

LA HEGEMONÍA DEL CAPITAL FINANCIERO EN LA ECONOMÍA MUNDIAL: 1973-2023 / THE HEGEMONY OF FINANCIAL CAPITAL IN THE WORLD ECONOMY: 1973-2023

Ángel Vilariño Sanz

Universidad Complutense de Madrid (Profesor jubilado)

angelvila20@gmail.com



Fecha recepción: 19.01.2024

Fecha aceptación: 07.05.2024

Resumen

El análisis pone en el centro la incertidumbre radical que afecta tanto a las inversiones que buscan beneficios en la producción de bienes y servicios como a las inversiones que buscan beneficios en la gestión de instrumentos financieros. En ambos mundos los riesgos, especialmente los riesgos sistémicos, se han materializado mediante profundas crisis, precedidas generalmente de burbujas de crédito alimentadas por los grandes bancos internacionales. Ante esto, la regulación y supervisión financiera se han mostrado incapaces de contener las crisis sistémicas. En el período analizado han existido profundas innovaciones tecnológicas y financieras que guardan una amplia relación con los riesgos sistémicos.

Palabras clave: *Riesgos sistémicos, capital financiero, burbujas de crédito, regulación.*

Abstract

The analysis puts at the center the radical uncertainty that affects both investments that seek benefits in the production of goods and services and investments that seek benefits in the management of financial instruments. In both worlds, risks, especially systemic risks, have materialized through deep crises, generally preceded by credit bubbles fueled by large international banks. Given this, financial regulation and supervision have proven incapable of containing systemic crises. In the analyzed period there have been profound technological and financial innovations that have a broad relationship with systemic risks.

Keywords: *Systemic risks, financial capital, credit bubbles, regulation.*

INTRODUCCIÓN

Los objetivos principales de este artículo son: i) plantear el carácter singular e irrepetible de la denominada "edad de oro" ii) la importancia creciente de los riesgos sistémicos en la etapa analizada 1973-2023, iii) el protagonismo de los grandes bancos internacionales y de la expansión del crédito en las crisis sistémicas, iv) las grandes debilidades de la regulación financiera para poner un freno efectivo a la irrupción de las crisis sistémicas, dado que una regulación efectiva es frontalmente incompatible con los intereses del capital financiero y con las dinámicas de los mercados financieros, v) la importancia de los aparatos de estado en la mitigación de los efectos negativo de las crisis sobre el capital financiero, mediante las operaciones de rescate y los grandes apoyos de liquidez suministrados a los bancos comerciales y, por último, vi) la caracterización del capital financiero como el bloque social hegemónico y gran beneficiario del proceso de acumulación de capital.

ANTECEDENTES: "LA EDAD DE ORO"

Entre el final de la Segunda Guerra Mundial y el comienzo de los años setenta en EEUU y en algunos países europeos tuvo lugar una etapa singular "la edad de oro" del capitalismo, denominada así principalmente por el pensamiento keynesiano. Dicha etapa estuvo fuertemente marcada por acontecimientos económicos, políticos y sociales de gran calado, y en gran medida irrepetibles:

- i. La consolidación de la URSS como gran potencia política y militar, y la aparición de las "democracias populares" en el este de Europa, estrechamente vinculadas y dependientes de la URSS.
- ii. Las enormes necesidades de reconstrucción de las infraestructuras, viviendas y tejido industrial de los países europeos en los que se había desarrollado el conflicto militar, especialmente Alemania, Francia, Holanda, Bélgica, Italia e Inglaterra, con la enorme pérdida de vidas humanas, y personas heridas, junto con las grandes necesidades de fuerza de trabajo.
- iii. En el plano económico y político en EEUU, a raíz de la crisis del 29 y el fuerte deterioro económico y social de los años 30, el New Deal a partir de 1932 tuvo una gran influencia en los gobiernos europeos de Inglaterra y Francia. En EEUU Eisenhower (1953 - 1961) mantuvo los organismos creados en el New Deal (Gerstle, 2023), y en 1961, con Kennedy (1961 - 1969) llegó la "New Economics" "keynesiana" hasta la llegada de Nixon (1969).
- iv. Tanto en Gran Bretaña como en Francia en esta época la gran fuerza de los sindicatos fue un factor muy relevante.
- v. En Gran Bretaña las nacionalizaciones abarcaron al Banco de Inglaterra, minería del carbón, gas, electricidad, los ferrocarriles, y a parte de la industria metalúrgica. En Francia la nacionalización del Banco de Francia y el comienzo de la planificación con la nacionalización de seis industrias estratégicas. En Japón la reconstrucción económica y el perfil fuertemente exportador, finalizada la Segunda Guerra Mundial, se consiguió bajo la dirección del Ministerio de Industria, (Comín y Díaz, 2001; Hall, 1993).

En la "edad de oro" también se sentaron las bases para la ampliación internacional de la actividad productiva, comercial y financiera. Entre las más importantes están: el Acuerdo general sobre aranceles aduaneros y comerciales (GATT) en defensa del "libre cambio", la creación de la Comunidad europea del carbón y del acero (CECA) y la Asociación europea de Libre Comercio (EFTA). En el plano financiero la potenciación de la City londinense como centro de actividad de los grandes bancos norteamericanos y europeos para las operaciones entre ellos de operaciones de financiación a corto plazo, operaciones de financiación a grandes empresas norteamericanas y europeas en su actividad en Europa, en dólares, y préstamos a gobiernos latinoamericanos y asiáticos en los años 60 y 70.

A finales de los años 70 se creó en Londres un mercado interbancario de depósitos, que fue el origen de los tipos de interés LIBOR¹, referencia creada oficialmente en 1984 por la Asociación de bancos británicos. Las principales divisas de los préstamos de depósitos entre bancos referenciados al tipo de interés LIBOR fueron el dólar de Estados Unidos y la libra esterlina, pero enseguida se incluyeron el yen japonés, el franco suizo y el marco alemán. Los tipos de interés LIBOR en cada divisa eran la referencia para los préstamos sindicados a empresas y gobiernos, y para los contratos de derivados sobre tipos de interés, especialmente los *swaps*. El mercado interbancario de Londres fue, y sigue siendo, una pieza importante de la globalización financiera. Surgió con la llegada de empresas y bancos norteamericanos a Europa después de la Segunda Guerra Mundial y los bancos contaron con el gran incentivo de no exigirles el cumplimiento del coeficiente de reservas, que era una de las regulaciones más importante que tenían que cumplir los bancos comerciales. Años después, el descubrimiento en 2011 de importantes manipulaciones del tipo de interés LIBOR, en las que habían participado Barclays, HSBC, Royal Bank of Scotland, Citigroup, JP Morgan, Deutsche Bank y UBS, fue el inicio de una larga agonía de la referencia LIBOR y la búsqueda de unas nuevas referencias de tipos de interés para los mercados monetarios.

DOS CRISIS DECISIVAS: EL FINAL DE BRETÓN WOODS Y LA CRISIS DEL PETRÓLEO. EL COMIENZO DEL PROTAGONISMO DE LOS DERIVADOS

En la primera mitad de la década de los años setenta sucedieron dos hechos muy relevantes, tanto por la ruptura con el orden anterior, como por sus consecuencias y las nuevas realidades que alumbraron: los mercados de divisas con sus oportunidades de negocio y los riesgos asociados, y la inflación, que dio entrada a un elevado protagonismo de los bancos centrales con el diseño de políticas monetarias, que han tenido y tienen en los movimientos de los tipos de interés uno de los factores más relevantes de influencia sobre la actividad económica y la formación de burbujas financieras.

El 15 de agosto de 1971, el entonces presidente de EEUU, Richard Nixon, suspendió el régimen monetario nacido en 1945 en la reunión celebrada en el Hotel Mount Washington de Bretton Woods. Con esa decisión nació el riesgo de cambio y con él las necesidades de su gestión con el uso de los forwards y los swaps de divisas, tanto para realizar operaciones de cobertura como para ser negociados con la finalidad de obtener beneficios a corto plazo, pero también con la posibilidad de incurrir en pérdidas relevantes.

El segundo hecho relevante fueron las dos crisis del petróleo (1973, 1979) y *el fenómeno de la inflación* con su relación con los movimientos alcistas de los tipos de interés nominales y, con ello, la necesidad de disponer de instrumentos para la gestión del riesgo de interés como los *forward* y *swaps* sobre tipos de interés, que se generalizaron en la década de los años 80.

EL NUEVO ORDEN DEL CAPITAL FINANCIERO

En el proceso de acumulación de capital posterior a la Segunda Guerra Mundial se crearon las bases para la consolidación y el crecimiento de un grupo social que posee un gigantesco patrimonio materializado fundamentalmente en instrumentos financieros y activos inmobiliarios. Este grupo está formado por la fracción de la clase capitalista cuyo patrimonio e ingresos se basa y procede de los resultados obtenidos por la propiedad de instrumentos financieros en los diferentes mercados del mundo y no, únicamente, de los resultados de una empresa o sector particular.

Los intereses económicos del capital financiero pueden deslocalizarse de una empresa y de una economía en particular, gracias a la posibilidad de invertir en carteras globales que buscan rentabilidades invirtiendo en una gran variedad de instrumentos financieros, operando en mercados financieros globales, tanto por la diversa procedencia territorial de los instrumentos financieros negociados como por la diversidad

¹ *London InterBank Offered Rate.*

de los activos subyacentes y por la también diversidad geográfica de los agentes que intervienen en las transacciones. Entre los instrumentos financieros destacan las acciones que otorgan a los miembros del capital financiero los derechos de propiedad sobre las principales empresas industriales, comerciales, tecnológicas y financieras del mundo.

Desde los comienzos del capitalismo la actividad inversora no se ciñó a las fronteras nacionales pero el período 1973-2023 supone un salto cualitativo y cuantitativo que ha sido bautizado con el término globalización.

El conjunto de transformaciones que son causa y efecto de la dinámica globalizadora se enuncian a continuación:

- i. La apertura de la cuenta de capital² de las economías eliminando cualquier restricción a los movimientos de capitales de los no residentes.
- ii. Las facilidades fiscales, desde la no retención hasta la baja o nula fiscalidad sobre los rendimientos de los instrumentos financieros. La permisividad de los gobiernos sobre los paraísos fiscales (Chavagneux y Palan, 2014).
- iii. La revolución de las tecnologías de la información y la comunicación que permiten: i) manejar grandes volúmenes de información y realizar todo tipo de cálculos en apoyo a las decisiones de inversión y ii) operar en tiempo real en cualquier mercado desde cualquier punto geográfico.
- iv. La creación de nuevos instrumentos financieros que aportan "flexibilidad" y oportunidades de inversión, pero son también una fuente de beneficios para la industria financiera que los diseña. En particular los derivados (futuros, *forwards*, *swaps*, opciones estándar europeas y americanas, opciones exóticas (digitales, rango, con barrera, asiáticas, *lookback*, ...), que permiten modular las posiciones de riesgo, diseñar productos estructurados y utilizarse como instrumentos de inversión (Vilariño, 2011; Vilariño, Pérez y García, 2008; Hull, 2010).
- v. La creación y un fuerte impulso de vehículos de inversión específicos para el capital financiero, como los *hedge funds* y las actividades denominadas "capital riesgo" (*private equity*), diseñados para altos niveles de patrimonio dada la alta cuantía del volumen mínimo de inversión requerido (Pinto, Henry, Robinson y Stowe, 2018; Duffie, 2001))
- vi. Un aumento sin precedentes de los instrumentos financieros negociados en mercados bursátiles y extrabursátiles, en cuanto a acciones y bonos emitidos, como también instrumentos derivados, productos estructurados y bonos de titulización. Entre los nuevos instrumentos financieros destacan, en el ámbito del crédito, los préstamos sindicados que nacieron en la década de los años 80 para financiar compras apalancadas de grandes empresas. En el ámbito de la financiación mediante bonos surgieron múltiples tipos al calor del Plan Brady en la salida a la crisis de la deuda externa. Además, con la tecnología financiera surgieron una amplia variedad de productos estructurados, con gran presencia de derivados en forma implícita, fuertemente opacos para los inversores finales y generadores de grandes beneficios para las entidades emisoras y para las entidades comercializadoras. También en los ámbitos de la gestión de los riesgos de cambio, interés y mercado, se generalizaron los *forwards* y los *swaps* utilizados como coberturas, y por último, pero no menos importante, el crecimiento de los bonos de titulización, gran protagonista de la primera gran crisis financiera del siglo XXI.
- vii. Se crearon nuevas bolsas de valores, tanto para operaciones de contado como de plazo futuro. La creación de cámaras de compensación de las operaciones que permiten la conexión de

² Ahora reflejada en la balanza financiera.

los diferentes mercados y operaciones, y los repositorios para los instrumentos derivados. A partir de 1980 se crearon nuevas bolsas de valores en todos los continentes³. En África se crearon 24 bolsas de valores frente a 6 bolsas que había antes de 1980. En América, 36 nuevas bolsas de valores frente a 27 que había antes de 1980. Las nuevas bolsas no se corresponden necesariamente con el mismo número de países porque hay países donde se crearon varias nuevas bolsas, como por ejemplo en Brasil. En algunos casos las nuevas bolsas están diseñadas para la negociación de derivados. En Asia 43 nuevas bolsas de valores frente a 26 que existían antes de 1980. Aquí también son importantes las bolsas de valores para la negociación de derivados y los mercados electrónicos similares al NASDAQ de EEUU.

- viii. La hegemonía de las políticas económicas de corte neoliberal, para aumentar el excedente económico apropiado por los grandes oligopolios que configuran la economía mundial. La austeridad y el control salarial como ejes de las políticas monetarias neoliberales. La puesta en práctica de políticas monetarias, que bajo la forma de lucha contra la inflación, tienen como objetivo supremo evitar el deterioro de la riqueza financiera pero, al mismo tiempo, se ven impotentes para controlar las burbujas financieras y los riesgos sistémicos que regularmente afloran con efectos devastadores sobre las condiciones de vida y de trabajo de la mayoría de la población mundial.
- ix. El enorme crecimiento de una industria financiera que tiene como núcleo a los grandes bancos comerciales internacionales y a los grandes bancos de inversión y está formada por sociedades de inversión, sociedades de financiación, vehículos de inversión como *hedge funds* y *private equity*, fondos de pensiones, fondos de inversión, agencias de calificación, bolsas de valores, sociedades de compensación y liquidación de valores, empresas de asesoramiento financiero, jurídico y fiscal, empresas proveedoras de precios, empresas de distribución y creación de información financiera y empresas de tecnología vinculadas a los servicios financieros. Esta industria es esencial en la fase actual de acumulación porque proporciona tanto los vehículos de inversión como las infraestructuras necesarias para la actividad financiera tanto del capital financiero como de otras fracciones de clase que poseen riqueza financiera. Este complejo grupo de entidades y actividades adicionales es lo que se ha denominado "banca en la sombra"⁴, aunque una gran parte de ese colectivo no realiza actividad crediticia, y no es creadora de dinero. En cuanto a la regulación presenta una gran heterogeneidad porque tiene diferentes grados de regulación dependiendo del tipo de actividad realizada. Un aspecto diferente es la posibilidad de que se generen eventos sistémicos dada la altísima concentración de activos y pasivos que muestran algunos de los integrantes, y sus conexiones con los bancos comerciales y los bancos de inversión, tanto por la vía de las operaciones de financiación y de inversión como el hecho que los bancos tienen importantes participaciones de capital en las entidades no bancarias.
- x. La vinculación de los intereses, políticos e ideológicos de amplias fracciones de la clase capitalista y fracciones de las clases intermedias no capitalistas a los intereses del capital financiero tanto a través de sus posiciones jerárquicas en las relaciones de producción como por la posesión de instrumentos financieros, fundamentalmente a través de vehículos de inversión citados.

³ https://es.wikipedia.org/wiki/Anexo:Bolsas_de_valores

⁴ El término banca en la sombra (shadow banking) lo acuñó Paul McCulley, director del fondo de inversiones especializado en deuda pública PIMCO, para referirse a todas aquellas empresas y actividades que están fuera de la regulación de los bancos comerciales lo cual no quiere decir que no tengan regulaciones específicas. Es un cajón de sastre por la enorme heterogeneidad de lo que encierra.

- xi. La irrupción en la macroeconomía de la doctrina de las expectativas racionales (Lucas y Sargent, 1983; Sargent, 1987) profundizando en la visión mecanicista y determinista de la actividad económica, con la ilusión de trabajar con una incertidumbre domesticada frente al azar salvaje que explota en la secuencia de crisis financieras que han aflorado en los últimos cincuenta años. En el ámbito financiero la imposición de la construcción ideológica de los mercados eficientes (Vilariño, 2013), que se autorregulan, para cargar sobre la intervención pública la responsabilidad de las crisis y no como resultado endógeno de las dinámicas de acumulación capitalista en el marco de riesgos sistémicos generados por las actividades de los inversores.
- xii. El cambio de la producción realizada fundamentalmente en un centro físico situado en un determinado territorio a la producción globalizada bajo la estrategia de optimización del excedente monetario utilizando "cadenas de valor" (Gracia y Riquez, 2002). Además, el gran uso de instrumentos y servicios financieros por las empresas transnacionales, desde la emisión de deuda en diferentes divisas, con la participación de las agencias de calificación, la contratación de derivados para la cobertura de los riesgos de interés y de cambio, las necesidades de asesoramiento en las ampliaciones de capital y salidas a bolsa, el asesoramiento en las operaciones de fusiones y adquisiciones. Los vínculos también están presentes por las posiciones de cartera en deuda corporativa que mantienen los bancos comerciales y los bancos de inversión, y en los fondos de pensiones y fondos de inversión vinculados a los bancos.
- xiii. En la globalización financiera han jugado un papel de primer orden los aparatos de estado de EEUU, principalmente, el gobierno, la Reserva Federal, el Departamento del Tesoro y el Departamento de Estado (Panitch y Gindin, 2015) en las labores de defender los derechos privados de propiedad, abrir mercados, legislar a favor de las grandes empresas, disminuir los impuestos sobre los beneficios y sobre las rentas de las grandes fortunas. En estas políticas han coincidido en EEUU tanto los republicanos como los demócratas y, en líneas generales, las políticas anteriores se han aplicado en las principales economías europeas. La Unión Económica y Monetaria con la creación del euro ha servido fundamentalmente para un amplio desarrollo del capital financiero de raíz europea con ampliación de las escalas de actividad de las grandes empresas y entidades financieras europeas.

LA DINÁMICA DEL CAPITAL FINANCIERO: DE BURBUJA EN BURBUJA Y DE CRISIS EN CRISIS

A pesar de las evidencias de las crisis frecuentes que han acompañado desde su nacimiento al capitalismo, la ideología dominante ha tratado de buscar explicaciones de las crisis fuera del sistema dado que, en su ideario, el capitalismo está regido por un sistema de fuerzas que se equilibran y generan dinámicas estables sin rupturas. El concepto de equilibrio sigue dominando la teoría académica en las enseñanzas impartidas en las universidades y en las escuelas de negocios.

A lo largo del período 1973-2023 las crisis financieras y, en particular, las crisis bancarias han sido numerosas e importantes, con consecuencias graves sobre la actividad económica, y con políticas públicas que han tenido como eje central los rescates de los responsables de las crisis y no la protección de los más desfavorecidos, lo que aumentó gravemente la desigualdad social. El resultado ha sido un fuerte deterioro de las cuentas públicas por la enorme cuantía de los rescates bancarios y ayudas a las empresas y, como consecuencia, el aumento de la deuda pública y su contribución negativa al déficit público por el enorme crecimiento de los gastos por intereses. Las principales crisis se recogen en la siguiente Tabla 1.

Tabla 1. Principales crisis en el período 1980-2023

Inicio	Crisis	Duración
1982	Crisis de la deuda externa	1982-1989
1987	Caída Bolsa Nueva York 19/Octubre	Octubre-Diciembre
1991	Crisis japonesa	1991-2001 y siguientes
1992	Crisis del Sistema Monetario Europeo	1992-1993
1997	Crisis asiática	01/08/1997- dic/1999
1998	Crisis Long Term Capital Management	1998
2000	Crisis valores tecnológicos	1999-2003
2007	Gran crisis financiera	2007-2012
2010	Crisis del euro	2010-2016
2023	Crisis Silicon Valley Bank	2023

Fuente: Elaboración propia

En los episodios anteriores existe una amplia participación de grandes bancos internacionales, especialmente en las crisis de la deuda externa, la japonesa, la asiática, la gran crisis financiera y la de Silicon Valley Bank (Vilariño, 2024)

Las causas de las frecuentes crisis financieras deben buscarse en los siguientes elementos:

- i. En el ambiente de incertidumbre radical en el que se desenvuelven las decisiones de inversión tanto en activos materiales como en instrumentos financieros, dado que el futuro es radicalmente imprevisible y no existe ningún sistema de predicción confiable. Las dificultades para predecir el futuro favorecen las expectativas cortoplacistas en las que el presente reciente se extrapola al futuro.
- ii. Además, el presente se desconoce, en gran parte, por la existencia de grandes asimetrías de información y carencia de instrumentos teóricos y prácticos para conocer la realidad material y financiera de los fenómenos actuales. Las causas profundas de los movimientos de los precios de los instrumentos financieros son de difícil, por no decir imposible, identificación. Existen múltiples mediaciones que actúan sobre las decisiones de los agentes. El pasado se interpreta y se reinterpreta y, como cualquier otra historia, es una construcción intelectual en la que distintas corrientes se disputan la legitimidad de su relato.
- iii. Los bancos comerciales y, en particular, los grandes bancos internacionales juegan el papel central en las crisis sistémicas. La principal producción de los bancos es el crédito que no es una mera actividad de intermediación. Los bancos crean (producen) crédito y, al mismo tiempo, depósitos (medios de pago). Los bancos compiten en cuota de mercado a través del aumento del crédito. El aumento de crédito implica apalancamiento para los deudores (empresas, gobiernos y personas) y, en el apalancamiento, los deudores encuentran ventajas. Una burbuja de crédito nace cuando los compromisos adquiridos por los deudores no son sostenibles en un plazo futuro. Además, en los procesos de fuerte crecimiento del crédito, la calidad de los créditos nuevos se va deteriorando porque las capacidades de pago están prácticamente dadas y los nuevos créditos se otorgan a agentes con peor solvencia futura.

- iv. En la fase expansiva de crédito las métricas convencionales de solvencia mejoran, dado que existe un mayor crecimiento económico, y las empresas obtienen mayores beneficios, e incluso pueden aumentar los salarios, y todo lo anterior favorece la euforia financiera que antecede a la fase depresiva.

Al anterior marco general hay que añadir otros factores específicos:

- i. Ciclos de políticas de tipos de interés excesivamente bajos por factores derivados de la propia inestabilidad financiera (crisis de los valores tecnológicos, gran crisis financiera reciente) que favorece la euforia financiera al abaratar el coste financiero de las inversiones tanto en activos materiales y digitales, como en instrumentos financieros.
- ii. Innovaciones financieras, como las titulizaciones, los derivados de crédito⁵, y los CDO⁶ que tienen el efecto, entre otros, de situar los riesgos en los agentes peor informados.
- iii. Existencia de economías de red con múltiples vínculos entre los bancos comerciales entre sí, entre los bancos comerciales y los bancos de inversión y entre todos los bancos y el resto de las entidades financieras y también entre el sistema financiero en su conjunto y las empresas. Los vínculos se visualizan mediante los balances de todas las entidades citadas, dado que en muchos casos los pasivos de una entidad son los activos de otra y recíprocamente. Si añadimos los bancos centrales, los gobiernos, los hogares y el sector exterior la red de relaciones financieras está completa.
- iv. Los grandes bancos internacionales y las grandes empresas transnacionales forman un ecosistema interrelacionado sujetos ambos a la incertidumbre radical y a las expectativas cortoplacistas alimentadas por la evolución de los precios de las acciones cotizadas en los mercados bursátiles que son el reflejo de los factores citados anteriormente.
- v. Por último, los sistemas de incentivos y remuneración de los altos ejecutivos de las grandes corporaciones transnacionales y de los grandes bancos internacionales se basan en el crecimiento del valor de mercado de las acciones con períodos de medición inferiores en muchos casos al período necesario para evaluar si los resultados de las decisiones en materia de inversiones materiales y financieras han sido las idóneas en el marco de la sostenibilidad capitalista de la empresa.

⁵ Los derivados de crédito o CDS (*credit default swaps*) irrumpieron con fuerza a finales de los años 90 y son importantes en la toma de posiciones cortas esperando el deterioro de la solvencia de los emisores. Los CDO

⁶ CDO (*Collateralized Debt Obligation*) es un bono cuyos flujos de intereses y principal están basados en una cartera de bonos de distintos emisores.

Tabla 2. Crisis bancarias relevantes anteriores a la gran crisis financiera

País	Pérdida de PIB	Préstamos sin rendimientos	Incremento deuda pública	Período
España	58,5%	5,8%	3,8%	1977-1981
Argentina	58,2%	9,0%	33,1%	1980-1982
Colombia	47,0%	4,1%	16,6%	1982-1983
Uruguay	38,1%	nd	83,3%	1981-1985
México	26,6%	nd	22,6%	1981-1995
Brasil	62,3%	nd	-22,6%	1990-1994
Finlandia	69,6%	13,0%	43,6%	1991-1995
Suecia	32,9%	13,0%	36,2%	1991-1995
Brasil	0,0%	16,0%	-33,8%	1994-1998
Venezuela	1,2%	24,0%	23,0%	1994-1998
Japón	45,0%	35,0%	41,7%	1997-2001
Corea	57,6%	35,0%	9,9%	1997-1998
Tailandia	109,3%	33,0%	42,1%	1997-2000
Indonesia	69,0%	32,5%	67,6%	1997-2001
Rusia	nd	40,0%	-7,1%	1998-1999
Argentina	71,0%	20,1%	81,9%	2001-2003

Fuente: Laeven y Valencia, 2018 y elaboración propia.

Notas:

1. Pérdida de PIB: Las pérdidas de PIB se calculan como la suma acumulada de las diferencias entre el PIB real y la tendencial anterior a la crisis, durante el período [T, T+3], expresadas como porcentaje del PIB real tendencial, siendo T el año de inicio de la crisis.
2. Préstamos sin rendimientos: En porcentaje sobre el total de préstamos.
3. Incremento deuda pública: Porcentaje sobre PIB, El aumento de la deuda pública se mide sobre [T-1, T+3], donde T es el año de inicio de la crisis

En los 50 años analizados el capital financiero ha logrado un enorme incremento de su riqueza. Este proceso se ha conseguido atravesando crisis financieras recurrentes de las que ha salido fortalecido gracias al apoyo de los aparatos de estado entre los que se incluyen los gobiernos, los bancos centrales y el Fondo Monetario Internacional como agentes principales. Además, hay que señalar los apoyos mediáticos con el objetivo de desviar la responsabilidad de la crisis de sus principales actores, es decir, de los gestores al servicio del capital financiero.

El modelo de acumulación de capital basado en el aumento del consumo de masas pero al mismo tiempo con restricciones sobre los aumentos de los salarios, con aumento de la desigualdad social y pauperización de amplios sectores y países del mundo se complementa con mayores endeudamientos de las fracciones de clase intermedias y aumento del patrimonio financiero de los grupos sociales más o menos próximas al capital financiero y en armonía con sus intereses de maximización de la riqueza financiera.

Este proceso de concentración y acumulación de capital ha estado basado en una amplia destrucción de la naturaleza que sobrepasa los límites de la sostenibilidad material (Papeles de Relaciones ecosociales y cambio global, 2009), en la apropiación desigual del excedente monetario generado por los trabajadores y las trabajadoras, en la rentabilización privada del stock de conocimientos científico-técnicos y en el trabajo no pagado y subordinado de miles de millones de mujeres

EL PAPEL CENTRAL DE LOS RIESGOS SISTÉMICOS EN LA DINÁMICA DE ACUMULACIÓN CAPITALISTA A PARTIR DE LOS AÑOS OCHENTA DEL SIGLO PASADO

Los principales riesgos financieros que afectan a las entidades financieras son los de crédito, contraparte, liquidez, mercado, operativo, país, reputacional (Resti y Sironi, 2007) y sistémico (Bandt y Hartmann, 2000; Willke, Becker y Rostásy, 2013). Gran parte de estos riesgos, con más o menos intensidad, son también soportados por las empresas y, además, surgen en gran medida de las relaciones de cartera que las entidades mantienen con las empresas industriales comerciales y de servicios, con los gobiernos y con los hogares a raíz de la financiación de sus actividades. Sin duda, el riesgo más importante es el de crédito. Cuando los impagos aparecen y existen grandes dudas sobre la capacidad de pago de los deudores es cuando son más fuertes los terremotos financieros.

Los riesgos no son magnitudes observables, no se puedan leer directamente en los estados financieros de las entidades, sino que es necesario intentar diseñar modelos teóricos y operativos, y disponer de la información adecuada para la estimación o calibración de los parámetros de los modelos, con el objetivo, repleto de dificultades, y en ocasiones difícilmente alcanzable, de medir cada modalidad de riesgo.

La medición ideal de un determinado riesgo se expresa mediante la estimación de la máxima pérdida con un determinado nivel de confianza y a un horizonte temporal determinado. Esta definición introduce una aproximación estadística con las dificultades añadidas que esto supone. Para la mayoría de los riesgos financieros citados anteriormente no existe la métrica que cumpla estrictamente las condiciones establecidas, y desde luego no existe para los riesgos sistémicos.

Los riesgos son fenómenos endógenos creados por el sistema. La aproximación a la medición de los riesgos como un proceso de la naturaleza, que está dado, y que se rige por sus leyes internas que hay que descubrir, como las leyes de la Física, ignora la componente social de los riesgos. Los riesgos surgen de las decisiones de los diferentes agentes y de las múltiples interrelaciones entre ellos. Por eso, es enormemente difícil encontrar métricas de riesgo específicas para cada tipo de riesgo (Diebold, Doherty y Herring, 2010). Solo en el caso de los riesgos de mercado, cuando se trata de instrumentos financieros negociados activamente en mercados dotados de gran liquidez, se dispone de métricas que cumplen las condiciones establecidas y proporcionan mediciones útiles, tanto para los gestores como para los reguladores. Hay que tener en cuenta el horizonte, a muy corto plazo, con el que se miden los riesgos de mercado (Vilariño, 2016).

La mayoría de las teorizaciones del riesgo sistémico se abordan en el ámbito de los fenómenos, de los eventos sistémicos. La investigación de la naturaleza profunda de las causas de los eventos sistémicos conduce a un amplio número de problemas teóricos y empíricos con sus complejidades específicas. Problemas como la formación de expectativas en los mercados financieros (Giraud, 2001), las decisiones de gestión de los directivos de las entidades financieras, el papel de los altos incentivos económicos a corto plazo de los gestores, las consecuencias del alto grado de oligopolio de la industria financiera, las facilidades para los movimientos internacionales de capitales, el grado de acumulación y concentración de la riqueza financiera y las debilidades y carencias de la regulación y supervisión financieras.

El riesgo sistémico es la posibilidad de sufrir pérdidas originadas por eventos sistémicos. Un evento se caracteriza como sistémico si a continuación de la aparición de una "mala noticia" referida a una entidad financiera, a un país, o a una fuerte caída de los precios de las acciones, le sigue la aparición de efectos adversos sobre la salud financiera de otras entidades, otros países, o caídas bruscas de los precios en otros

mercados. Los fenómenos citados se pueden producir casi simultáneamente o dilatarse en el tiempo a través de complejas mediaciones imposibles de predecir.

Los primeros eventos pueden llegar a generar eventos sistémicos en gran parte porque los inversores poseen carteras de instrumentos financieros diversificadas internacionalmente y los gestores reaccionan vendiendo activos para compensar pérdidas y reajustando los niveles de riesgo comprando activos de menor riesgo. Otras veces son comportamientos miméticos, siempre presentes, los que dominan, y los mercados actúan bajo la presión de profecías autorrealizadas. En el caso de los eventos de riesgo que afectan en su origen a una entidad, los comportamientos de manada son frecuentes, dado que tanto los inversores en acciones como los depositantes en bancos son incapaces de conocer la realidad patrimonial de la entidad⁷ y de ahí surgen las ventas de las acciones y las retiradas de depósitos.

La búsqueda de rentabilidades a corto plazo, y los sistemas de incentivos vinculados a los rendimientos, pueden ser factores relevantes para explicar las tensiones sobre los mercados. También es necesario incluir los procesos en la década de los años noventa, de rápida apertura financiera de mercados emergentes, y la liberalización del sector financiero, en un marco de debilidad regulatoria. Inversiones nuevas en un país con mercados débiles pueden provocar fuertes alzas que actúan de reclamo para otros inversores, y la enorme liquidez internacional puede encontrar destino para su rentabilización. Otra característica relevante es que grandes carteras son gestionadas por el agente y no el principal, en cuyo caso el cuadro de incentivos es un factor de primer orden. Por supuesto, los factores anteriores siempre hay que considerarlos en un contexto de información asimétrica, y con un elevado coste para la obtención de información relevante.

A veces los eventos sistémicos tienen su origen en la existencia de choques comunes. Los países y los mercados sufren un choque común, por ejemplo, los efectos de un cambio en la política monetaria en Estados Unidos materializada en aumentos de los tipos de interés a corto plazo del dólar. Estos cambios pueden afectar a los flujos internacionales de liquidez a corto plazo. También pueden, a veces, trasladarse a los tipos de interés a largo plazo, tanto de las deudas soberanas como a las primas de riesgo de las deudas corporativas.

La anticipación de los efectos de una devaluación de otro país sobre la capacidad exportadora del que, debido a esa anticipación, sufre el contagio, o el efecto que el menor crecimiento de un país puede tener sobre la demanda externa de otro y, en particular, sobre determinados segmentos de su perfil exportador es otro factor desestabilizador. Algunas empresas que cotizan en bolsa pueden ser muy sensibles a estos choques externos y su caída, debido a las ventas provocadas por la anticipación de los inversores de los efectos futuros, puede provocar descensos significativos que se propaguen a otros sectores. Las devaluaciones competitivas pueden provocar una espiral de acciones y reacciones, con profundas repercusiones sobre las magnitudes macroeconómicas y a su vez sobre las expectativas de los agentes.

Los modos de formación de las expectativas de los inversores son muy relevantes en el contexto de los riesgos sistémicos. Aquí se incluyen las decisiones que son racionales desde el punto de vista de la racionalidad individual, pero que tienen como resultante movimientos excesivos de los precios de los activos financieros. Hay que partir de la existencia de cierto nivel de integración de los mercados financieros para que sea posible el contagio, y la existencia de inversores globalmente diversificados es un fuerte factor de integración. Pero también la creación de estereotipos que reducen la realidad compleja de la economía de un país a la simbología de los *ratings* de las agencias de calificación, y a la interpretación de un sintético cuadro macroeconómico, cuyo seguimiento, e interpretación convencional son el bagaje para la toma de decisiones. A veces el reduccionismo, llega a fijar las expectativas en base a una única variable como puede

⁷ Este desconocimiento también lo tienen en muchas ocasiones los altos ejecutivos de las entidades, dado que los riesgos no son directamente observables y los estados financieros bajo las normas de contabilidad no son capaces de aportar información sobre el tema.

ser el futuro dato de inflación, el dato de la balanza por cuenta corriente en relación al dato del PIB, o el aumento esperado de los tipos de interés de la política monetaria.

En los procesos de contagio tiene un papel central la fragilidad de la valoración de los instrumentos financieros. El precio de cualquier activo se define, en esencia, mediante el valor descontado de los flujos de efectivo futuros que generará para el propietario. Estos flujos se intentan predecir mediante reglas llenas de criterios arbitrarios y convenciones que son la materia de los textos de valoración de instrumentos financieros que se enseñan en las principales escuelas de negocios del mundo (Pinto, Henry, Robinson y Stowen, 2015). Ante las dudas sobre el valor de un activo financiero surgen los grandes movimientos en los mercados cuando los activos tienen cierto grado de liquidez, o su deterioro se mantiene oculto cuando no existen mercados líquidos y en algún momento la situación se puede volver insostenible porque los flujos esperados no llegan.

Por último, y quizás lo más importante, en la evolución del crédito otorgado por los bancos comerciales y, en particular, por los grandes bancos internacionales, está la clave de las crisis sistémicas que han ocurrido en estos últimos cuarenta años. Las burbujas de crédito han ocurrido en prácticamente todos los países del mundo. Es decir, crecimiento del crédito muy por encima de las posibilidades de pago de los deudores y aparición de grandes pérdidas que afectaban a la sostenibilidad financiera de las entidades. En el período comprendido entre los años 1980 y 1996 se produjeron crisis bancarias generalizadas o problemas significativos en algunos grandes bancos en 141 países (Sheng, 1995; Caprio et al., 1998; Hausman y Rojas-Suárez, 1997).

La burbuja de crédito induce un fuerte crecimiento económico que se incorpora a las expectativas como indicador de la buena calidad de los créditos. Las empresas y los gobiernos receptores del crédito comparten la euforia financiera y se endeudan muy por encima de su capacidad de pago.

Las innovaciones financieras juegan un papel importante y, en cada caso, corresponden a un determinado grado de desarrollo financiero. Desde los préstamos sindicados originados en el mercado interbancario de Londres a finales de los años 70, a la creciente importancia de los *rating* de las agencias de crédito en la década de los 80 para evaluar la capacidad de pago a largo plazo de gobiernos y grandes empresas, hasta las titulaciones estructuradas y productos complejos apoyados en derivados a lo largo de los 90 y en los primeros años del presente siglo.

Las crisis son en principio localmente sistémicas, pero inducen eventos sistémicos en otras geografías y en otras inversiones, como fueron los casos de la crisis del real brasileño (1998) y, muy importante, la crisis del *hedge fund* Long Term Capital Management, a partir de la "huida a la calidad" tras la crisis asiática.

Las crisis generaron grandes costes fiscales con aumento del déficit público y de la deuda pública, dado que los gobiernos, con el apoyo de los bancos centrales y del Fondo Monetario Internacional, realizaron grandes operaciones de rescate no sólo de las entidades financieras sino del capital privado en su conjunto.

El valor de mercado de la riqueza financiera sufre un quebranto a raíz de las crisis pero, con el apoyo de las políticas monetarias de los bancos centrales y las políticas fiscales de los gobiernos, consigue recuperarse, hasta ahora en pocos años, en un proceso de concentración creciente de la riqueza financiera (Piketty, 2015)

HECHOS ESTILIZADOS DE LA TRES GRANDES CRISIS SISTÉMICAS

Una aproximación a los eventos sistémicos que han recorrido la economía mundial en los últimos 40 años es hacerlo a través del análisis de las tres principales crisis económicas y financieras: la crisis de la deuda externa, la crisis asiática y la gran crisis financiera.

En estas tres grandes crisis es posible identificar ciertos rasgos comunes. Antes de la crisis se forman burbujas de crédito con gran protagonismo de los grandes bancos internacionales y, en algunos casos, también existe la participación de los bancos domésticos.

La crisis de la deuda externa (1982-1989)

Agentes principales

La crisis tuvo como agentes principales a los gobiernos de las economías afectadas, principalmente de Latinoamérica y de Asia, a importantes bancos internacionales estadounidenses y británicos, y a organismos como el FMI, el Banco Mundial, la Reserva Federal y el Tesoro de EEUU.

El relato previo a la crisis

Los gobiernos siempre cumplirían sus obligaciones de pago de la deuda. Podían considerarse prestatarios seguros.

La financiación al gobierno generaría crecimiento económico, como al principio así sucedió, que haría más factible el pago de las deudas.

El núcleo financiero y los riesgos ocultos

Desde mediados de los años 60 y especialmente en la década de los 70, a raíz de la primera crisis del petróleo, los gobiernos latinoamericanos y asiáticos recibieron un volumen de financiación creciente que, inicialmente y de forma fundamental, procedía del FMI y del Banco Mundial pero que fue perdiendo importancia a raíz de la financiación recibida de grandes bancos internacionales.

Entre 1970 y 1982 la deuda externa de América Latina y El Caribe creció desde 27.900 a 333.500 millones de dólares. En el sudeste asiático la evolución fue desde 8.400 a 124.800 millones de dólares. En Latinoamérica el porcentaje de créditos privados sobre la deuda total ascendió a 77,2% en 1982.

Los préstamos estaban referenciados a tipos de interés variables, dado que frecuentemente eran financiaciones a corto plazo que, al renovarse, también cambiaba el tipo de interés.

La utilización de los préstamos sindicados permitió que un grupo numeroso de bancos comerciales sin experiencia pudieran participar en el negocio, pero, también, asumiendo los riesgos de la financiación internacional.

El primer factor de riesgo subyacente era el grado de solidez y la sostenibilidad del crecimiento económico apoyado en la financiación citada. Esto nos lleva a los factores macroeconómicos entre los cuales estaba la inserción en la economía mundial mediante la doble vía del crecimiento de las exportaciones, la recepción de inversiones directas y la citada financiación bancaria.

Los eventos de riesgo, (Alonso, 2009) desde el lado de los gobiernos y de los bancos internacionales, eran: Debilitamiento de la demanda externa de bienes, especialmente de materias primas y productos semimanufacturados, disminución de las inversiones directas asociadas bien a la sustitución por otras economías o por intensificación de la inversión en el centro, en resumen, riesgos macroeconómicos

La posible depreciación de las divisas domésticas respecto al dólar de EEUU, debido a posibles diferencias en las tasas de inflación, menores entradas de inversión directa y salidas de capitales (en principio eran "fugas" hasta que se desreguló las restricciones de la balanza financiera) de los países en desarrollo. Por lo tanto, riesgo de cambio.

La imposibilidad de hacer frente al pago del servicio de la deuda y con ello la posibilidad de que se materializase el riesgo más importante: el riesgo de incumplimiento del pago de la deuda.

La materialización de los riesgos

El efecto de la crisis fue la "década pérdida" de las economías latinoamericanas y los bancos internacionales tuvieron que registrar en sus balances cuantiosas pérdidas con el riesgo de contagiar al sistema financiero de Estados Unidos.

La salida de la crisis y sus consecuencias

El Tesoro de EEUU tuvo una importancia central en la resolución de la crisis mediante el plan Brady que lleva el nombre del que era el secretario del Tesoro de EEUU en 1989.

Las consecuencias de dicho plan se resumen muy esquemáticamente en los siguientes apartados:

- a. La aceptación por los bancos internacionales de una quita del 35% de la deuda pendiente.
- b. La conversión de la deuda en forma de créditos en bonos negociables con pago de cupones vinculados al tipo de interés LIBOR en diferentes divisas y vencimientos en 30 años y con garantía del principal mediante la emisión de un bono cupón cero depositado en la Reserva Federal de Nueva York. Los bonos creados fueron la base de un nuevo mercado de bonos soberanos.
- c. La entrada de las agencias de calificación en el negocio de las emisiones de deuda soberana.

Por otra parte, en 1988 se publicó la primera regulación dirigida a exigir determinados requerimientos de capital a los bancos internacionales, lo que posteriormente se denominó Basilea I.

Crisis financiera asiática

Agentes principales

En primer lugar, los gobiernos de un grupo muy relevante de países del sudeste asiático: Tailandia, Malasia, Indonesia, Filipinas, Corea del Sur, Taiwán, Singapur y el centro financiero de Hong Kong; en segundo lugar, los bancos comerciales nacionales y empresas de estos países y en tercer lugar los grandes bancos internacionales.

Además, las agencias de calificación Standard&Poor's, Moody's y Fitch. En la resolución jugaron un importante papel el FMI, el Banco Mundial, la Reserva Federal de Estados Unidos y el departamento del Tesoro y los bancos centrales de los países citados.

El relato previo a la crisis

El estereotipo "milagro económico" jugó un papel importante basado en un fuerte crecimiento sostenido del PIB real con cifras en muchos casos cercanas al 10%, y una intensa apertura externa de la economía y cambios en la regulación para favorecer la entrada de capitales, que dado el alto crecimiento económico obtenido, se consideraron pruebas suficientes de que la apertura externa era el camino correcto para las economías en desarrollo.

El núcleo financiero y los riesgos ocultos

Entre diciembre de 1993 y junio de 1997 la posición de los bancos comerciales internacionales, liderados por los Estados Unidos, en la financiación a entidades domésticas de los países citados creció de 471.000 millones de dólares a 733.000 millones de dólares.

El gran volumen de financiación recibida por estas economías potenció crecimiento y esas altas tasas registradas se consideraban una buena señal de la capacidad de pago de los créditos. Al mismo tiempo las divisas mostraban una fuerte estabilidad dada la enorme entrada de liquidez en moneda extranjera convertida en las divisas domésticas que contrastaba las tendencias de depreciación en base a los diferenciales de inflación registrados entre las economías asiáticas y Estados Unidos.

Los riesgos ocultos. Los balances de los bancos domésticos mostraban un descalce de divisas con un volumen de pasivos en dólares muy superior a los activos nominados en las divisas domésticas. La burbuja de crédito estaba oculta bajo la suposición de un crecimiento perpetuo y sostenido de los beneficios crecientes de las empresas por aumento de la actividad.

La materialización de los riesgos

En la Tabla 3 se observa la magnitud de las caídas de los precios de las divisas referidas al dólar de Estados Unidos y de los precios de las acciones cotizadas en las respectivas bolsas de valores entre 1/jul/1997 y 30/jun/1998.

Tabla 3. Caídas de las divisas y de las bolsas

	Divisa	Bolsa
Indonesia	-33%	-58%
Corea del Sur	-35%	-56%
Tailandia	-41%	-53%
Singapur	-15%	-46%
Malasia	-39%	-39%
Filipinas	-37%	-36%
Taiwan	-19%	-16%

Fuente: Elaboración propia

Hubo una fuerte contracción económica, aumento del paro y retrocesos graves de las condiciones de vida y de trabajo.

La salida de la crisis y sus consecuencias

A raíz de que la crisis se extendiera a Corea del Sur, las señales de alarma sonaron en EEUU y por ello, la Reserva Federal y el FMI organizaron rescates y apoyaron a los gobiernos intentando, como aspecto fundamental, que la crisis no se extendiera a EEUU.

La incipiente regulación emitida por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea quedó seriamente dañada y se iniciaron los trabajos para construir Basilea II.

Una réplica de la crisis asiática fueron los ataques especulativos contra el real brasileño y el contagio al *hedge fund* Long Term Capital Management

La gran crisis financiera

Agentes principales

Los grandes bancos comerciales y de inversión de las economías de Estados Unidos y de la Unión Europea, entidades de crédito hipotecario, sociedades instrumentales vinculadas a las anteriores entidades como emisoras de bonos de titulización con diferentes niveles de complejidad, agencias de rating, bancos centrales y agencias gubernamentales responsables de las funciones de regulación y supervisión financieras.

El relato subyacente previo a la crisis

Los seis años anteriores al comienzo de la crisis fueron una época de fuerte crecimiento del PIB en base a la construcción de viviendas bien alimentada por una burbuja de crédito. Además, en los comienzos del nuevo siglo se divulgó la idea del fin de las crisis razonando en base a la reducción de la volatilidad de algunas variables macroeconómicas (Stock y Watson, 2022). Llama la atención que en 2000 la caída de los valores tecnológicos supero en algunos momentos el 50% y con ese precedente se potenciase el discurso de "la gran moderación" (Bernanke, 2004). Por otra parte, la nueva regulación sobre los requerimientos de capital a los bancos comerciales, Basilea II, ponía el énfasis en los grandes avances que los bancos habían realizado en la medición del riesgo de crédito mediante la utilización de modelos internos, de tal modo que, en la regulación, se incorporó la facultad otorgada a los bancos de medir el riesgo mediante sus modelos.

En la década de los 90 se vivió el apogeo de la literatura sobre la medición y gestión de los riesgos financieros especialmente los de crédito, contraparte y mercado. Reinaba la euforia sobre los éxitos de la modelización cuantitativa mediante "modelos matemáticos avanzados" (McNeil, Frey, Embrechts, 2015). Incluso algún autor abordó la modelización financiera desde los formalismos de la mecánica cuántica (Baaquie, 2007), para así reforzar la imagen de ciencia dura de las finanzas cuantitativas.

núcleo financiero y los riesgos ocultos

En el período 1999-2007 se creó una enorme burbuja de crédito en Estados Unidos y en la Unión Europea. El crecimiento del crédito para operaciones de construcción y compra de viviendas creció en Estados Unidos a una tasa anual acumulativa del 22,5%, y con tasas similares en la Unión Europea. Este fenómeno del crecimiento del crédito estuvo apoyado con emisiones de bonos de titulización que, aunque ya tenían una trayectoria de existencia de muchos años, sufrieron un enorme impulso porque las titulizaciones permitían que muchas entidades de financiación vendieran sus créditos a otras entidades comercializadoras de los bonos (Ruiz, Stupariu y Vilariño, 2016)

La materialización de los riesgos

Entre 2007 y 2010 el número de personas en paro aumentó un 40% en la UE y se duplicó en EEUU, y una oleada de crisis bancarias y rescates desde los gobiernos y los bancos centrales se desataron en EEUU y en Europa.

La crisis económica provocó fuertes caídas de los ingresos públicos que, unido a los voluminosos programas de los rescates financieros y a una primera etapa de aumento del gasto público para sostener la demanda, dio como resultado el aumento de los déficits públicos y de la deuda pública.

En la Unión Europea se impusieron las erróneas políticas de austeridad fiscal que fueron la causa de una nueva crisis. Con las dificultades de las finanzas públicas de Grecia se inició la crisis de la deuda soberana en Europa. Las posiciones cortas simultáneamente sobre los bancos y los gobiernos, mediante las ventas en corto de acciones y bonos y las posiciones compradoras en *credit default swaps* sin tener la propiedad de los bonos subyacentes, fue la estructura financiera que buscaba realizar grandes beneficios apostando tanto contra la salud de las cuentas públicas como la de los bancos.

Tabla 4. Efectos de la gran crisis financiera, 2008-2012

País	Pérdida de PIB	Préstamos sin rendimientos	Incremento deuda pública
Alemania	11,0%	3,7%	17,8%
Austria	14,0%	2,8%	14,8%
Bélgica	19,0%	3,1%	18,7%
Dinamarca	36,0%	4,5%	24,9%
España	39,0%	5,8%	30,7%
Estados Unidos	31,0%	4,1%	10,5%
Francia	23,0%	4,0%	17,3%
Grecia	43,0%	14,7%	44,5%
Irlanda	106,0%	12,9%	72,8%
Islandia	43,0%	61,2%	72,2%
Italia	32,0%	11,0%	8,6%
Luxemburgo	36,0%	1,3%	14,6%
Países Bajos	23,0%	3,2%	26,8%
Portugal	37,0%	7,3%	33,6%
Reino Unido	25,0%	4,0%	24,4%
Rusia	0,0%	9,6%	6,4%
Suecia	25,0%	2,0%	11,1%

Fuente: Laeven y Valencia (2018), los conceptos son los mismos que los de la Tabla 2.

La salida de la crisis, consecuencias y transiciones inciertas.

La crisis sistémica provocó otras crisis colaterales entre las que destaca la crisis de la regulación y de la supervisión financiera establecida para los bancos comerciales en las normas denominadas Basilea II. Las pérdidas sufridas por grandes bancos internacionales superaron mucho los requerimientos de capital establecidos que, supuestamente, eran capaces de soportar eventos sistémicos. Además, ante la crisis de liquidez, los bancos centrales tuvieron que inyectar fondos masivamente y a largos plazos, lo que se bautizó como "política monetaria no ortodoxa".

Como solución, surgió Basilea III (Basel Committee on Banking Supervision, 2023) con miles de páginas, pero incapaz de domesticar los riesgos sistémicos como se ha puesto de manifiesto en el reciente episodio de la crisis de Silicon Valley Bank. Las enormes pérdidas registradas por los grandes bancos comerciales y de inversión de EEUU y de la UE mostraron que, en estas entidades, la gestión de los riesgos era muy deficiente a pesar de disponer de grandes recursos humanos con títulos académicos y formación cuantitativa. El problema es que, al final, la calidad de la gestión de los riesgos está determinada por los enormes incentivos a corto plazo de los principales ejecutivos y no por los objetivos de sostenibilidad capitalista de la entidad.

Los modelos matemáticos de riesgos, relativamente sofisticados (McNeil, Frey y Embrechts, 2015, Duffie, 2001), son más productos enfocados a ganar la confianza de los supervisores que para ser integrados en la gestión interna de la entidad. La regulación y supervisión financiera se enfrentan a dos problemas esenciales: en primer lugar, los riesgos sistémicos no se pueden encapsular en modelos matemáticos y, en segundo lugar, la regulación y la supervisión financiera es en esencia un problema político porque una regulación y supervisión capaz de establecer límites a la aparición de eventos sistémicos como los descritos chocan frontalmente con la dinámica de acumulación del capital financiero. Los gestores públicos del capitalismo han aceptado que las crisis son inevitables y el objetivo no es evitarlas sino limitar los daños que sufre el modo de acumulación del capital.

Otro efecto colateral tuvo como protagonista a las agencias de *rating* que otorgaron con gran generosidad, y haciendo por ello grandes beneficios, calificaciones AAA a bonos que generaron pérdidas en un período de tiempo muy corto, por lo que protagonizaron una de las señales iniciales de la crisis⁸.

Por último, los riesgos climáticos afectan a toda la humanidad y también, por eso, a las entidades financieras: El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea los ha incluido en la agenda de los riesgos que los bancos han de identificar para evaluar las necesidades adicionales de capital. Pero el intento no puede llegar muy lejos porque tratan de encontrar métricas de buen comportamiento que permitan aumentos suaves de capital sin plantear "escenarios agresivos", aun aceptando el carácter "no lineal" de estos riesgos. En los escritos de Basilea (Bolton, P. et al., 2020) sobre esta cuestión reina la idea de que estamos ante un horizonte temporal de manifestación de los riesgos muy largo, y que hay tiempo suficiente para ir acumulando información y poder aplicar los métodos estadísticos habituales.

Referencias bibliográficas

Alonso, Nuria (2009), *Rating y spread de la deuda soberana, Un análisis aplicado a Latinoamérica*, Instituto de Estudios Fiscales.

Baaquie, Belal (2007), *Quantum Finance*, Cambridge University Press.

Bandt, Olivier y Hartmann, Philipp (2000), "Systemic Risk: A Survey", WP nº 35, *European Central Bank*.

Basel Committee on Banking Supervision (2023), *The Basel Framework, Bank for International Settlements*.

Bernanke, Ben S. (2004), "The Great Moderation", *Federal Reserve Board*.

Bolton, Patrick, Despres, Morgan, Pereira da Silva, Luiz Awazu, Samama, Frederic y Svartzman, Romain (2020), *The green swan*, Banque de France.

Caprio Gerard y Klingebiel, Daniela (1996), *Dealing with Bank Insolvencies Cross Country Experience*, The World Bank.

Chavagneux, Christian y Palan, Ronen (2014), *Los paraísos fiscales*, El Viejo Topo.

Comín, Francisco y Díaz, Daniel (2001), "Auge y decadencia de la empresa pública en Europa", *Cuadernos de Información Económica*, nº 182, mayo/junio.

Diebold, Francis, Doherty, Neil y Herring, Richard (2010), *The Known, the Unknown, and the Unknowable in Financial Risk Management*, Princeton University Press.

Duffie, Darrell (2001), *Dynamic Asst Pricing Theory*, Princeton University Press.

Fisher, Mark (2016), *Realismo capitalista*, Caja Negra.

⁸ "Aproximadamente el 60% de todos los valores garantizados con hipotecas fueron calificados como AAA durante el auge del crédito, mientras que normalmente obtienen esas calificaciones menos del 1% de todos bonos corporativos" (Rajan, 2011).

- Gerstle, Gary (2023), *Auge y caída del orden neoliberal*, Península.
- Giraud, Pierr-Noël (2001), *Le Commerce des promesses*, Editions du Seuil
- Gracia, Manuel y Rísquez, Mario (2022), "Cadenas globales. ¿Hacia una desglobalización parcial?", *Gaceta Sindical: Reflexión y debate*, nº 239, pg. 234.
- Hall, Peter (1993), *El gobierno de la economía*, Ministerio de Trabajo y Seguridad Social. España
- Hausman, Ricardo y Rojas-Suárez, Liliana (1997), *Las crisis bancarias en América Latina*, FCE.
- Laeven, Luc y Valencia, Fabian (2018), "Systemic Banking Crises Revisited", WP/18/206, *International Monetary Fund*.
- Lucas, Robert y Sargent, Thomas (1983), La macroeconomía después de Keynes, *Cuadernos económicos de ICE*, Nº 24, pgs. 7-30.
- McCauley, Robert y McGuire, Patrick (2021), Seven decades of international banking, *Quarterly Review*, September, BIS.
- McNeil, Alexander, Frey, Rüdiger y Embrechts, Paul (2015), *Quantitative Risk Management*, Princeton University Press.
- Panitch, Leo y Gindin, Sam (2015), *La construcción del capitalismo global*, Akal.
- Papeles de relaciones ecosociales y cambio global (2009), *Las crisis*, FUHEM.
- Piketty, Thomas (2015), *El capital en el siglo XXI*, Fondo de Cultura Económica.
- Pinto, Jerald, Henry, Elaine, Robinson, Thomas y Stowe, John (2015), *Equity Asset Valuation*, Wiley.
- Rajan, Raghuram (2011), *Grietas del Sistema*, Ediciones Deusto.
- Resti, Andrea y Sironi, Andrea (2007), *Risk Management and Shareholders' Value in Banking*, John Wiley & Sons.
- Ruiz, Juan Rafael, Stupariu, Patricia y Vilariño, Ángel (2016), "The crisis of Spanish savings banks", *Cambridge journal of economics*, nº 6, 1455-1477.
- Sargent, Thomas (1987), *Dynamic Macroeconomic Theory*, Harvard University Press.
- Sheng, Andrew (1995), *Bank Restructuring*, The World Bank
- Stock, James y Watson, Mark (2002), "Has the business cycle changed and why?", *NBER Macroeconomics Annual*.
- Vilariño, Ángel (2000), *Turbulencias financieras y riesgos de mercado*, Prentice-Hall.
- Vilariño, Ángel (2011), "Derivados", *Revista de Economía Crítica*, nº 11, pgs. 93-130.
- Vilariño, Ángel (2013), "Los mercados financieros son eficientes...para algunos", *Revista de Economía Crítica*, nº 16, pgs. 4-17.
- Vilariño, Ángel (2016), *Riesgos de mercado*, Garceta.
- Vilariño, Ángel (2024), "Sobre la crisis de Silicon Valley Bank: errores de gestión y las debilidades de la regulación y supervisión de los bancos comerciales", *Papeles de Europa*.
- Vilariño, Ángel, Pérez, Jorge y García, Fernando (2008), *Derivados*, Prentice Hall.
- Willke, Helmut, Becker, Eva y Rostásy, Carla (2013), *Systemic Risk*, Campus Verlag.

SOBRE EL AUTOR / ABOUT THE AUTHOR

Doctor en Economía, Licenciado en Economía Cuantitativa y Diplomado en Administración Pública, por la Universidad Complutense de Madrid. Consultor internacional en los ámbitos de regulación financiera, métricas de riesgo, gestión de riesgos, y macroeconomía política. Líneas de investigación actuales: riesgos climáticos y análisis integral de alternativas.