

Economía política de la Banca de Sombra

The political economy of Shadow Banking

Wesley C. Marshall¹

Resumen

Este artículo examina varios elementos de la teoría económica con respecto al dinero y los bancos a través de la historia reciente del sistema bancario de sombra (SBS). Se argumenta que el pánico financiero mundial de 2007-2009 ha obligado a la economía del *mainstream* a deshacerse de algunos de sus axiomas con respecto al dinero, la banca y la crisis, aunque manteniendo otros al mismo tiempo. En concreto, las afirmaciones de la doctrina neoliberal que los bancos no pueden crear dinero de la nada y que no pueden crear crisis, han sido rechazadas por miembros prominentes de la comunidad financiera y se han demostrado falsas por el crecimiento y colapso de la SBS. La actual gran crisis puede ser, por tanto, entendida tanto como una crisis de la SBS en su seno operativo, y también de la teoría neoliberal que logró convencer a los reguladores permitir que la SBS existiera.

Palabras Claves: Sistema Bancario de Sombra; Dinero; Crisis

Abstract

This article examines several elements of economic theory regarding money and banks through the recent history of the shadow banking system (SBS). It argues that the global financial panic of 2007-2009 has forced the mainstream position to jettison some of its axioms regarding money, banking, and crises, while still maintaining others. Specifically, the claims of neoliberal doctrine that banks cannot create money out of nothing and that they cannot create crises, have been rejected by prominent members of the financial community and have been proven false by the growth and collapse of the SBS. The current Great Crisis can be therefore understood as both a crisis of the SBS at its operational heart, and also the neoliberal theory that convinced regulators to allow the SBS to exist.

Key Words: Shadow Banking System; Money; Crisis

¹ UAM-I, México. Se agradece el apoyo del PAPIIT IN301015 de la UNAM: *Competencia financiera global y regional: modelos de financiamiento post-crisis*.

Introducción

A más de nueve años de que el sistema bancario de sombra entró en crisis en agosto de 2007, dando inicio a la Gran Crisis que sigue hasta hoy, el trato que se ha dado a la crisis –antes, durante y después– ha sido altamente revelador del ambiente político en el cual operan los economistas académicos y la regulación financiera. Particularmente, muchos han preguntado, y nadie con más fuerza que Mirowski (2013), cómo ha podido sobrevivir la doctrina económica dominante -el neoliberalismo- a una crisis que comprobó que sus posiciones más importantes son abiertamente falsas. Este artículo se suma al planteamiento de que los mismos mega-bancos globales que causaron la crisis, dominan tanto a las autoridades que deben regularlos como a la academia que debe de analizarlos. Los estrechos lazos entre Wall Street y las universidades más prestigiosas de los Estados Unidos (EU) han sido analizados por Ferguson (2013) y otros, así como sus efectos nocivos sobre la profesión del economista académico han sido investigados por DeMartino (2011), entre otros. De forma parecida, la 'puerta giratoria' entre las instituciones de regulación financiera y los mayores bancos ha sido particularmente visible y ampliamente cubierta en la prensa financiera y la cultura popular de EU.

Como se destaca en este artículo, la perspectiva que los académicos y reguladores tienen sobre el Sistema Bancario de Sombra (SBS) es tan interesante como la evolución del sistema en sí. Examinar cómo los expertos promovieron el SBS en su auge y cómo lo defendieron en su colapso da importantes pistas sobre la estrategia del neoliberalismo para superar su crisis actual. Al desarrollar este argumento, se repasarán otros temas, tales como el funcionamiento del SBS y sus contradicciones con elementos de la teoría económica neoliberal. Sobre todo, se destaca las formas en las cuales la crisis financiera de 2007-2009 han obligado a la teoría neoliberal a descartar algunos de sus axiomas más importantes en

una pequeña, y quizá temporal, concesión a una realidad que se ha alejado más de la teoría que en cualquier otro momento.

El Sistema Bancario de Sombra en el horizonte de la academia

La teoría neoliberal mantiene algunos axiomas sobre los cuales se basa toda la teoría neoliberal (Davidson, 2007). No es casualidad que las más importantes de éstas se tratan de dinero, y forman la base de la política económica que rige el comportamiento de la banca y el Estado. Por ejemplo, la teoría del dinero exógeno propone que los bancos no pueden crear dinero de la nada: solamente el Estado puede hacerlo, pero tampoco de forma irrestricta. Las teorías de que los banqueros no incurrirán en el fraude por cuidar su reputación (Greenspan, 2007: 256), que los mercados financieros son eficientes (Fama, 2013) y que los actores son racionales y pueden eliminar la incertidumbre de la especulación al calcular riesgos conocidos (Lucas, 1972), ofrecen en su conjunto una visión ficticia de la realidad, en la que los bancos no pueden causar una crisis. No es casualidad que los arquitectos de la desregulación financiera de los años ochenta y noventa muchas veces citaron estos argumentos.

Antes del pánico de 2007-2009, fueron pocos los que advirtieron sobre los enormes riesgos potenciales del SBS. Además, ese nuevo sistema tuvo destacados promotores, desde Krugman pidiendo abiertamente una burbuja hipotecaria (2002) hasta Greenspan declarando que las recientes innovaciones financieras habían permitido a sectores menos pudientes acceder al sueño americano de ser dueño de una casa (Greenspan, 2005). Con mayor distancia cronológica, tales aseveraciones se vuelven más ridículas. Desde la salida de Greenspan como presidente de la Reserva Federal (Fed), se colapsó la burbuja financiera, y Wall Street no ha podido inflar otra. Las clases bajas que supuestamente se iban a beneficiar de la burbuja en bienes raíces han resultado ser las más perjudicadas por el fraude bancario que definió el SBS.

Con años de distancia y mayor información sobre el SBS, se puede decir con confianza que este sistema financiero fue el motor real de la burbuja *subprime*, y que fue diseñado para poder ser opaco, fraudulento y depredador. EL SBS representaba un sistema muy eficiente para canalizar riqueza desde deudores a acreedores, pero fue destinado a caer en una gran crisis. A continuación, se analizan estos aspectos del sistema desde las palabras de sus mayores defensores y apologistas, y en el contexto del neoliberalismo.

La alquimia moderna

Desde su puesto en el Centro de los mercados financieros globales en la prestigiosa Universidad de Duke, y acercándose al SBS desde una perspectiva legal, Steven Shwarcz a mediados de los años noventa afirmó que la 'titulización es una alquimia que funciona de verdad' (1994). Promoviendo el argumento de la necesidad de colocar activos fuera de la hoja de balance, Shwarcz plantea que dado que:

[...] la 'titulización' suele considerarse, a efectos contables, como una venta de activos y no como un financiamiento, el originador no registra la transacción como un pasivo en su balance. Por lo tanto, dicho financiamiento fuera de balance aumenta el capital sin incrementar el apalancamiento del originador o la relación deuda-capital en sus estados financieros (Shwarcz , 1994: 142).

La titulización es la parte esencial del SBS. Si los bancos hubieran tenido que mantener reservas contra préstamos especulativos, el sistema no hubiera existido. Crear enormes cantidades de dinero de la nada fue el propósito del sistema. Shwarcz tiene razón al mencionar que cuando se eliminan las reglas contables, y los bancos pueden emitir créditos sin ningún respaldo, la capacidad de creación de dinero *ex-nihilo* es infinita. Cuando Shwarcz escribió estas líneas, el mercado de los derivados -esencialmente créditos especulativos fuera de la hoja de balance- ya había empezado su vertiginoso ascenso desde cero en los años ochenta, a más de diez

veces la producción anual mundial al irrumpirse la crisis. Asimismo, declarar 'una alquimia que funciona' es aceptar, en los términos más burdos posibles, que los bancos sí pueden crear dinero de la nada -la endogeneidad de dinero que la teoría neoliberal ha rechazado con tanto esmero.

En el mismo artículo, Shwarcz plantea acerca del financiamiento fuera de la hoja de balance que 'este cambio de forma no es para engañar a los inversionistas'. En el mismo año de 1994, la mayor quiebra en la historia de EU -el del condado de Orange- probaría que el fraude por derivados fue una posibilidad, y como describe Partnoy (2003), desde aquel momento, los derivados han probado ser el mecanismo favorito de banqueros criminales que buscan defraudar a sus clientes.

Muchos analistas mantendrían la hipótesis de Shwarcz de que ni los derivados ni el SBS fueron diseñados explícitamente para engañar a clientes. Por años, los mismos grandes bancos que presionaron al Congreso estadounidense para la desregulación de sus actividades, también buscaban formas operativas para soslayar el raquítrico e improvisado sistema de regulaciones bancarias nacionales.

Sin embargo, justo después de la crisis, autores que escribían para instituciones que representan intereses financieros empezaron a incluir frases curiosamente críticas en sus análisis. El primer análisis sistemático del SBS fue realizado por Zoltan Pozsar, quien escribió para la Fed de Nueva York. Al publicarse, el artículo de Pozsar fue significativo no sólo en el sentido de que fue el primer tratamiento exhaustivo de los flujos del SBS en ser ampliamente difundido, sino también en el sentido de que parecía una conclusión bastante controvertida: 'algunos segmentos del sistema bancario de sombra han surgido a través de diversos canales de arbitraje con valor económico limitado' (Pozsar *et al*, 2010: 67). En el mismo año, el Fondo Monetario Internacional (FMI) también

dio a conocer una declaración similar, afirmando que 'algunos productos complejos y de múltiples capas añaden poco valor económico para el sistema financiero. Además, probablemente agravaron la profundidad y duración de la crisis mediante la adición de incertidumbre con relación a su valoración, conforme se deterioraron los fundamentos subyacentes' (FMI, 2008). Una condena aún más fuerte de ciertas actividades financieras que realiza el SBS, viene de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), quien en su publicación de 2011 *Bank Competition and Financial Stability*, afirma que:

En términos muy generales, hay dos tipos muy diferentes de productos financieros:

1. Esos instrumentos primarios asociados con el consumo, el ahorro y la formación de capital fijo que crean riqueza (por lo general asociados con los préstamos de crédito comercial, capital de trabajo, y títulos de deuda); y
2. Las asociadas a la transferencia de riqueza entre los agentes económicos en el intento de: cubrir riesgos; arbitrar precios, para especular; y para reducir el costo de impuestos, regulación y la agencia (gastos de gestión, custodia, corretaje, etc.) (OCDE 2011: 36).

Como se analizará, el SBS desde sus inicios fue una construcción que atendía a las necesidades de la segunda clasificación de la actividad bancaria del OCDE. Entonces, mientras se puede creer que el sistema de alquimia funcional no fue originalmente diseñado para engañar a los inversionistas, es imposible negar que su estructura y forma de operar ofreció la opacidad, la asimetría de información y la posibilidad de creación irrestricta de dinero-crédito necesario para generar las condiciones de fraude, especulación maniática y expansión monetaria que crearían la mayor crisis financiera en la historia humana.

De tal manera, la crítica ofrecida por las instituciones mencionadas puede ser vista más bien como la aceptación de un pecado menor. Decir que el SBS no sirve a la economía en general y que algunos

de sus elementos pueden haber profundizado la crisis, suena mucho mejor que admitir que el SBS fue un sistema que llegó a ser la maquinaria más potente que la historia ha conocido para la creación monetaria y el fraude financiero.

Cómo Funciona la banca y el dinero

Hay una larga tradición en la literatura económica por omitir los grandes poderes que la creación *ex-nihilo* de dinero confiere a la banca. Hasta hoy, la posición dominante mantiene que la banca es un intermediario financiero, y que su función principal se limita a conectar a los que ahorran con los que quieren préstamos. Así, la banca no puede crear dinero de la nada, y no puede crear crisis.

La realidad pone a la banca en el centro de la economía capitalista, y enseña que la banca ha causado crisis repetidas a través de los siglos (Kindleberger, 1989), justo porque puede crear dinero de la nada y tiene una posición única para engañar a los clientes. Pero al analizar la SBS, los neoliberales mantienen la posición de la impotencia de la banca, aunque ya con excepciones muy importantes frente a una realidad que hace cada vez más evidente las deficiencias y defectos de su posición. Friedman ofrece un resumen de la versión ortodoxa de la banca:

Cuando el sistema monetario internacional se basaba en el oro, las reglas del juego fueron las siguientes: se suponía que el oro en EU debía controlar la cantidad de dinero emitido por la Reserva Federal. A su vez, la Reserva Federal controla la cantidad de dinero emitido por los bancos comerciales, que a su vez controlan la cantidad de dinero que los individuos, las empresas y la industria podían obtener de los bancos (Friedman, 1980).

Popularizado en *Free to Choose* de Milton Friedman, esta versión sintetiza la posición del neoliberalismo de que el dinero corre desde arriba hacia abajo y afuera desde el Estado (se considera fuera del sistema: el dinero exógeno) hacia el resto de la sociedad. Si observamos su sistema de poder monetario desde arriba,

primero se encuentra el oro, en el caso de que sirva como reserva; a continuación, se encuentra el dinero del Estado, que corre del Banco Central a los bancos comerciales; y en el siguiente paso, están las empresas y los hogares.

Para el neoliberalismo, el Estado es igual que cualquier otro actor económico en el que no puede gastar más de lo que recibe. Por lo tanto, en ausencia de un estándar de oro u otra restricción externa, el gobierno recibe una cierta cantidad de los impuestos, y esta cantidad puede ser gastada. Friedman llama a este dinero de 'alta potencia' o 'dinero externo' (Friedman y Schwartz, 1987). Una vez que este dinero está circulando en la economía, entonces la gente puede gastar y ahorrar su dinero en un banco. Cuando el banco multiplica este dinero de alta potencia, los nuevos créditos creados a partir de los depósitos se llaman 'dinero interno' -esencialmente el dinero que se multiplica dentro de los bancos.

Esta separación de dinero se acerca a la realidad a un grado inaceptable para los neoliberales de hoy. Para Krugman y otros, el 'dinero interno' o el dinero endógeno, no existe:

[...] cualquier banco individual, de hecho, tiene que prestar el dinero que recibe en depósitos. Oficiales de crédito de la banca no pueden emitir cheques de la nada; al igual que los empleados de cualquier intermediario financiero, deben comprar activos con los fondos que tienen en la mano. Espero que esto no sea motivo de controversia, aunque dado lo que suele ocurrir cuando hablamos de los bancos, supongo que hasta esta proposición estimulará un escándalo (Krugman, 2012).

Krugman no solamente contradice la posición de Friedman, sino la de la Fed también. La Fed no entrega a los bancos privados una cierta cantidad de dinero que puedan prestar, ni lo hacen los depositantes. Los bancos nunca tienen ninguna obligación de prestar. La teoría de 'fondos prestables' es desmentida por las propias autoridades. Los bancos determinan la cantidad a prestar

dependiendo de sus cálculos de ganancia. No tiene nada que ver con los fondos que tienen a la mano. Los bancos crean el dinero si lo estiman rentable, y los bancos centrales aumentan la cantidad de dinero exógeno de forma correspondiente. En otras palabras, el 'dinero interno' determina la cantidad de 'dinero externo', y no al revés. El siguiente testimonio ante la Cámara de Representantes de EU en 2006, es de Louise L. Roseman, Directora de la División de Operaciones del Banco de la Reserva y sistemas de pago:

[...] una de nuestras principales responsabilidades es asegurar que haya suficiente moneda disponible para satisfacer las necesidades del público. En ese papel, los doce bancos regionales de la Reserva Federal proporcionan servicios de divisas y monedas al por mayor a más de 9.500 de los casi 18.000 bancos, ahorros y préstamos, y cooperativas de crédito en Estados Unidos. Las instituciones de depósito que optan por no recibir los servicios de caja directamente de los bancos de la Reserva los obtienen a través de bancos corresponsales. Las instituciones de depósito, a su vez, proporcionan servicios de caja para el público en general. Cada año, la Junta de la Reserva Federal determina la necesidad de divisa adicional, la cual se adquiere desde el Departamento de la Oficina de Grabado e Impresión del Tesoro en aproximadamente el costo de producción (Roseman, 2006).

El planteamiento de Krugman de que los bancos enfrentan una cantidad fija de dinero exógeno que pueden utilizar queda desmentida por la Fed, al igual que el Banco Central de Inglaterra en su boletín trimestral de 2014 desmiente la noción de Friedman de que los bancos pueden multiplicar el dinero exógeno:

[...] en la economía moderna, la mayor parte del dinero toma la forma de depósitos bancarios. Pero muchas veces es mal entendido cómo se crean esos depósitos bancarios. La forma principal en la que se crean es a través de los bancos comerciales que otorgan préstamos: cada vez que un banco hace un préstamo, se crea un depósito en la cuenta bancaria del prestatario, creando así nuevo dinero [...]

Mientras que la teoría del multiplicador monetario puede ser una forma útil de introducir el dinero y la banca a los libros de texto de economía, no es una descripción precisa de cómo se crea el dinero en realidad. En vez de controlar la cantidad de reservas, los bancos centrales hoy en día típicamente instrumentan la política monetaria fijando el precio de las reservas -es decir, los tipos de interés (2). [...]

Por lo tanto, en realidad, la teoría del multiplicador dinero funciona de la manera inversa a la descrita normalmente (McLeay, et al., 2014).

Como señala el boletín del Bank Of England el debate sobre el funcionamiento de la banca está cambiando significativamente de forma en años recientes. El debate acerca del SBS presenta ciertas concesiones a la realidad, pero sigue velado en el misterio. Hasta el mismo término se debate. Los supuestos expertos del SBS no emitían ninguna alerta a la sociedad sobre los peligros inherentes de un sistema cuyo diseño permitía el fraude y la expansión monetaria *ad infinitum* en los años antes de su crisis. Una vez estallada la crisis, en vez de reclamar las deficiencias en la supervisión contra el fraude, reclamaban el nombre dado a la maquinaria financiera que desató la mayor crisis financiera de la historia.

Pozsar señala que "usamos la etiqueta 'sistema bancario de sombra' para este trabajo, pero creemos que es un nombre incorrecto y tal vez peyorativo para una parte tan grande e importante del sistema financiero" (Pozsar *et al*, 2010). De forma parecida, Gary Gorton de Yale University, declaró que 'la banca de sombra es un término que ha adquirido una connotación peyorativa, y no estoy seguro de que realmente se lo merezca' (Mirowski, 2013: 210). La opinión disidente del informe de la Comisión de Investigación sobre la Crisis Financiera (FCIC, por sus siglas en inglés) del Congreso estadounidense también se apega a esta línea de argumento,

nombrando el encabezado de una sección "la peligrosa imprecisión del término 'banca de sombra'" (FCIC, 2011: 427).

Aproximadamente dos años después de que Pozsar *et al* publicaran su primer trabajo para la Reserva Federal de Nueva York (FRBNY, por sus siglas en inglés), Cetorelli y Peristiani (2012), también escribiendo para el FRBNY, intentaron de nuevo analizar el SBS, con resultados muy diferentes, empezando con el lenguaje. Cetorelli y Peristiani abordan la cuestión de la terminología con mucho más honestidad, preguntando ¿si las "entidades bancarias reguladas se han marginado cada vez más cómo la intermediación se ha movido fuera de los balances bancarios y hacia las sombras?" (Cetorelli y Peristiani, 2012). Estos autores hacen que el término parezca perfectamente apropiado, dado que los bancos en la sombra sostienen sus activos fuera del balance, donde los reguladores y supervisores no pueden mirar: 'la intermediación se ha trasladado fuera de las hojas de los balances y hacia las sombras' (Cetorelli y Peristiani, 2012). Aunque estos autores no van tan lejos como para mencionar el fraude o la *ex-nihilo* creación de crédito-dinero, son mucho más concretos que otros en la identificación de la esencia del SBS y lo adecuado de su nombre.

Al mismo tiempo, estos autores también aclaran la descripción confusa del Pozsar sobre los actores del sistema. Pozsar señala que 'los ejemplos de los bancos de sombra incluyen compañías de financiamiento, fondos de Papel Comercial Respaldado por Activos (ABCP, por sus siglas en inglés), sociedades financieras de objeto limitado, vehículos estructurados de inversión, fondos de cobertura de crédito, fondos mutuos, los prestamistas de valores y entidades patrocinadas por el gobierno' (Pozsar *et al*, 2010: 67). Pero Cetorelli y Peristiani ofrecen otra visión sobre quiénes son los bancos de sombra, al señalar que las ganancias y la deuda creada por la SBS, y la gestión de ésta, son todas 'dominadas' por los bancos de inversión (2012: 48). En otras palabras, Wall Street.

La claridad de Cetorelli y Peristiani ciertamente se agradece, pero igualmente es parcial y todavía una excepción. Mucho más común, particularmente en la prensa financiera, es tratar SBS como un sector nuevo de la economía dominado por entidades desconocidas, como lo pinta Poszar en la cita más arriba. Pero de forma más importante, pareciera increíble que la agencia con el mayor poder regulatorio sobre Wall Street y por lo tanto el SBS -la Fed de Nueva York- no ha podido identificar contundentemente los actores principales en una crisis que todavía no pude describir. La mayor crisis financiera de la historia pudo ser fácilmente evitada por la FRBNY al aplicar las leyes anti-fraude o al no tolerar la contabilidad que permitía la creación irrestricta de dinero por parte de Wall Street. Años después, pareciera que todavía no se sabe lo que pasó.

EL SBS: una máquina de dinero *ex-nihilo ad infinitum*

La evolución de la banca tradicional a la banca de sombra puede entenderse como la transición de un modelo de originar y mantener a uno de originar y distribuir. En el primero, los intereses de los banqueros y los clientes de la banca eran sobre todo alineados. El cliente quiere una casa y está contento de pagar un financiamiento razonable. El banco quiere que se pague la hipoteca porque representa una ganancia. Cuando los dos actores llegan al acuerdo, el crédito nace, y cuando se paga la hipoteca, el crédito muere. Cuando todo sale bien, el banco realiza una ganancia y una persona pudo vivir en una casa, ahora de su propiedad, durante el periodo del préstamo.

Con la desregulación bancaria, y con la concentración bancaria, surgió el modelo de originar y distribuir, y la posibilidad de que los bancos pudieran apostar en contra de sus clientes. La titulización permite a los bancos convertir un préstamo en un bono que se puede vender a terceros. Cuando se vuelve más rentable vender esos bonos que cuidar un préstamo hasta su maduración, los

bancos lo harán, y si eso implica engañar a clientes, los bancos también lo harán, particularmente en la ausencia de supervisión, como fue el caso en EU. Los intereses de banco y cliente se desalinearon, las autoridades lo permitieron, y los bancos en vez de buscar clientes que podían pagar sus créditos, buscaron a quienes más fácilmente podían defraudar. Cuando el interés de los banqueros fue vender bonos, se volvió prioridad conseguir la 'materia prima' para su fuente preferida de ganancia, y la estrategia común fue contratar, como fuera, nuevos clientes.

Las grandes innovaciones financieras que según Greenspan iban a beneficiar a la población tradicionalmente excluida de los circuitos de crédito en EU, sirvieron para el propósito contrario en el cálculo final, y al pasar de los años, se observa más claramente cómo los pobres, negros y latinos, fueron los blancos principales para los bancos criminales (Dymski et al, 2011). Defraudar a los clientes minoristas es fraude de primer piso, lo que se llamará aquí el fraude delantero. De forma metafórica, los deudores fueron la carne para hacer la salchicha. En términos crediticios, si la carne es de mala calidad, la salchicha también lo será, independientemente de la alquimia o la sazón que uno le ponga. Y así pasó a los compradores del producto final. En vez de un producto de alta calidad, muchos bonos, por lo complejos que llegaron a ser, resultaron ser pura basura. Así, en la parte delantera, los titulares de hipotecas ya no eran tratados como valiosos clientes, sino más bien como carne para el molino del fraude. En la parte final, los inversionistas, confiando en las agencias crediticias, terminaron defraudados. En la transición de la banca tradicional a la banca de sombra, los bancos pasaron de intermedios financieros a intermediarios de fraude.

A pesar de las grandes transformaciones en la apariencia de la banca, sus funciones siguen siendo lo que siempre han sido. Los bancos de Wall Street, y algunos europeos y japoneses con fuertes presencias en Nueva York, soltaron un sin número de tentáculos

fuera de la hoja de balance, creando una compleja red de vehículos financieros que sirvieron de fondos especulativos, como son los *hedge funds* y los *Special Purpose Vehicles* (SPVs), que incluyen los *Structured Investment Vehicles* (SIVs) y las *Collateralized Debt Obligations* (CDOs). Al mismo tiempo, a través de los Fondos Mutuos del Mercado de Dinero (MMMFs, por sus siglas en inglés) se crearon nuevas formas de depositantes. La gran innovación de la 'alquimia que realmente funciona', la posibilidad de crear dinero de la nada, fue realizada por los grandes bancos a través de los nuevos vehículos financieros fuera del balance.

Se agradece a Cetorelli y Peristiani por la identificación de los mayores bancos de inversión como los principales actores en la producción de la deuda y las ganancias, ya que fue un primer e importante paso en la comprensión de la SBS, pero que es relativamente sencillo en comparación con el siguiente paso: la comprensión de la naturaleza y la magnitud de las relaciones de los bancos de inversión con los *hedge funds* y particularmente con sus múltiples vehículos de especulación y creación monetaria. En otras palabras, si los bancos de inversión son los actores principales y los SPVs fuera de balance son sus satélites, ¿cuál es la relación entre los dos tipos de entidades? Al leer la prensa financiera, el observador interesado habría llegado a la conclusión de que entidades como CDOs son entidades relativamente monolíticas. Al igual que un bono, un banco emitiría una CDO y luego más o menos la dejaría sola. Sin embargo, como Cetorelli y Peristiani analizan, tales productos estructurados han evolucionado hacia un grado de gestión cada vez mayor (Cetorelli y Peristiani, 2012).

Esta visión de la realidad se diferencia de otras que no toman en cuenta las CDOs como emisoras de papel comercial, y también difiere de la investigación de Cetorelli y Peristiani, de unos pocos años más tarde, con respecto al grado de la gestión de las CDOs: "la mayoría de las CDOs anteriores eran estáticas, lo que significa

que el subyacente colateral se mantenía igual durante la vigencia del título. Preocupados por el aumento de riesgo de la deuda comercial durante la década de 2000, algunos inversionistas prefirieron una estructura de CDO administrada, en el que el emisor era más proactivo en la gestión del riesgo de crédito (Cetorelli y Peristiani, 2012:3). Sin siquiera hablar de los muchos tipos diferentes de CDO -CDO al cuadrado, CDO sintéticas, etcétera-, una distinción sin duda puede hacerse entre las que son inertes en su naturaleza, y se acercan más a un bono, y las que son mucho más activas en su naturaleza, y son mucho más parecidas a un fondo de inversión. Como se verá, las relaciones entre las entidades gestionadas fuera de balance y sus bancos creadores pueden llegar a ser incestuosas y problemáticas.

De forma menos problemática, los depósitos también se movieron bajo el agua en un grado considerable. A partir de la década de 1980, los MMMFs comenzaron a crecer en su uso como una manera para que las grandes empresas (y más tarde para los ahorradores individuales) depositaran el dinero fuera de los bancos, pero a una tasa de interés parecida a la de la banca. El crecimiento de los MMMF era un paso importante en la transición de la banca tradicional al sistema bancario de la sombra. Como analiza D'Arista (1994), a principios de los noventa, los brazos financieros de grandes empresas nominalmente no financieras como General Electric y General Motors ya estaban actuando en mercados financieros importantes como si fueran bancos. Por un lado, la desregulación permitió el uso de MMMFs para que las grandes empresas, como las mencionadas, pudieran depositar grandes cantidades de dinero de corto plazo a tasas del mercado de dinero, y bajo términos flexibles.

En los mismos momentos, las grandes corporaciones no financieras también empezaron a emitir bonos de poco rendimiento y corto plazo en el mercado de papel comercial respaldado por activos (ACBP, por sus siglas en inglés). Con la consolidación de estos

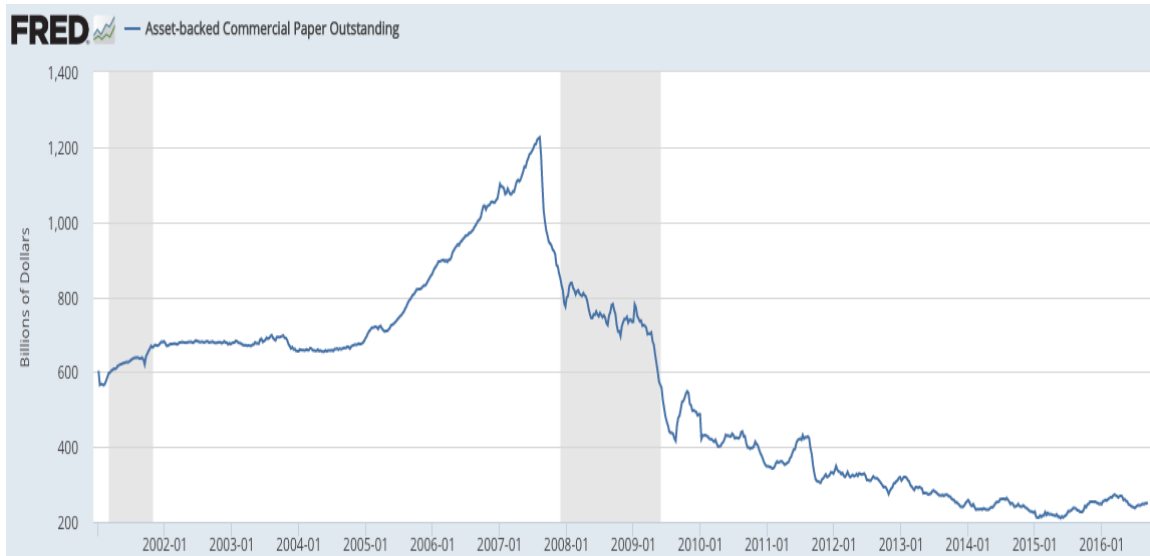
dos mercados, los grandes bancos finalmente pudieron conectar los MMMFs con sus nuevos vehículos financieros a través del mercado ABCP. Bajo esta estructura, los MMMFs actúan como depositantes, y las CDOs y los SIVs actúan como prestamistas.

Aquí es donde las CDOs y los SIVs van más allá de un bono estructurado y actúan como bancos mediante la emisión de papeles comerciales respaldados por activos. En contra de sus activos que consisten en pagos de las hipotecas subyacentes -básicamente el pago de bono- las CDOs y los SIVs luego emiten nuevos títulos. Para la CDO actuando como banco, los libros están equilibrados, ya que nada más está prestando a los MMMFs contra sus activos. Para las empresas que manejan los MMMFs, el papel comercial es el activo que permite pagar un pequeño rendimiento a sus depositantes.

La creación de los MMMFs y la venta de ABCP por parte de los vehículos fuera del balance nunca fue una parte problemática del SBS. Como se ve en la gráfica abajo, el mercado ABCP llega a un muy importante punto de inflexión en 2007. La representación visual del estallido de una burbuja financiera se puede observar (Gráfica 1). Como describe Kindleberger, después de que los bancos han inflado un activo o clase de activo al prestar dinero a los mismos especuladores, que muchas veces están siendo defraudados por la banca, llega el momento en que los especuladores se dan cuenta de que los activos no valen su precio inflado, y entonces se desploma el mercado.

La gráfica muestra claramente el auge y declive del mercado ABCP, lo que pareciera contradecir el planteamiento de que el papel comercial en sí no fue el problema. Lo que llevó al SBS a la crisis no fue el papel comercial, sino las CDOs que lo emitían. El mercado del ABCP es un reflejo de la muerte de la CDO. Una

Gráfica 1
Mercado de ABCP



demonstración visual más fiel del rompimiento de la burbuja realmente sería una gráfica de los precios de las CDOs, pero a falta de esto, la aproximación del mercado de ABCP es útil. Para entender lo que llevó a las CDOs a la ruina, se examina su poder de creación de dinero y de fraude.

Las CDOs como vehículos de alquimia financiera

Mientras la complejidad de la SBS ha permitido que las CDOs se conviertan en intermediarias de fraude por un lado, por el otro también ha permitido que se conviertan en un instrumento de pura creación de dinero. El hecho de que las CDOs han sido capaces de reproducirse, ofrece una situación como la producción de peras por los árboles de pera, como plantea Marx, pero a un grado más absurdo de que las peras producen peras. La Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC) lo resume así:

Los instrumentos se volvieron cada vez más complejos; las CDOs se construyeron de otras CDOs, creando la CDO al cuadrado. Cuando las empresas acabaron el producto real, empezaron a generar CDOs sintéticas -más baratas para producir-, compuestas no de valores hipotecarios reales, sino

sólo de las apuestas sobre otros productos de hipoteca. Cada nueva permutación creó una oportunidad para extraer más comisiones y ganancias por *trading*. Y cada nueva capa atrajo a más inversionistas apostando en el mercado de hipotecas, incluso mucho después de que el mercado había comenzado a entrar en declive. De manera que cuando el proceso se completa, la hipoteca de una casa en el sur de Florida podría llegar a ser parte de una docena de títulos en poder de cientos de inversionistas o partes de las apuestas hechas por cientos más. El secretario del Tesoro, Timothy Geithner, el presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York durante la crisis, describió el producto resultante como 'espaguetis cocidos' que se hacen difícil de 'desenredar' (FCIC , 2011: 8).

Como se ha mencionado, fue un gran favor de Cetorelli y Peristiani corregir los esfuerzos analíticos previos del FRBNY. Sin embargo, estos autores también se quedan cortos en comparación con la información del informe de la FCIC, publicado un año antes. Pero el informe de la FCIC es criticable también. Cabe destacar que un derivado suele ser definido como 'una apuesta sobre otras apuestas'. Ésta puede ser una definición válida para un derivado, pero no tanto para una CDO, ya que una CDO no es una apuesta, sino algo dentro del rango entre un bono sofisticado, pero estático, y un fondo de inversión que emite su propia deuda como un banco, dependiendo del caso. Entonces, mientras pueda parecer lógico que alguien haga una apuesta sobre una apuesta, en el caso de una CDO, la pregunta tendría que ser, ¿Quién financiaría la creación de todo un vehículo financiero que se basa en apuestas secundarias?

La respuesta tiene que ver con la creación de dinero, y está incluida en el mismo informe de la FCIC:

A lo largo del mercado, en 2003 las CDOs tomaron aproximadamente el 13% de los tramos A, el 23% del tramo Aa, y el 43% de los tramos Baa emitidos por otras CDOs, según la calificación de Moody's. (La calificación de Moody's de Aaa es equivalente a la AAA de S&P, Aa a AA , Baa a BBB, y Ba a BB). En 2007, esas cifras fueron del 87% , 81%

y 89%, respectivamente. Merrill y otros bancos de inversión simplemente crearon la demanda para las CDOs al fabricar otras nuevas para comprar las porciones más difíciles de vender de las antiguas.

Como abogados de la SEC dijeron a la FCIC, acercándose el 2007 hubo un acuerdo de caballeros de la banca: compra mi tramo BBB y compro el tuyo.

Merrill y sus administradores de CDOs fueron los mayores compradores de sus propios productos. Merrill creó y vendió 142 CDOs de 2003 a 2007. Todos menos 8 de éstas –134 CDOs–, vendieron al menos un tramo a otra CDO de Merrill. En las ofertas de Merrill, un promedio del 10% del colateral metido en la CDO consistía en tramos de otras CDOs que la propia Merrill había creado y vendido. Éste fue un porcentaje relativamente alto, pero no el más alto: para Citigroup, otro gran jugador en este mercado, la cifra fue del 13%. Para UBS, era sólo un 3% .

Los administradores defendieron la práctica. Chau, quien administró 13 CDOs creadas y vendidas por Merrill en Maxim Group y posteriormente en Harding Advisory, dijo a la FCIC que los sencillos títulos respaldados por hipotecas se habían vuelto caros en relación a sus rendimientos, aun cuando el mercado inmobiliario se desinflaba. Debido a que las CDOs dieron mejores rendimientos que los valores respaldados por hipotecas con calificación similar, había mucha demanda, y es por eso que los administradores de CDOs empacaron sus valores con otras CDOs (FCIC, 2011: 203-204).

El fenómeno de 'compra lo mío y compro lo tuyo' forma la primera dinámica esencial de la capacidad de creación de dinero casi ilimitado por parte del SBS que se analiza aquí. Esa forma de creación monetaria confirma la capacidad de los bancos de hacer préstamos antes de tomar depósitos, y la actualiza a la banca contemporánea. Otra dinámica en la creación de dinero es muy parecida, pero en vez de que un grupo de bancos compren la basura del otro, un banco puede comprar todo lo que está vendiendo. Ahora se puede regresar a los *hedge funds*. El hecho de que dos

hedge funds internos del banco Bear Stearns hayan sido las primeras entidades en quebrar en EU en 2007, sirve para recordar que un *hedge fund* puede ser técnicamente interno o externo a un banco. Pero en realidad, hay pocos *hedge funds* que realmente son independientes de los bancos de Wall Street, ya que la gran mayoría son fundados por ex empleados de la banca, e igualmente gran parte de éstos dependen del crédito de los mismos bancos para financiar su especulación.

La historia del *hedge fund Magnetar* ejemplifica la borrosa separación entre bancos y *hedge funds*. En 2007, los precios inmobiliarios empezaron a caer y, por lo tanto, vender tramos de CDOs se hacía cada vez más difícil. Pero *Magnetar* seguía comprando lo que no se pudo vender en el mercado, llevando a alegatos de que *Magnetar* no estaba actuando como un *hedge fund* independiente y que estaba violando sus obligaciones contractuales con otros actores (Eisinger y Bernstein, 2010). *Merrill Lynch* se benefició particularmente de esta situación, ya que logró deshacerse de muchas CDOs en momentos críticos, al tener un comprador seguro (*Magnetar*) para sus emisiones de CDOs. *Merrill Lynch* también se destacó en la crisis por crear muchos más CDOs de los que se podían vender, y cuando el mercado se congeló por completo en 2008, el banco se hundió y fue forzosamente fusionado con *Bank of America* en 2008.

Cabe destacar lo variado de las relaciones entre bancos y *hedge funds*, y cómo puede surgir la situación en que un solo banco puede construir una CDO con la inversión de un *hedge fund*, que en sí está usando el dinero prestado del mismo banco para la inversión. Así, todos los nuevos actores, supuestamente muy especializados, surgidos en momentos de gran innovación financiera, ahora parecen solamente una torpe división de las funciones de la banca para burlar las regulaciones. Como se ha

argumentado, un solo banco puede hacer en casa lo que las CDOs y *hedge funds* independientes hacen.

Esta consideración lleva a la tercer dinámica de la creación *ad infinitum* de dinero del SBS. Además de bancos vendiendo basura tóxica a sus pares y de bancos produciendo y consumiendo el mismo producto, también había muchos mecanismos de venta menos amables. Tal consideración nos lleva a la parte trasera de la intermediación de fraude mediante CDOs, donde los inversionistas institucionales compraron su parte de la CDO con la suposición de que su calificación crediticia ofrecía cierta garantía contra pérdidas, pero en muchos casos fueron engañados y perdieron todo.

En la separación de funciones bancarias en empresas aparentemente independientes, los bancos que empacaban las hipotecas en las CDOs también incrementaron su capacidad para controlar el origen de los préstamos, muchas veces adquiriendo bancos hipotecarios locales como subsidiarios. El manejo de riesgo crediticio también fue desplazado en gran medida a las agencias calificadoras, pero como en los otros casos, la independencia de éstas de los bancos fue ilusoria, y los resultados desastrosos son bien conocidos.

Así, en cada parte del proceso del otorgamiento de una hipoteca, creación de un título, venta de éste, o creación de un fondo de inversión fuera de balance, los mayores bancos mantuvieron una posición 'dominante', como afirma Cetorelli y Peristiani. En medio del proceso, los banqueros obtenían ganancias insostenibles mediante ventas y comisiones, y las agencias de calificación obtenían su tajada por dar su bendición a la seguridad del producto que se vendía por una filial del banco que, básicamente, tenía que comprar su propia calificación de crédito.

Uno de los casos más emblemáticos del fraude trasero fue descrito por Michael Lewis en su libro de 2010 *The Big Short*, luego hecho

una exitosa película de 2015. El caso puede ser resumido así: como parte de su gran apuesta contra el mercado hipotecario de EU, *Goldman Sachs* permitió que un *hedge fund* revisara sus libros y escogiera las peores hipotecas para apostar en contra. *Goldman Sachs* los empaquetó en una CDO nombrada *Abacus* y apostó en contra de la CDO mediante un derivado: el *credit default swap*. La FCIC describe la situación:

Un empleado de Paulson & Co, el *hedge fund* que estaba tomando el lado corto de la operación, dijo abiertamente que los inversionistas de "dinero real", como *IKB* [Industriekreditbank] fueron poco armados. "El mercado no está valorando el escenario de aniquilación del *subprime*" [valores respaldados por hipotecas residenciales], el empleado Paulson escribió en un correo electrónico. "En mi opinión, esta situación se debe al hecho de que las agencias de calificación, los administradores de CDO y las aseguradoras tienen todos los incentivos para mantener el juego en marcha, mientras que 'los inversionistas de dinero real' no tienen ni los instrumentos de análisis, ni el marco institucional para tomar medidas antes de las pérdidas que uno podía anticipar basadas [en] las 'noticias' disponibles en todas partes sean en realidad realizadas". *IKB* subsecuentemente compró en \$150 millones los tramos A1 y A2 de la CDO *Abacus* y los colocó en Rhineland². Se perdería el 100% de esa inversión (FCIC, 2011: 247).

La caída del banco alemán *IKB* marcó la apertura de la crisis global. Ahora, con evidencia tan contundente de que los bancos habían causado la crisis, ¿cómo puede resolver el neoliberalismo una realidad tan alejada de su teoría? Para dar una explicación del SBS que se acercara a la realidad, Gary Gorton, ha sido la voz más importante del neoliberalismo. Mirowski informa:

Feldstein puede haber sido formalmente responsable por el fracaso de *AIG* en su papel en el consejo, pero Gorton era sustantivamente responsable. Gorton se unió a *AIG Financial Products* como consultor en 1996, por una remuneración que pasó de \$200,000 por año al comienzo a más de \$1 millón por

² *Rhineland* fue el nombre que *IKB* dio a su SIV que compró los tramos de *Abacus*.

año hacia el final. Se reporta que Gorton dijo en una junta de accionistas de AIG en 2007, "no se aprueba ninguna transacción por el jefe de la unidad de productos financieros de AIG si no se basa en un modelo que hemos construido". Gorton proporcionó la justificación intelectual (y una parte del código) detrás de los desastrosos *credit default swaps* de AIG a partir de 1998 que según todos provocó la caída de la compañía en septiembre de 2008.

¿Entonces, sufrió Gorton alguna de las consecuencias al detonar una de las mayores de IED³ en la mayor crisis financiera desde la Gran Depresión? Aparentemente no. En primer lugar, en mayo de 2008, justo cuando AIG estaba reportando una pérdida trimestral masiva de \$7.8 mil millones, la Escuela de Administración de Yale pensó que era la ocasión propicia para contratar al Sr. Gorton desde su puesto en la Wharton School. En agosto, el Sr. Gorton dio una presentación en la conferencia de la Fed en Jackson Hole sobre el "Pánico de 2007", algo con lo que es de suponer que tenía experiencia íntima. El Presidente de la Fed Ben Bernanke estaba tan favorablemente impresionado que lo promovía como el documento de lectura obligatoria en relación con la crisis para el año 2010. Gorton entonces transformó la presentación en un libro, agraciándolo con el título posiblemente irónico *Abofeteado por la Mano Invisible*, el cual menciona a AIG y su participación íntima en una sola frase solitaria: 'también consulté a AIG Financial Products, donde trabajé en crédito estructurado, los derivados de crédito, y futuros de materias primas.'

¿Un diagnóstico fallido?

Una hipótesis que solamente podrá comprobarse posteriormente es que Bernanke está promoviendo el trabajo de Gorton de forma simplificada y seleccionada en un intento de encajar la realidad a la teoría neoliberal. La versión del 2009 de *Abofeteado por la Mano Invisible* (2009) es un trabajo esclarecedor en muchos aspectos. Gorton claramente identifica el largo ciclo crediticio de la CDO

³ El IED, es el 'dispositivo explosivo improvisado' que entró en el léxico norteamericano con las invasiones en Afganistán e Iraq.

igual que el ciclo corto de crédito del mercado de ABCP en que participan los MMMFs y plantea recomendaciones para regular a ambos. Pero Bernanke puede estar solamente promoviendo el aspecto de los MMMFs. La historia siempre se escribe y re-escribe.

No hay duda de que hubo un enorme crecimiento de los MMMFs que coincidió con el despliegue de los tentáculos del SBS, y ciertamente, un MMMF, *Reserve Primary Fund*, sí se hundió con Lehman en 2008, ya que había invertido en el ABCP que sus SPVs emitían. Cuando estos títulos dejaron de pagar, *Reserve Primary Fund* ya no pudo regresar el 100% de los depósitos a sus clientes y entró en quiebra.

La crisis financiera de 2007-2009 abarca múltiples rompimientos en el SBS en diferentes momentos. Los MMMFs fueron claramente actores en el SBS al invertir depósitos líquidos en activos menos líquidos. Pero nunca participaron en la creación de dinero *ex-nihilo* o en el fraude financiero, las dos causas subyacentes de la crisis. Los MMMFs sólo compraron ABCP a corto plazo con una vida útil de normalmente unas semanas. Eso sí es nada más la intermediación financiera, ya que estos fondos sólo invierten lo que tiene; no hay creación de dinero.

Pero se puede aprovechar un punto de posible confusión. Los MMMFs sí invertían en el ABCP emitido por CDOs que sí crearon dinero *ex-nihilo*. Pero los MMMFs no crearon los productos, no los manejaron, ni los poseían como dueños. Éste ha sido el papel de los bancos de inversión y sus satélites. Ningún MMMF vio un activo explotar en sus manos como pasó con IKB; nada más hubo una interrupción en el flujo de activos de los MMMFs cuando el gobierno norteamericano decidió dejar a Lehman entrar en quiebra.

Si el pánico de 2007-2008 fue una corrida bancaria clásica que ocurrió con los MMMFs, entonces Gorton ofrecería la solución correcta a una corrida bancaria: 'los límites en la cantidad protegida por el seguro de depósito de cuentas hacen inadecuados los ahorros bancarios para los grandes depositantes, como los inversionistas institucionales o empresas no financieras. Estos inversionistas y estas empresas necesitan un lugar de corto plazo que genere intereses seguros para guardar el dinero' (Metrick y Gorton 2010: 508). Si fuera así, algún mecanismo, como una garantía de los depósitos -encarnado en la FDIC en EU- probablemente mitigaría el problema. Y así pasó, las garantías del gobierno se extendieron de esta forma a través de diversos medios de salvamento de la Fed, y se alivió la presión sobre los MMMFs. Así, Gorton fue correcto y un problema de fácil resolución en una parte no tan significativa del SBS fue fácilmente resuelto. En contraste, el SBS no se ha recuperado de su crisis. Si bien se cayó un MMMF por no tener liquidez en el muy corto plazo, cientos de SIVs y CDOs colapsaron repentinamente cuando se descubrió que sus activos contemplados como rentables para el largo plazo fueron devaluados a cerca de cero en cuestión de semanas. Sin embargo, arrojar la culpa a un sólo sector del sistema que sí entró visiblemente en crisis en 2008 es la única alternativa mínimamente creíble a la fuerte tendencia histórica de la crisis bancaria planteada por Kindleberger, caracterizada por la creación monetaria *ex-nihilo* acompañada y creada mediante el fraude financiero.

Conclusiones

En el contexto de la economía política del SBS, el punto interesante de la difusión que Bernanke ha dado al trabajo de Gorton es que se pueden seleccionar algunas conclusiones del autor y descartar otras. Gorton sí da un trato amplio y útil sobre el desplome del SBS. Pero para que el neoliberalismo pierda menos axiomas frente a la crisis, conviene mucho más guiar la narrativa hacia la construcción teórica existente. Al reducir la crisis a una

corrida de depositantes en los mercados de dinero del SBS, se puede seguir la línea de Friedman y Krugman. Ciertamente hay que descartar la posición de Krugman de que los bancos no pueden multiplicar el 'dinero interno', pero eso es mejor que admitir que Wall Street construyó un sistema de creación monetaria sobre la base del fraude.

Entonces, la admisión de que actores privados causaron la crisis tira la primera ficha del dominó del neoliberalismo de que los actores privados no pueden causar una crisis, y con esto las siguientes se empiezan a derrumbar. Si aceptamos esto, tenemos que aceptar que los mercados no fueron eficientes como dice Fama. Y si aceptamos que había víctimas de la crisis, entre ellos los más sofisticados inversionistas institucionales, no podemos aceptar la premisa de Lucas de que los actores son racionales, en el sentido de que pueden ponderar riesgos y por lo tanto evitarlos. Así, las ideas merecedoras del Premio Nobel se empiezan a desmoronar.

Una de las misiones fundamentales del neoliberalismo fue convencer al mundo de que la Gran Depresión fue la culpa de los gobiernos, y no del capitalismo y mucho menos de los bancos. Friedman planteó que 'El crac de Wall Street fue seguido por la peor depresión en la historia de Estados Unidos. La depresión ha sido atribuida a la falta del capitalismo. No fue nada parecido, pero el mito sigue vivo. Lo que realmente sucedió fue muy diferente' (Friedman, 1980).

Friedman y sus aliados, apoyados por estudios académicos premiados, lograron convencer a las autoridades y reguladores de EU de que la desregulación financiera total fue un imperativo para el bienestar del país. Así, el diagnóstico de la corrida bancaria y la propuesta de reforma financiera correspondiente identificados por Gorton y promovidas por Bernanke, si bien pueden desviar la vista

de la historia, pronto se topan con décadas de teoría y práctica. El neoliberalismo todavía no ha escapado de su crisis. En ningún otro momento han sido tan visibles las diferencias entre sus teorías sobre la realidad y la realidad. La larga crisis continúa en sus múltiples dimensiones.

Referencias

- Cetorelli, N. y Peristiani, S. (2012). "The Role of Banks in Asset Securitization" en *FRBNY Economic Policy Review*. Julio. Nueva York.
- D'Artista, J. y Schlesinger, T. (1994). "The Parallel Banking System" en *The Declining Role of Banking: Proceedings from the 30th annual Conference on Banking Structure and Competition*. Banco Federal de Reserva de Chicago. Mayo. pág. 288-312
- Davidson, P. (2007) *John Maynard Keynes*. Palgrave Macmillan. Londres.
- DeMartino, G. (2011) "El economista como ingeniero social: la necesidad de ética profesional" en *Ola Financiera*, No. 11, Enero-Abril.
- Dymski, G., Hernández, H., and Mohanty, L. (2011) "Race, Power, and the Subprime/Foreclosure Crisis: A Mesoanalysis" en Levy Economics Institute. Working Paper No, 669.
- Greenspan, A. (2005) Remarks by Chairman Alan Greenspan: *Economic flexibility* Before the National Italian American Foundation, 12 de octubre, Washington, D.C.
- Greenspan, A. (2007) *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*. The Penguin Press. Nueva York.
- Gorton, G. (2009) Slapped in the Face by the Invisible Hand: Banking and the Panic of 2007. Preparado para la Conferencia de Mercados Financieros de la Reserva Federal de Atlanta, mayo 11-13.
- Eisinger, J. y Bernstein, J. (2010) The Magnetar Trade: how one hedge fund helped keep the bubble going. En *ProPublica*, 9 de abril. <https://www.propublica.org/article/the-magnetar-trade-how-one-hedge-fund-helped-keep-the-housing-bubble-going>
- Fama, E. (2013) "Two Pillars of Asset Pricing". Nobel Prize Lecture. Diciembre 8. Estocolmo.

- Ferguson, C. (2013) *Predator Nation: Corporate Criminals, Political Corruption, and the Hijacking of America*. Crown Business. Nueva York.
- Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC), 2011. *The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission of the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*. Washington, DC.
- Friedman, M. y Schwartz, A. (1987) "Has Government Any Role in Money?", en *Money in Historical Perspective*, A Schwartz (ed). University of Chicago press.
- Friedman, M. (1980) *Free to Choose*. Capítulo 3: Anatomy of Crisis.
- Fondo Monetario Internacional (2008) "Structured Finance: issues of valuation and disclosure". *Global Financial Stability Report*. Washington, DC.
- Kindleberger, C. (1989) *Manias, Panics, and Crashes: a History of Financial Crises* Basic Books. Nueva York.
- Krugman, P. (2002) "Dubya's Double Dip?" 2 de agosto. <http://www.nytimes.com/2002/08/02/opinion/dubya-s-double-dip.html>
- Krugman, P. (2012) "Banking Mysticism, continued." 30 de marzo. http://krugman.blogs.nytimes.com/2012/03/30/banking-mysticism-continued/?_r=0
- Lucas, R. (1972) "Expectations and the Neutrality of Money", *Journal of Economic Theory* 4, 103-124.
- McLeay, M., Radia, A., y Thomas, R. (2014). 'Money Creation in the Modern Economy.' *Bank of England Quarterly Bulletin*. Quarter 1. Londres.
- Mirowski P. (2013) *Never Let a Good Crisis Go to Waste: How Neoliberalism Survived the Financial Crisis*. Verso Books.
- Metrick, A., y Gorton, G. (2010). "Haircuts" *Yale ICF Working Paper* No. 09-15. 12 de Mayo.
- OECD (2011) *Bank Competition and Financial Stability*, OECD Publishing. P. 36
- Partnoy, F. (2003) *Codicia Contagiosa*. El Ateneo. Argentina.
- Pozsar, Z., Adrian, T., Ashcraft A., y Boesky, H. (2010) "Shadow Banking." *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, no. 458.
- Roseman, L. (2006) "Coin and Currency Issues." *Declaracion ante la subcomite de política monetaria domestica e internacional, Comité de*

Servicios Financieros, Camara de Representantes de Estados Unidas.
Julio 19.

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/roseman20060719a.htm>

- Shwarcz, S. (1994) The Alchemy of Asset Securitization. Stanford Journal of Law, Business & Finance. 133-154. California.

Recibido 10 de agosto de 2016

Aprobado 27 de agosto de 2018