiento público, expansión del crédito y nuevos instrumentos financieros, concebidos para expandir la apropiación de beneficios captados por los intermediarios. Si fue su principal motor, el auge inmobiliario fue también el origen de la debacle. Volveremos sobre ese crucial problema después de un breve análisis de la plétora de liquidez.

## ↳ 5. El exceso de liquidez y el descenso de la tasa de formación de capital en el ciclo global.<sup>12</sup>

Hemos visto que las tasas de interés bajas son una característica del ciclo global. El vehículo más importante del exceso de ahorro o liquidez es el superávit comercial euro-asiático estimado en un monto acumulado a 2008 de 5.4 millones de millones de dólares (Mc Kinsey, 2010), que se canalizó en su mayor parte a los bonos del Tesoro de los Estados Unidos. La otra fuente o vehículo de la liquidez fue el ahorro corporativo, que alcanzó globalmente la suma de unos 4.5 millones de

---

<sup>10</sup> Lo expuesto en este párrafo procede del excelente análisis de Acharya, Richardson, Nieuwerburgh y White, 2011. Los autores dejan claro que se trata de un caso extremo de populismo e irresponsabilidad pública que los sucesivos presidentes pasan unos a otros como bomba de tiempo.

<sup>11</sup> Keely y Love de la OCDE (2011), proporcionan un ejemplo revelador: un individuo con empleo de tiempo parcial y con un salario de 45 mil dólares al año, recibió un préstamo de 540 mil dólares con su casa como garantía. Sin embargo, los autores citados dan una explicación insuficiente de otorgamiento de subprime, ya que no consideran el papel de F&F, sino sólo la colateralización de la deuda hipotecaria.

<sup>12</sup> A menos que se indique otra fuente, lo que viene en este apartado es un resumen de McKinsey 2010, cap. 1.

millones de dólares en 2008. El exceso de liquidez se vio inducido por la declinación a lo largo de tres décadas de la tasa de formación de capital. El resultado fue la burbuja de deuda que estalló en 2008.

La inversión global en activos físicos como porcentaje del PIB, pasó de 26.1 % en 1970 a 20.8% en 2002. Como resultado y manteniendo la tasa correspondiente a 1970, el mundo tuvo, en el periodo de 1980 a 2008, un déficit de inversión de 700 mil millones de dólares promedio anualmente. El déficit acumulado es de 20 millones de millones.

La declinación de la tasa global de inversión (ver cuadro 2) es un fenómeno de las economías maduras, asociada a tres factores principalmente:

- a) El fin de la reconstrucción de posguerra,
- b) El menor crecimiento del PIB global, y
- c) La declinación del costo de los bienes de capital.

**Cuadro 2**  
La inversión global de capital como porcentaje del PIB global  
1970-2009

1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2009
25.4	25.0	25.0	23.0	23.8	23.1	20.8	24.0	21.8

Nota: la inversión se define como formación bruta de capital en activos físicos.

Fuente: *Mc Kinsey Global Economic Growth Database, Mc Kinsey, 2010, p. 10.*

La reconstrucción y ampliación del capital fijo llegó a su máximo a fines de los 1960, representando el 35% del PIB en Japón y el 29% en Alemania. Después de ese máximo, el crecimiento del PIB real empezó a declinar. El promedio en los 1960 fue de 5.3% contra 2.0 % para el período de 2000-2008.

En contraste con Europa y Japón, Estados Unidos mantuvo una tasa estable de inversión de entre 18-20% del PIB. La tasa sería mayor si se ajustara para incluir la inversión en intangibles (educación, I+D, computación y software y marcas, principalmente). Incluyendo esos activos, la tasa se hubiera elevado principalmente en Estados Unidos para llegar a cerca del 30% en 2008 (la antípoda en China con 5%). No obstante, esa inclusión no cambia la tendencia porque el déficit persiste en la medida en que la tasa conjunta, incluyendo activos tangibles e intangibles no varió prácticamente entre 1970 y 2008, permaneciendo en alrededor de 29% entre 1970 y 2008; es decir, no aumentó pese a la revolución en los equipos de capital, al que nos referiremos de inmediato.

Como resultado del aumento del poder de cómputo y el concomitante aumento en la calidad del equipo de capital computarizado, el precio de los bienes de capital ha descendido en comparación con el resto de los bienes y servicios. Consecuentemente se ha requerido menos inversión para lograr una expansión determinada en la capacidad productiva.

Como se dijo previamente, la menor actividad de inversión contribuyó a mantener bajas las tasas de interés. El abaratamiento del crédito a su vez incentivó el endeudamiento, la baja en la tasa de ahorro y la apreciación de los títulos en la bolsa de valores. Contribuyó también a elevar los beneficios corporativos y la construcción inmobiliaria. Sumados esos aspectos tenemos un cuadro de mayor crecimiento y empleo, pero inestable.

Las menores tasas de interés, el exceso de capital y el incremento del valor de los activos incentivaron el auge crediticio que llevó a la crisis. El factor que explica el mayor endeudamiento en las condiciones anteriores es el llamado efecto riqueza que abate la tasa de ahorro. Esta última pasó de 23% del PIB en 1970 al 19.6% a inicios del 2000. El descenso fue obviamente mayor en Estados Unidos, que pasó de 22.7 % en 1980 a 12.7%, en 2008. Las familias explican la mayor caída de la tasa de ahorro en los países desarrollados, que se redujo a la mitad desde su nivel de 12% en 1980.

Curiosamente el ahorro corporativo aumentó durante el ciclo. Pasó del 10% del PIB en 1980 a 13.3% en 2008. En la mayoría de los países ese aumento fue producto de la mayor rentabilidad, la menor tributación y en Estados Unidos, la recompra de acciones. El ahorro corporativo fue otro de los vehículos del exceso de liquidez.

En suma, como se señaló previamente los factores generadores de liquidez llevaron a la dupla auge inmobiliario-endeudamiento masivo. Los banqueros crearon nuevos productos financieros que los inversionistas adquirieron masivamente. Veremos a continuación la relación directa entre la expansión masiva del crédito, la euforia y la crisis de liquidez, centrada en Estados Unidos.

## ↳ 6. El auge inmobiliario en Estados Unidos, la crisis de liquidez y el *crac*, 2008-2009.

El estertor final del auge inmobiliario fue el episodio *subprime*, o sea, la extensión de las hipotecas a personas de menor capacidad de pago conducido de la mano por F&F, ligado a la aparición conductas irregulares y francas estafas.<sup>13</sup> El sector financiero en calidad de gestor del crédito, trató

---

<sup>13</sup> La más importante de las cuales es la cometida por el fondo de inversión de Bernard Madoff, por 50 mil millones de dólares. Ver *Financial Times*, 15 de diciembre de 2008.

de arbitrar el proceso y darle coherencia. Como puntualiza Harvey (op. cit.), superficialmente por lo menos el sistema del crédito contiene el potencial para salvar los antagonismos entre producción y consumo, entre la producción y la realización, entre usos presentes y futuros y entre producción y distribución; proporciona medios para arbitrar entre los intereses individuales y los de clase y así detener las fuerzas que conducen a la crisis. Pero el crédito a la larga empeora las cosas porque ataca los problemas a partir de la circulación y no a partir de la producción. En el momento culminante el crédito envía señales de precios erróneas y agrava las tendencias hacia la desproporcionalidad y exceso de acumulación. El crédito es inherentemente inestable, como afirma Minsky, porque sus agentes comprenden tardíamente, que sólo una minoría de ellos podrá librarse de la crisis de liquidez y como no saben de antemano quienes serán, destruyen temporalmente el sistema al tratar de salir.

Como señala Dumas (2010), al analizar las raíces de la reciente crisis, controlada la inflación desde inicios de los 1980, la gestión del riesgo demostró sus efectos benéficos, ya que aumentó la capacidad de endeudamiento a tasas de interés más bajas, elevando la accesibilidad de viviendas. La *bursatilización* masiva de las hipotecas mejoró el funcionamiento del mercado, creando ganancias extraordinarias al reducir el costo del capital. La idea de un título basado en las hipotecas fue compartir entre los nuevos agentes y los compradores de vivienda, el beneficio de la eliminación del intermediario, el banco hipotecario. Los bancos respondieron reduciendo su margen y entrando al negocio de los BRH, que en casi todos los casos quedó fuera de los balances contables del emisor para pasar al de un banco sombra (vehículo de propósito especial). La euforia continuaría en tanto siguiera elevándose el precio de las viviendas. Los modelos matemáticos computaban que el precio de las viviendas seguiría indefinidamente al alza (ver al respecto Gillian Tett, op. cit).

Bajo este escenario la propiedad de vivienda en Estados Unidos y el resto de los países desarrollados se incrementó considerablemente. En el caso de Estados Unidos según el índice Shiller, pasó de 160% en 2000 a 310% a inicios de 2006 (Shiller, 2008, p. 36). El máximo incremento del precio de la vivienda en Estados Unidos se verificó entre 2004 y mediados de 2006. Al comenzar el declive implacable de los precios de la vivienda se vio comprometida la rentabilidad del circuito creado a partir de la venta de vivienda, la titularización, la acumulación de deuda y más a fondo el endeudamiento masivo a partir de los superávits euro-asiático.

Hubo varios aspectos explosivos en la gestión del crédito en el auge inmobiliario que explican sus enormes costos sociales una vez que reventó la burbuja. Uno fue el papel de las agencias calificadoras que convalidaron el abatimiento de los estándares crediticios asociados a la

sobre-emisión de los BRH; en seguida está la relación letal entre esos bonos y los CDS. La baja escandalosa en los estándares crediticios orquestado por F&F desde fines de los 1990 ponía en evidencia a quienes estaban en el medio con los ojos abiertos que tendría que ocurrir un *default* masivo. Esos personajes, generalmente clientes privilegiados de Goldman Sachs, usaron los CDS como una especie de apuesta de que se produciría el default de los BRH.<sup>14</sup> Los emisores o compañías aseguradoras que vendían CDS como el gigante AIG, se especializaron en vender esos derivados para el segmento o tramo dominado por los *subprime*, pensando en que nunca pagarían y sin tener las reservas de capital necesarias para las contingencias. Como explica Durbin (op. cit., p. 206) la emisión de CDS por compañías aseguradoras como AIG era una violación de las regulaciones, ya que tiene exigencias de cobertura de riesgos de las que carecía AIG, que optó por eludir el problema recurriendo al *reaseguro*, lo que sólo alargó la cadena de fragilidad (Ibíd.).

El CDS lo llaman algunos autores como Durbin (op. cit., pp. 208-210) BHR *sintéticos*. Ante el hecho de que se había agotado el número de personas que podían tomar una hipoteca, aun con estándares crediticios muy bajos, se atrajo a masivamente a nuevos inversionistas; se les vendía lo que aparentaba ser un BRH, pero en realidad era un CDS. El rendimiento que recibiría el comprador del BHR sintéticos era parte del rendimiento que pagaba al comprador del CDS. El negocio parecía redondo porque la mayoría pensaba que el BRH original no entraría en default. Este es uno de los elementos de la llamada toxicidad, siendo el otro la mezcla disimulada de *subprime* entre hipotecas triple A.

Al descender los precios de la vivienda a mediados de 2006, quien tuviera la información necesaria sabría que todo el proceso se vendría abajo. Sin embargo, siguieron casi dos años de euforia ficticia que llegó a su fin el 15 de septiembre de 2008 con el anuncio de la quiebra Lehman Brothers, que no encontró comprador ni rescatista. Muchos ingenuos, como los llama Kindleberger, siguieron adquiriendo o aceptando una hipoteca, endeudándose por otras vías o comprando BRH. Unos pocos, encabezados por los astutos operadores de Goldman Sachs empezaron a salir, desprendiéndose de los títulos de hecho devaluados. Otros pensaron que eran demasiado grandes para caer, es decir, que serían rescatados por el prestamista de última instancia. Los bancos de inversión de Wall Street, las aseguradoras como AIG, los ejecutivos de F&F estaban en los correctos.

---

<sup>14</sup> De acuerdo con el *Financial Times* y otros diarios, Goldman después de 2006, o sea, iniciado el descenso del precio de las viviendas en Estados Unidos, seguía aconsejando a sus clientes regulares adquirir BRH, pero a sus ejecutivos y clientes privilegiados les aconsejaba apostar contra ellos es decir, adquirir CDS, adoptando lo que se llama coloquialmente en el medio una posición “corta”, porque los BRH caerían en *default*.

La quiebra de Lehman Brothers fue una fecha significativa para calendarizar la crisis; otro es la semana negra comprendida entre el 6 al 11 de octubre en la que se produjo la peor pérdida en sus 112 años de historia (WSJ, 11/12 de octubre de 2008). A fines de 2007, el promedio Industrial Dow Jones alcanzó su máximo acercándose a los 15 mil puntos (gráfica 1); el umbral más bajo se alcanzó el viernes 10 de octubre de 2008 con 8579.19 y se mantuvo alrededor de ese puntaje los siguientes días.

El ideólogo de la reaparición del prestamista de última instancia fue el nuevo gobernador de la Reserva Federal Ben Bernanke, un académico que dedicó parte de su vida a estudiar las consecuencias de la negativa a rescatar a los inversionistas del crac del 29. El rescate a favor del puñado de bancos de Wall Street fue de unos 550 mil millones de dólares en calidad de aportación directa de capital, 285 mil millones de garantías crediticias y 418 mil millones para asegurar activos (Acharya, *op. cit.*, p. 3) concedido en calidad de préstamo y pretendidamente condicionado a que cuando los bancos se recuperaran no recurrieran al pago de dividendos multimillonarios a accionistas y ejecutivos.

El rescate de los bancos de Wall Street representó sólo una parte de solución convencional del problema, ya que el proceso de sobre-endeudamiento estaba muy extendido y aumentaría la insolvencia a medida que se decreciera la actividad económica y aumentara el desempleo. Obviamente los millones de estadounidenses y europeos que adquirieron vivienda con los instrumentos mencionados, en su gran mayoría perdieron sus casas porque el valor de las mismas quedó chico en relación con el costo de la hipoteca, que tenían tasas flotantes. Otros no pudieron seguir pagando porque la recesión los dejó desempleados. El problema perenne es, como subraya Kindleberger: ¿a quién se rescata y con cuánto?

## ➤ 7. Crisis de deuda en la periferia europea.

La periferia europea, está constituida por un grupo de países que se integraron a la Unión Europea (UE) partiendo de un bajo nivel de desarrollo. La Unión Monetaria, la adopción de una moneda fuerte a la larga generó desequilibrios macroeconómicos en ese grupo de países que propiciaron un excesivo endeudamiento y un creciente déficit en cuenta corriente, arrastrándolos por ende a la crisis financiera.<sup>15</sup> La expansión crediticia elevó los costos salariales unitarios, lo que significó

---

<sup>15</sup> El tratamiento que sigue sobre la vulnerabilidad de la periferia europea derivada de las normas restrictivas de la Unión monetaria se basa en Dumas (2010, cap. 7) y Dumas y Choyleva (2011, cap. 5). El tratamiento se complementa con los datos del cuadro 4 y las fuentes complementarias que se citan.

pérdida de competitividad internacional, favoreciendo las actividades no comerciables, sobre todo la construcción y de allí el auge inmobiliario. España, por ejemplo considerada una economía próspera experimentó un crecimiento más bien extensivo (con bajo crecimiento de la productividad). La adopción del euro impidió, al igual que en los otros países del área que habían perdido competitividad, realizar el ajuste cambiario necesario para apoyar la restauración de la competitividad y contribuir a la corrección de los desequilibrios.

Lo que se advierte es que por razones diferentes, la periferia europea juega el mismo papel que Estados Unidos, es decir, son los receptores del exceso de ahorro proveniente principalmente de China, Alemania y Japón. A diferencia de la época anterior a la globalización financiera, la extensión de la Europa no se dio por el llamado contagio vía los conductos clásicos de propagación, sino que previamente se produjo la acumulación excesiva de deuda privada (excepto en Grecia) en el ciclo con fuertes componentes ficticios. Los países que participaron como tomadores de deuda mostraron, a la larga, diverso grado de vulnerabilidad. Irlanda, aunque fue golpeada fuertemente por la crisis, representa el caso de menor vulnerabilidad por ser una economía más competitiva; Grecia el de mayor vulnerabilidad y España queda en medio.

Irlanda, como economía semi agraria se benefició considerablemente de su adhesión a la UE, recibiendo importantes subvenciones, que crearon la base organizativa y educativa para su especialización en servicios tecnológicos (software). El desempeño económico fue sólido, ya que la productividad laboral creció un 63% entre 1990 y 2010, el crecimiento fue relativamente rápido y el aumento de los costos laborales unitarios modesto. El auge inmobiliario, favorecido por las bajas tasas de interés, fue un acompañante de la expansión de la industria y los servicios. El problema fue la desregulación financiera que determinó una gran vulnerabilidad por el endeudamiento bancario; los bancos adoptaron como norma financiarse en los mercados al mayoreo, rompiendo los criterios prudenciales (Dumas, *op. cit.*). El rescate bancario elevó la deuda pública total como porcentaje del PIB al 106%, en comparación con 24% en 2006.

Ante una caída consecutiva de las tasas de crecimiento del PIB desde 2008 se produjo una espiral deflacionaria impuesta por la disciplina del Euro. La caída en el ingreso nominal significa que el coeficiente de deuda se eleva, lo que significa un mayor ajuste fiscal que duplicó la deuda pública.

Contradiendo la imagen del milagro español y el indudable incremento del nivel de vida, el desempeño económico fue precario: la productividad laboral creció tan sólo 20% entre 1990 y 2010, con un estancamiento desde 1995; los costos salariales unitarios casi se duplicaron en el periodo y el déficit en cuenta corriente se triplicó entre 1990 y 2007. La economía se expandió pero

bajo una modalidad extensiva (con alto porcentaje de trabajo migrante). En ese país en los diez años previos a la crisis se expandió mucho más el sector de bienes raíces y la construcción que en Irlanda, careciendo de la centralidad de un sector tecnológicamente avanzado. El sector de la construcción llegó a representar el 12% del PIB en 2007 con alto endeudamiento privado externo por lo cual el estallido de la crisis dependía de la restricción del flujo de recursos externos (Dumas, *op. cit.*).

La crisis española tenía que detonar, en consecuencia, como crisis bancaria (según la clasificación de Reinhart y Rogoff, 2011), equiparándose al caso islandés e irlandés, pero evolucionando a crisis de deuda soberana debido a la actuación del prestamista de última instancia, que rescató a los bancos.

Los bancos españoles iniciaron un febril otorgamiento de créditos a la vivienda a partir de 1997, conectados al circuito global que se ha descrito previamente; los bancos bajaron drásticamente los estándares crediticios, es decir, las exigencias para dar préstamos hipotecarios. Los principales oferentes de crédito no fueron los bancos globales españoles, sino entidades regionales de ahorro, familiarmente llamadas *Cajas*, que operaban en un marco de supervisión laxo, gracias a una red de complicidades políticas bi-partidistas.<sup>16</sup> Las *Cajas* son entidades no registradas en la bolsa de valores cuyos propietarios son frecuentemente poderosos políticos locales y nacionales, reacios a la rendición de cuentas.

La participación de las *Cajas* en el sistema financiero español pasó del 10% en 1960 al 50% en 2010. Los créditos hipotecarios del 5% del PIB al 19% entre 1997 y 2011, en tanto que los precios residenciales se triplicaron en ese periodo (The Economist, 16 de junio de 2012). Teniendo en cuenta que el verdadero problema de insolvencia estaba oculto, los datos oficiales mostraban aun en 2008 que el sistema financiero español cumplía formalmente con los estándares de solidez y la deuda pública como porcentaje del PIB era de 40%. La crisis bancaria detonó cuando se colapsan los precios de la vivienda y se rompió el circuito de financiamiento externo. Poco después a mediados de 2012 se efectúa el rescate con fondos del Banco Central Europeo, del FMI y de la Comisión Europea (la Troika), por 100 mil millones de euros. Sorprendentemente se propuso que esos fondos se convirtieran en deuda soberana aunque se canalizaron al rescate bancario. Con este giro, aparecen los primeros elementos de crisis de deuda soberana y los bonos emitidos por el gobierno se deprecian, aumentando su rendimiento, hasta pasar la barrera del 6% en junio de 2012 (ver cuadro 3). La deuda soberana de 4 de los 5 países se estabiliza en 6%, lo que significa que la troika considera que los programas de austeridad no tendrán oposición popular significativa. La

---

<sup>16</sup> Lo que sigue sobre el caso español procede de *The Economist*, “the Spanish Bail-Out, 16 de junio de 2012 y el *Financial Times*, 31 de agosto, 7 de septiembre y 28 de septiembre de 2012.

duda es Portugal, cuya tasa está levemente por encima del 10%. Ciertamente esta situación es incierta y podrán requerirse nuevos rescates (condicionados) para estabilizar la situación.

**Cuadro 3**  
Rendimiento de bonos soberanos a 10 años (Septiembre 2011-Agosto 2012)  
Cálculos estimados para los primeros días de cada mes.

	Sept	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	Mayo	Jun	Jul	Ago
Grecia	5,26	5,12	5,5	5,68	5,29	4,99	4,91	5,45	5,79	6,41	6,25	6,85
Irlanda	8,17	7,4	8,29	9,11	8,23	6,98	6,81	6,78	6,83	7,34	6,15	6,22
Italia	5,28	5,54	6,19	6,68	6,92	5,7	4,91	5,16	5,5	5,66	5,63	6,05
Portugal	10,27	11,16	11,97	13,97	13,37	17,39	13,81	12,05	10,75	11,96	10,08	10,98
España	5,12	5,12	5,5	6,7	5,64	5,18	4,97	5,98	5,73	6,53	6,25	6,73

*Fuente: Bloomberg, Market Data.*

En resumen la crisis española tiene tres ejes: a) las entidades que operaban con limitada supervisión, la emblemática de las cuales es Bankia, el resultado de la fusión reciente de 7 cajas; b) la ubicación de las anteriores en una red de complicidades políticas, que dificultan sanear los préstamos; y, c) como consecuencia de los dos puntos anteriores, la ampliación progresiva de mayores requerimientos de fondos de rescate. En efecto, en medio de la indignación popular por las medidas de austeridad, Bankia recibió en mayo de 2011 un primer rescate del gobierno por 19 mil millones de euros al que se añadió otro rescate en noviembre de ese mismo año por 4.5 mil millones de euros.

Debido a las directrices establecidas por el gobierno alemán, el rescate bancario está condicionado a severas medidas de austeridad para reducir el déficit fiscal, las que inducen a la recesión y al alejamiento de los inversionistas que podrían adquirir deuda soberana. Lo anterior ha provocado un agudo debate donde sobresalen las críticas de Krugman y Soros la estrategia alemana de austeridad, que se aplica no sólo a España sino sobre todo a Grecia y a Portugal. Ese debate refleja la pérdida de contacto con la realidad de la teoría neoliberal-tecnocrática aun dominante y la insuficiencia de las opciones basadas en el keynesianismo. Nos referiremos a algunos aspectos de ese debate después de perfilar la crisis griega.

La problemática griega tiene antecedentes que es indispensable repasar. Macroeconómicamente en los 1960 la situación está equilibrada porque el déficit del sector público como porcentaje del PIB era casi de cero; dramáticamente en los 1980 experimenta un salto

llegando al 8.1 % y luego al 8.4% en la siguiente década, manteniéndose cerca del 6% hasta el estallido de la crisis; la deuda pública como porcentaje del PIB rebasa el 100% desde 2005 y es casi enteramente deuda externa. Sorprendentemente el desempeño económico es mejor que el de España, aunque los costos salariales unitarios se triplican. El gobierno griego se endeuda para elevar el consumo (que se acerca al 90% del PIB al estallar la crisis de deuda) en detrimento de la inversión. Los beneficiarios del incremento del gasto son los propios empleados públicos. Dado el decremento de la inversión, el déficit comercial aumenta continuamente hasta llegar al 14% del PIB en 2007.

Ante la crisis de deuda soberana, el rescate con fondos de la Troika, está condicionado a una reestructuración del sector público, que implica primeramente recortes de personal, de sueldos, prestaciones y jubilaciones. Lo anterior se complementa con elevamiento de precios de los servicios públicos y aumento de impuestos. El resultado es un panorama de recesión económica que aumenta el grado de dificultad social para pagar al prestamista de última instancia. Como señalan correctamente Maghir (2010), se han perfilado básicamente dos posiciones políticas ante el desastre social: aquellos que se oponen a los condicionantes establecidos por el gobierno alemán, alegando que no van al fondo del problema y son inviables por su costo social, además de que atentan contra la soberanía nacional. La derecha apoya incondicionalmente la reforma como medio de garantizar la permanencia de Grecia a la UE.

Los datos arriba citados indican que el gobierno griego está atrapado en un circuito parasitario, pero dentro de una economía que ha perdido competitividad. Esa pérdida de competitividad, equipara el caso griego al español, aunque la fuente del endeudamiento es diferente. Desafortunadamente ninguno de los grupos políticos que se ha movilizado en Grecia enarbola una reforma productiva que de sustento a la transformación del sector público.

Alemania como país con mayor influencia en la toma de decisiones en la UE, ha adoptado una política que ha favorecido la deflación al imponer severas medidas para reducir el endeudamiento. En contra de la política alemana se han manifestado varios intelectuales, entre ellos Paul Krugman y Richard Layard, autores del *Manifiesto para la cordura económica*. Se abordará brevemente esa propuesta para ubicar enseguida el contra-argumento de Kenneth Rogoff, que adopta una posición intermedia entre tecnócratas neoliberales y keynesianos. Después viene una breve conclusión.

El *Manifiesto* se publicó en el Financial Times el 27 de junio del 2012. Los autores inicia señalando que las economías avanzadas continúan atrapadas en la recesión por una razón simple: actualmente prevalecen las mismas ideas equivocadas sobre las causas de la crisis y su solución. Los tecnócratas insisten que la causa de la crisis es el excesivo e irresponsable endeudamiento

público. Responden que excepto Grecia eso es falso porque la causa fue el excesivo manejo de deuda del sector privado, principalmente de los bancos. Al estallar la burbuja se desplomó la producción y los impuestos, de modo que los actuales déficits son la consecuencia no la causa de la crisis, agregan.

Al estar sobre-endeudado el sector privado recorta sus gastos para pagar sus deudas, lo que es racional desde el punto de vista individual, pero un desastre a escala social ya que profundiza la recesión, agravando la deuda pública. La respuesta adecuada, señalan Krugman y Layard es que el sector público actúe como estabilizador para sostener el gasto, aunque después superada la emergencia, puede implementarse un programa de reducción de déficit público a “mediano plazo”. Los autores concluyen haciendo un llamado público a sumarse a la propuesta para reorientar las políticas y superar la recesión bajo la estrategia descrita por ellos.

Rogoff<sup>17</sup> califica el remedio keynesiano como simplista por asumir que los déficits públicos no tienen consecuencias en una economía en grave recesión. Fustiga a la vez a los que llama *absolutistas* que quieren que los gobiernos tomen acciones inmediatas para equilibrar sus presupuestos. Ambas posturas son peligrosamente superficiales, subraya.

Los absolutistas del techo de la deuda, agrega Rogoff, subestiman los cuantiosos costes de ajuste que implicaría autoimponerse una "parada súbita" en la financiación de la deuda. Precisamente, estos costes son la razón de que países sin recursos como Grecia se enfrenten a trastornos sociales y económicos tan masivos cuando los mercados financieros pierden confianza y se cortan súbitamente los flujos de capital.

Rogoff hace hincapié en que los gobiernos suelen tener miles de compromisos de gastos relacionados con servicios básicos como la defensa nacional, proyectos de infraestructura, educación y atención de salud, por no mencionar a los jubilados. Ninguno puede dejar abandonadas estas responsabilidades de la noche a la mañana.

El autor retoma la tesis planteada con su coautora Carmen Reinhart (*op. cit.* 2011) de que los niveles de deuda muy altos (del 90 % del PIB) como el actual, son una limitante al crecimiento económico, que a menudo llega a durar dos décadas o quizás más. En su amplio estudio ambos autores comprobaron que desde 1800 las altas deudas limitan hasta en un 25% la tasa de crecimiento por alrededor de 20 años. Por qué, se preguntan, el efecto restrictivo se extiende por un tiempo tan prolongado. Responde: tras el sobreendeudamiento los gobiernos suelen actuar al cabo de año y medio, sea aumentando los impuestos y reduciendo el gasto o reactivando el gasto gubernamental, lo que tiene un efecto efímero que agrava el problema de largo plazo.

---

<sup>17</sup> Publicado por el diario *Reforma* el 3 de julio de 2012.

En la parte final del libro de 2011, Rogoff y Reinhart hacen algunas observaciones sobre políticas de respuesta. De un lado, si el problema es de endeudamiento del gobierno, debe entender la relación entre el la deuda externa y la interna, incluyendo los pasivos contingentes, ya que hay retroalimentación que impiden una solución relativamente rápida. Es falsa la idea, agregan, que se pueda “salir” de las deudas. En cuanto a las crisis bancarias, son inevitablemente de larga duración, ya que su rescate se convierte en alta deuda pública que sólo cambia el problema de forma, pero no lo resuelve.

Su mensaje final es que los responsables de políticas se aferraron a que las supuestas mejoras en las políticas macroeconómicas y crediticias efectuadas en los años anteriores a la crisis harían que “esta vez es distinto”. *“Sin embargo, la habilidad de los gobiernos y los inversionistas para autoengañarse una y otra vez provocando ataques de euforia que por lo general terminan en lágrimas...”* (op. cit., pp-. 312-313).

## ⇒ 8. Conclusiones.

Con el estallido de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos y Europa y las políticas restrictivas que se iniciaron desde 2009 comenzó lo que parece ser una larga recesión, puntuada por salidas falsas. Como se trata de una crisis de deuda, Sin el desendeudamiento no podrá haber recuperación sostenida; empero, la vía por medio de la cual se intente abatir el sobreendeudamiento es decisiva para el futuro de la economía global. En Estados Unidos aún se debate políticamente entre demócratas y conservadores la magnitud del ajuste fiscal, sobre todo por el hecho de que una parte sustancial del mismo no fue provocada por la política de crédito barato a lo largo del auge, sino por el rescate financiero de Wall Street, bancos comerciales, compañías aseguradoras y automotrices. La restricción del crédito personal e hipotecario ha dejado en Estados Unidos una secuela devastadora agravada por la desposesión de viviendas, ya que el descenso de precios se ha sostenido por más de 4 años.

Las economías más vulnerables de la UE, quizás con la excepción de Irlanda, sufrieron el auto-engaño de la prosperidad sin sacrificios y se debaten ahora en un descalabro social de grandes proporciones. Sumando los efectos conjuntos de la crisis gran parte de la población de países que creían que habían superado las penurias de los reveses de fortuna, enfrenta desempleo, pérdida de patrimonio y descenso drástico de sus niveles de vida. Ello ocurre simultáneamente con la recuperación de la rentabilidad de los gigantes del sector financiero global encabezado por Wall Street y los *Hedge Funds*, aunque el sector bancario en general disfrutará de menor rentabilidad.

Los desequilibrios globales creados por el fin del auge son también críticos. China no puede contar con que su estrategia de crecimiento basado en las exportaciones sea aceptada por Estados Unidos con la misma tolerancia. Estados Unidos tratará de aumentar sus exportaciones a China como parte de un proyecto más amplio para abatir el desempleo de cerca del 10%. El aumento de impuestos parece ineludible, pero la oligarquía, el 1%, tiene el poder suficiente para bloquearla. China se enfrenta a un rompecabezas también porque deberá basar su crecimiento más en el demanda interna, lo que supone una reconversión de enormes proporciones.

La otra cuestión decisiva es la nueva regulación financiera. Su estatuto fundamental en Estados Unidos es la Ley Dodd-Frank para la Reforma de Wall Street y la Protección del Consumidor, firmada por el Presidente el 21 de julio de 2010. Se le considera la reforma más importante del sistema financiero desde la gran depresión de los 30.

Esa ley tiene 16 capítulos, cuyo principal objetivo es promover la estabilidad financiera en los Estados Unidos mediante la transparencia y rendición de cuentas, con el fin último de terminar con “demasiado grande para caer”, proteger a la ciudadanía y poner fin a los rescates. El capítulo VII se dedica a regular los derivados financieros, prohibiendo su negociación bilateral e imponiendo un centro de compensación.

Lo difícil es lograr un acuerdo internacional en materia de derivados, que no se ha logrado a la fecha.

### Bibliografía y fuentes documentales

- Acharya, Viral. Matthew Richardson, Stijn. Van, Nieuwerburgh y Lawrence, White. (2011). *Guaranteed to Fall*. Fannie Mae, Freddie Mac and the Mortgage Finance, Princeton University Press, Princeton.
- Dabat, Alejandro (2009). “La crisis financiera en Estados Unidos y sus consecuencias internacionales”, en *Problemas del Desarrollo*, vol. 40, núm. 157, abril-junio.
- Dumas, Charles (2010). *Globalisation Fractures. How Major Nations' Interests are Now in Conflict*, Profile Books, Londres.
- Dumas, Charles y Diana Chyleva (2011). *The American Phoenix and Why China and Europe Will Struggle After the Coming Slump*, Profile Books, Londres.
- Durbin, Michael (2011). *All About Derivatives*, McGraw Hill, Nueva York.
- Ernst, Dieter (2010). “Innovación Offshoring en Asia: causas de fondo de su ascenso e implicaciones de política”, en *Redes globales de producción, rentas económicas y estrategias de desarrollo: la situación de América Latina*, M. A. Pozas, M. A. Rivera y A. Dabat (Coords.), El Colegio de México, México,
- Gamble, Walton (2009). *The Spectre at the Feast. Capitalist Crisis and the Politics of Recession*, Palgrave, Londres.
- Guttman, Robert (1994). *How Credit Shape the Economy*. Sharp Inc., Nueva York.
- Harvey, David (1990). *Los límites del capitalismo y la teoría marxista*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Hilferding, Rudolf (1973). *El capital financiero*, Ediciones El Caballito, México
- Kaplinsky, Raphael (2005). *Globalization, Poverty and Inequality*, Polity Press, Cambridge.
- Keeley, Brian y Love, Patrick (2011). *De la crisis a la recuperación*. OCDE-UNAM. México.
- Kindleberger, Charles (1989). *Manías, Pánicos y Cracs. Historia de las crisis Financieras*. Editorial Ariel, Barcelona.
- Lenin, V. I. (1971). *El imperialismo fase superior del capitalismo*, en “Obras Escogidas”, ediciones Progreso, Moscú.
- Marx, Carlos (1946). *El Capital*, Fondo de Cultura Económica, Tomo III, México.
- McKinsey Global Institute (2010). *Farewell to Cheap Capital? The Implications of Long Term Shifts in Global Investment and Saving*, Diciembre.
- Meghir, Costas, Vayanos, Dimitrios y Nikos Vettas (2010). *The Economic Crisis in Greece. A Time of reform and Oportunity*. [www.greekeconomistforreform.com](http://www.greekeconomistforreform.com).
- Minsky, Hyman P. (2010). “The Financial Instability Hypothesis: Capital Processes and the Behavior of the Economy”, en *Financial Crisis: Theory, History and Policy*, C. P. Kindleberger y J-P Laffargue (Eds.), Cambridge University Press. Cambridge.
- Minsky, Hyman P. (2008). *Stabilizing as Unstable Economy*, Mc Graw Hill, Nueva York.
- Minsky, Hyman P. (1987). *Las razones de Keynes*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Patterson, Scott (2010). *The Quants. How a New Breed of Math Whizzes Conquered Wall Street and Nearly Destroyed it*, Crown Business, Nueva York.
- Pérez Carlota (2004). *Revoluciones tecnológicas y capital financiero. La dinámica de las grandes burbujas financieras y las épocas de bonanza*, Siglo XXI Editores, México.
- Reinhart, Carmen y Kenneth Rogoff (2011). *Esta vez es distinto: ocho siglos de necesidad financiera*, Fondo de Cultura económica, México.

- Shiller, Robert (2008). *The Subprime Solution. How Today Global Financial Crisis Happened and What to Do About it*, Princeton University Press, Princeton.
- Stiglitz, Joseph (2011). *Of the 1%, by the 1%, for the 1%*, Vanity Fair, mayo.
- Stiglitz, Joseph (2004). *Los felices 90. La semilla de la destrucción*. Taurus, México.
- Tett, Gillian (2009). *Fool's Gold. The Inside Story of J. p. Morgan and How Wall St. Greed Corrupted Its Bold Dreams and Created Financial Catastrophe*, Free Press, Nueva York.
- The Economist (2012). *The Spanish bail-Out*, 16 de junio.
- The Economist (2000). *After the Gold Rush. Have the markets really punctured the dot.com bubble?* 20 de abril.

Números anteriores:



Economía, población y desarrollo.  
Cuadernos de trabajo No 1  
Enero-Febrero 2011  
**Una interpretación sobre el bajo crecimiento económico en México**  
Isaac Leobardo Sánchez Juárez



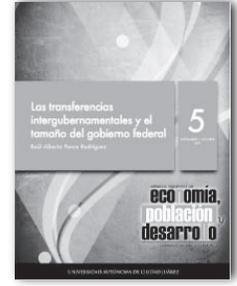
Economía, población y desarrollo.  
Cuadernos de trabajo No 2  
Marzo-Abril 2011  
**Análisis exploratorio de datos espaciales de la segregación urbana en Ciudad Juárez**  
Jaime García De la Rosa



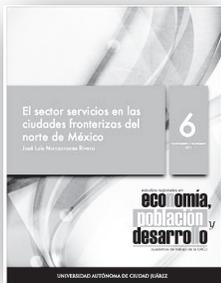
Economía, población y desarrollo.  
Cuadernos de trabajo No 3  
Mayo-Junio 2011  
**Diagnóstico y perspectivas del sector terciario en las regiones mexicanas**  
Rosa María García Almada



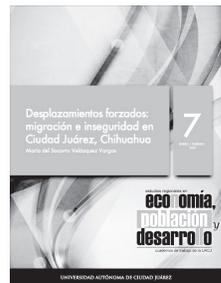
Economía, población y desarrollo.  
Cuadernos de trabajo No 4  
Julio-Agosto 2011  
**Desarrollo y pobreza en México. Los índices IDH y FGT en la primera década del siglo XXI**  
Myrna Limas Hernández



Economía, población y desarrollo.  
Cuadernos de trabajo No 5  
Septiembre-October 2011  
**Las transferencias intergubernamentales y el tamaño del gobierno federal**  
Raúl Alberto Ponce Rodríguez



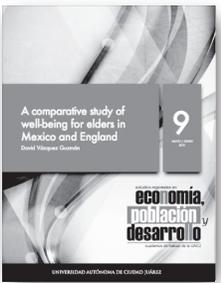
Economía, población y desarrollo.  
Cuadernos de trabajo No 6  
Noviembre-Diciembre 2011  
**El sector servicios en las ciudades fronterizas del norte de México**  
José Luis Manzanera Rivera



Economía, población y desarrollo.  
Cuadernos de trabajo No 7  
Enero-Febrero 2012  
**Desplazamientos forzados: migración e inseguridad en Ciudad Juárez, Chihuahua**  
María del Socorro Velázquez Vargas



Economía, población y desarrollo.  
Cuadernos de trabajo No 8  
Enero-Febrero 2012  
**Economía y desarrollo en Chihuahua, México. Una propuesta de análisis regional**  
Jorge Arturo Meza Moreno



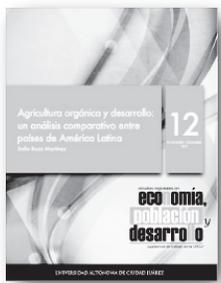
Economía, población y desarrollo.  
Cuadernos de trabajo No 9  
Mayo - Junio 2012  
**A comparative study of well-being for elders in Mexico and England**  
David Vázquez Guzmán



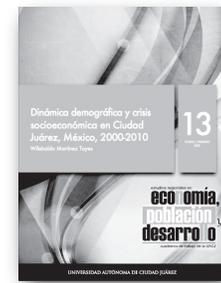
Economía, población y desarrollo.  
Cuadernos de trabajo No 10  
Julio - Agosto 2012  
**Political competition and the (in)effectiveness of redistribution in a federation**  
Ikuho Kochi y Raúl Alberto Ponce



Economía, población y desarrollo.  
Cuadernos de trabajo No 11  
Septiembre - Octubre 2012  
**Análisis y determinantes de la productividad legislativa en México (2009-2012)**  
Bárbara Briones Martínez



Economía, población y desarrollo.  
Cuadernos de trabajo No 12  
Noviembre - Diciembre 2012  
**Agricultura orgánica y desarrollo: un análisis comparativo entre países de América Latina**  
Sofía Boza Martínez



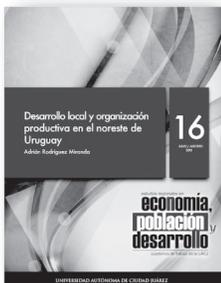
Economía, población y desarrollo.  
Cuadernos de trabajo No 13  
Enero - Febrero 2013  
**Dinámica demográfica y crisis socioeconómica en Ciudad Juárez, México, 2000-2010**  
Wilebaldo Martínez Toyé



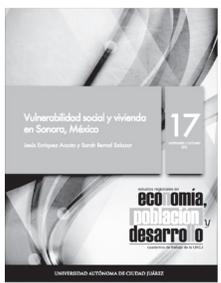
Economía, población y desarrollo.  
Cuadernos de trabajo No 14  
Marzo - Abril 2013  
**Capital social y desarrollo industrial. El caso de Prato, Italia**  
Pablo Martín Urbano



Economía, población y desarrollo.  
Cuadernos de trabajo No 15  
Mayo - Junio 2013  
**Política industrial activa como estrategia para el crecimiento de la economía mexicana**  
Isaac Leobardo Sánchez Juárez



Economía, población y desarrollo.  
Cuadernos de trabajo No 16  
Julio - Agosto 2013  
**Desarrollo local y organización productiva en el noroeste de Uruguay**  
Adrián Rodríguez Miranda



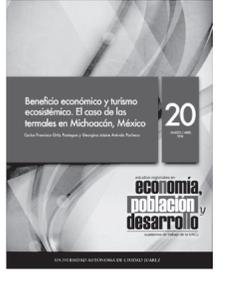
Economía, población y desarrollo.  
Cuadernos de trabajo No 17  
Septiembre - Octubre 2013  
**Vulnerabilidad social y vivienda en Sonora, México**  
Jesús Enriquez Acosta y Sarah Bernal Salazar



Economía, población y desarrollo.  
Cuadernos de trabajo No 18  
Noviembre - Diciembre 2013  
**Choques de política monetaria en México: una aplicación del modelo SVAR, 1995-2012**  
Adelaido García-Andrés y Leonardo Torre Cepeda



Economía, población y desarrollo.  
Cuadernos de trabajo No 19  
Enero - Febrero 2014  
**Bienestar, automóvil y motorización**  
Pablo Martín Urbano y Juan Ignacio Sánchez Gutiérrez



Economía, población y desarrollo.  
Cuadernos de trabajo No 20  
Marzo - Abril 2014  
**Beneficio económico y turismo ecosistémico. El caso de las termales en Michoacán, México**  
Carlos Francisco Ortiz Paniagua y Georgina Jatzire Arévalo Pacheco

## ➤ Normas editoriales

### I. Para el documento general:

Tipo de letra: Times New Roman.

Tamaño: 11 puntos.

Interlineado: 1.5 espacios.

Títulos y subtítulos:

El texto principal en 11 puntos. Títulos 12 puntos (en resaltado). Subtítulos 11 puntos. Cada título y subtítulo deberá numerarse bajo el siguiente orden: 1, 1.1, 2, 2.1, 2.2...

La extensión máxima de los cuadernos de trabajo será de 40 cuartillas.

La primera vez que se emplee una sigla en el texto se especificará primero su equivalencia completa y después la sigla.

### II. Hoja de presentación:

Título:

14 puntos, centrado, resaltado.

Nombre de autor(es):

12 puntos

Resumen y abstract:

Debe incluir resumen en español y abstract (diez puntos), no mayor a 250 palabras

Palabras clave:

Incluir entre tres y cinco palabras clave, en español e inglés

Referencia del autor o autores:

Institución de adscripción, grado académico y líneas-grupos de investigación que desarrolla y a los que pertenece.

### III. Sistema de referencia de citas:

Harvard-APA

Las citas bibliográficas en el texto deberán incluir entre paréntesis sólo el apellido del autor, la fecha de publicación y el número de página; por ejemplo: (Quilodrán, 2001: 33).

### IV. Notación en sección de bibliografía y fuentes de información:

Se deberá incluir al final del texto. Toda referencia deberá estar mencionada en el texto o notas de pie de página. Cada referencia iniciará con el primer apellido o los apellidos, luego el nombre del autor, y después, entre paréntesis, el año de publicación seguido de un punto. Ejemplos:

Se deberá incluir al final del texto. Toda referencia deberá estar mencionada en el texto o notas de pie de página.

Cada referencia iniciará con el primer apellido o los apellidos, luego el nombre del autor, y después, entre paréntesis, el año de publicación seguido de un punto. Ejemplos:

Artículo:

Ros, Jaime (2008). "La desaceleración del crecimiento económico en México desde 1982", en *Trimestre Económico*, vol. 75, núm. 299, pp. 537-560.

Libro:

Villarreal, René (2005). *Industrialización, competitividad y desequilibrio externo en México. Un enfoque macroindustrial y financiero (1929-2010)*, México, Fondo de Cultura Económica.

Capítulo de libro:

Castillo, Manuel Ángel (2003). "La política de inmigración en México: un breve recuento", en Manuel Ángel Castillo, Alfredo Lattes y Jorge Santibáñez (coords.), *Migración y fronteras*, Tijuana, El Colegio de la Frontera Norte / Asociación Latinoamericana de Sociología / El Colegio de México, pp. 425-451.

### V. Notas de pie de página:

Se utilizarán para hacer indicaciones complementarias, aclaraciones o ampliación de una explicación. La notas de pie de página en Times New Roman, 10 puntos.

## **VI. Tipología de imágenes dentro del texto:**

Cuadro  
Gráfica  
Diagrama  
Mapa  
Figura

Todas las imágenes deben ser numeradas y mencionadas dentro del texto. A toda imagen debe incluirse la fuente. Las indicaciones de la imagen: tipo y número de imagen, título de imagen y fuente se escriben en 10 puntos. En el texto poner como imagen los mapas, figuras, gráficas y diagramas –con el ánimo de no perder el formato realizado por el autor.

## **VII. Ecuaciones y fórmulas:**

Si se utilizan ecuaciones o fórmulas deberá utilizarse el editor de ecuaciones de Word y numerarse.

## **VIII. Envío de trabajos**

Los trabajos deben ser enviados a la dirección de correo: [lgtz@uacj.mx](mailto:lgtz@uacj.mx). Con el Dr. Luis Enrique Gutierrez Casas, editor de esta publicación.

La aceptación de cada colaboración dependerá de la evaluación de dos dictaminadores especialistas en la materia que se conservarán en el anonimato, al igual que el autor (autores) para efectos de la misma.

## ➤ Editorial Guidelines

### I. For General Document:

Font type: Times New Roman.

Size: font size 11.

Paragraph: 1.5 line spacing.

Titles and subtitles:

Main text font size 11. Titles font size 12 (Bold). Subtitles font size 11.

Each title and subtitle should be numbered in the following order: 1, 1.1, 2, 2.1, 2.2...

The maximum length of the workbooks will be 40 pages.

The first time an abbreviation is used in the text will be specified first complete equivalence and then stands.

### II. Front cover:

Title:

Font size 14, centered, Bold.

Author name(s):

Font size 12.

Abstract:

It should include abstract in Spanish and abstract (font size 10), no more than 250 words.

Keywords:

Include three to five keywords, in Spanish and English.

Reference of author:

Institution of affiliation, academic degree and line-developed by research groups and belonging.

### III. Bibliographical appointment system:

Harvard-APA

Citations in the text should include between parentheses only the author's name, publication date and page number, for example:

(Quilodrán, 2001: 33).

### IV. Notation about Bibliography section and Information fonts:

Should be included at the end of the text. All references must be mentioned in the text or footnotes page.

Each reference starts with the first name or last name, then the name of the author, and then, in parentheses, the year of publication followed by a period. Examples:

Article:

Ros, Jaime (2008). "La desaceleración del crecimiento económico en México desde 1982", en Trimestre Económico, vol. 75, núm. 299, pp. 537-560.

Book:

Villarreal, René (2005). Industrialización, competitividad y desequilibrio externo en México. Un enfoque macroindustrial y financiero (1929-2010), México, Fondo de Cultura Económica.

Book chapter:

Castillo, Manuel Ángel (2003). “La política de inmigración en México: un breve recuento”, en Manuel Ángel Castillo, Alfredo Lattes y Jorge Santibáñez (coords.), Migración y fronteras, Tijuana, El Colegio de la Frontera Norte / Asociación Latinoamericana de Sociología / El Colegio de México, pp. 425-451.

#### **V. Footnotes:**

Must be used to make additional indications, clarification or expansion of an explanation. The footnotes must be in Times New Roman, font size 10.

#### **VI. Image typology inside text:**

Picture  
Graph  
Diagram  
Map  
Figure

All images must be numbered and mentioned in the text, should include the source image. The indications of the image: type and number of image, image title and source are written in 10 font size. In the text set as image maps, figures, graphs and charts-with the intention of not losing the formatting by the author.

#### **VII. Equations and Formulae:**

When using equations or formulas should be used in Microsoft Word equation editor and numbered.

#### **VIII. Paper sending**

Entries must be sent to the email address: [lgtz@uacj.mx](mailto:lgtz@uacj.mx). With Dr. Luis Enrique Gutiérrez Casas, editor of this publication.

Acceptance of each collaboration will depend on the evaluation of two examiners skilled in the art to be kept anonymous, like the author(s) for the same purposes.

UACJ

Esta obra se terminó de imprimir en Junio de 2014  
Cd. Juárez, Chihuahua, México.

Tiraje: 120 ejemplares



UNIVERSIDAD  
AUTÓNOMA DE  
CIUDAD JUÁREZ

Universidad Autónoma de Ciudad Juárez  
Instituto de Ciencias Sociales y Administración  
Cuadernos de Estudios Regionales en  
Economía, Población y Desarrollo  
ISSN 2007-3739  
Cuerpo Académico de Estudios Regionales en  
Economía, Población y Desarrollo



UACJ CUERPOS  
ACADÉMICOS

[www.estudiosregionales.mx](http://www.estudiosregionales.mx)

Publicación afiliada a la Red Iberoamericana de Estudios del Desarrollo



© Universidad Autónoma de Ciudad Juárez  
Avenida Plutarco Elías Calles #1210, Fovissste Chamizal  
Ciudad Juárez, Chih., México.  
[www.uacj.mx](http://www.uacj.mx)