

El calentamiento financiero global

(Recibido: enero/013–aprobado: mayo/013)

*Jesús Lechuga Montenegro**

Resumen

La última década se ha caracterizado por la sucesión de crisis financieras donde la efervescencia financiero-bursátil ha aumentado la exposición al riesgo de la economía mundial. Esta situación se da en medio de un escenario de Calentamiento Financiero Global, en el cual el auge bursátil seguido de la implosión económica paraliza al sector real. En el presente artículo se aborda la organicidad de esta nueva fase de la acumulación que tiene como epicentro la economía de EUA, en la construcción de una nueva gestión financiera que pudiera atemperar la fragilidad sistémica. Se analiza la reconfiguración en curso del sistema financiero con una nueva regulación, en la cual es preponderante la intervención del Estado mediante la banca central más allá de su condición de prestamista de última instancia.

Palabras clave: financiarización, gestión monetaria, arquitectura financiera.

Clasificación JEL: G15, G28.

* Profesor-Investigador del Departamento de Economía de la UAM-Azcapotzalco (Jlmo@correo.azc.uam.mx). La parte estadística fue elaborada por Ramón Guzmán Herrera.

Introducción

Desde inicios del año 2000 hasta 2008 se sucedieron crisis financieras de diferente magnitud; y en 2009 se dio la más profunda desde la Gran Depresión, que por su profundidad y dimensión se la denomina *La Gran Crisis Financiera*, la cual representa un quiebre en la historia económica reciente (Bellamy y Magdoff, 2009). En el capitalismo financiero monopólico hoy ya maduro, se ha dado un fenómeno inédito que consiste en el estancamiento de la producción y el crecimiento de burbujas bursátiles, los cuales han propiciado las crisis más recientes. Dado que para mantener y validar su continua expansión el sistema financiero depende de un flujo constante de efectivo, en particular de ganancias, de manera señalada en EUA durante los años ochenta la fuente de aprovisionamiento, para ello fue la colocación de los excedentes de inversión de las grandes empresas en el mercado bursátil. A esta expansión financiera se agregó la especulación y la globalización. Estos tres aspectos han devenido en una característica permanente de la acumulación en el Capitalismo Monopólico Financiero.

Las implicaciones en este conjunto de fenómenos pueden situarse en un escenario de *Calentamiento financiero global*. En el centro de esta reconfiguración de la dinámica de la economía mundial está lo que se ha dado en llamar el *régimen de la financiarización*, caracterizado por una situación paradójica de expansión-inflación del sector financiero, particularmente una explosión bursátil y estancamiento (implosión) del sector productivo. Lo característico es el desacoplamiento de las esferas real y financiera, en donde el tránsito de D como inversión va directamente a D' como ganancia sin relación con la producción.¹

Lo que se ha observado en la última década es que en la efervescencia financiero-bursátil ha aumentado la exposición al riesgo de la economía mundial, lo que ha devenido en una vulnerabilidad sistémica. El propósito del artículo es analizar esta situación. En la primera parte se aborda la organicidad de esta nueva fase de la acumulación que tiene como epicentro la economía de EUA; la segunda se centra en la construcción de una nueva gestión financiera que pudiera atemperar la fragilidad sistémica, expresada en ciclos de explosión bursátil e implosión económica, que revelan un reajuste constante de las bases materiales de la nueva

¹ Desde la década de 1990 se constataba que los flujos de capital y los tipos de cambio habían adquirido su dinámica propia y autónoma de los flujos de bienes y servicios, como desacoplamiento entre la economía real y la monetaria. Aún más, el financiamiento bancario habría sido desplazado por el financiamiento con instrumentos bursátiles en los mercados de dinero y capital. Ya que, por ejemplo, en el caso del tipo de cambio el factor determinante era el monto de transacciones monetarias y no el de transacciones comerciales, pues el valor anual de las últimas en 1995 equivalían a la actividad cambiaria de 10 días (Rozo, 1998: 151).

fase de acumulación. En la tercera parte se aborda la reconfiguración en curso del sistema como crisis de la financiarización con una nueva regulación, en la cual es preponderante la intervención del Estado, por medio de la banca central más allá de su condición de prestamista de última instancia.

1. El capitalismo monopólico financiero

Una cuestión clave en la discusión actual gira en torno a si lo observado en cuanto a ciclos de explosión financiera e implosión de la economía real, es sólo una modalidad o se ha entrado en una nueva fase del proceso de acumulación; en la cual la hegemonía del capital financiero monopólico impone esta dinámica. En este enfoque, el mercado bursátil aparece como la superestructura financiera del capitalismo monopólico (Bellamy y Magdoff, 2009).

Con anterioridad también se habían señalado ciertas especificidades del sistema que apuntaban en la dirección de identificar una nueva fase, como la aparición de innovaciones tecnológicas (información y comunicación) y financieras en la gestión del capital dinerario (inversionistas institucionales no bancarios), que le dieron plena libertad de acción al capital financiero, sin identificar de manera simple esta nueva fase con la hegemonía de lo financiero (Dumenil, 2001).

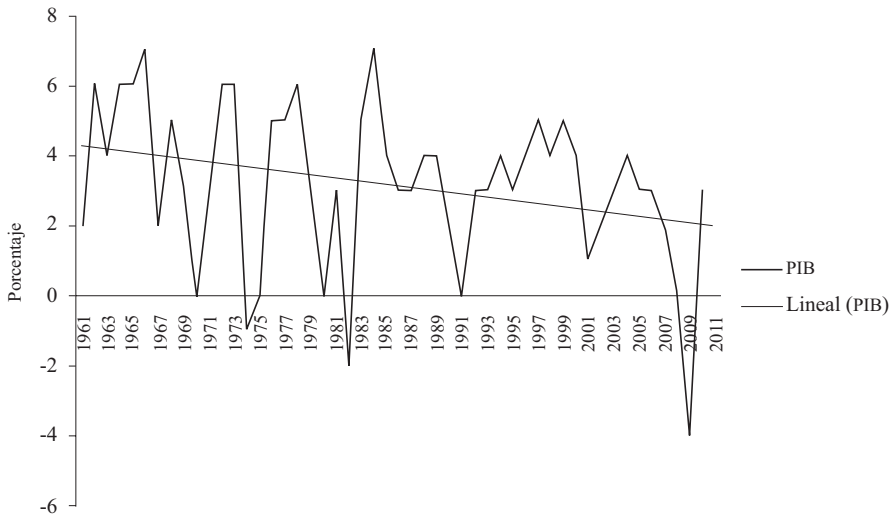
Pero enfatizando que las innovaciones anteriores llevaron a la centralización del capital dinero para una valorización corta ($D-D'$) y, sobre todo, imponiéndose para la plena constitución de mercados “mundializados” que garantizaban su liquidez fincada en la liberalización y desregulación, tanto de lo financiero como de la inversión extranjera directa y del comercio (Chesnais, 2001).

La crisis de principios del año 2000 en EUA y los eventos posteriores de explosión-implosión, han puesto en evidencia que la financiarización se ha convertido en una “necesidad estructural de una economía propensa al estancamiento”.² En este contexto, la Gráfica 1 muestra la caída tendencial de la tasa de crecimiento del PIB en el largo plazo, aun omitiendo la fuerte caída en el año 2009.

De lo acontecido en la economía de EUA en el curso de 50 años en el comportamiento de la tasa de interés, los precios y el producto, puede inferirse en forma práctica una nueva pauta de acumulación. Lo usual es que las dos primeras variables tengan una correlación directa, en tanto que se espera que el PIB tenga una correlación asimétrica con ellas en situación de crisis.

² En otra expresión, Bellamy y Magdoff (2009: 83), mencionan que: “Stagnation and enormous financial speculation emerged as symbiotic aspects of the same deep-seated, irreversible economic impasse”.

Gráfica 1
EUA: Tasa de crecimiento del PIB, 1961-2011

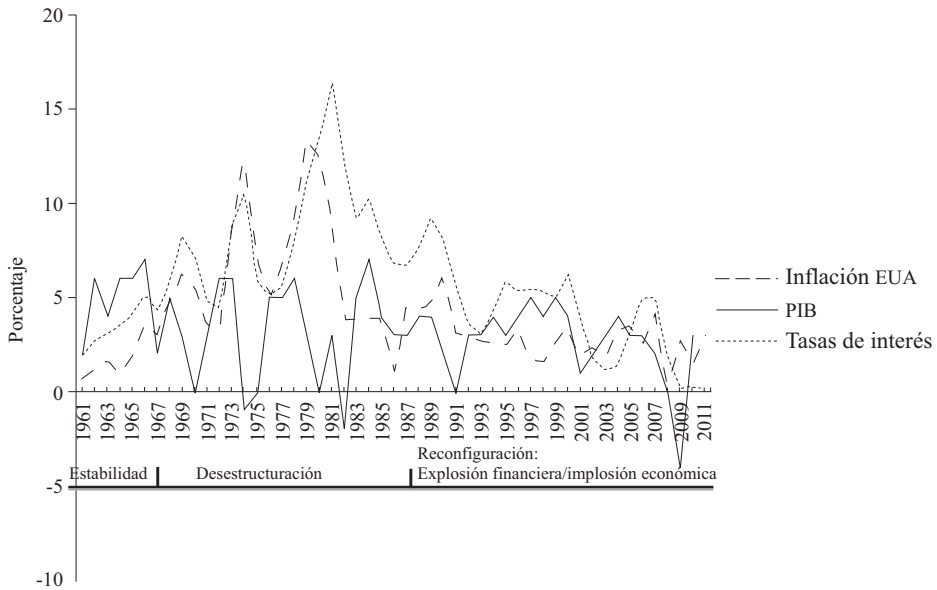


Fuente: Elaboración propia con base en Banco Mundial, Reserva Federal de EUA.

En la Gráfica 2 pueden distinguirse tres periodos, el primero corresponde al final de la época dorada de la posguerra en el cual la tasa de crecimiento del PIB se sitúa por arriba de la inflación; luego viene un largo periodo de desestructuración con un desacoplamiento muy marcado de la tasa de interés y precios respecto al PIB, en el cual destaca la fase 1983-1990, cuando la tasa de interés se separa bastante de los precios. El último periodo es de reconfiguración en el cual, hasta antes de la Gran Crisis Financiera, el PIB se sitúa por arriba de la inflación, pero la tasa de interés en promedio está por arriba de la tasa del producto y en el último tramo la tasa de interés es prácticamente cero. En consecuencia esta fase reviste particular importancia.

El punto nodal es que si la financiarización se alimenta de los excedentes, el resultado es que la inversión productiva se obstruye. Lo cual implica priorizar como espacio de valorización la especulación sobre el capital productivo. O bien, que de manera sostenida la valorización en el sector financiero crece a una tasa más alta que la producción y el empleo (Perrotini, 2010). Si en forma persistente se transfiere capital de la esfera productiva –beneficios no distribuidos– a la financiera, este trasvase modifica el eje gravitacional de la acumulación hacia lo financiero y de esta forma se consolida el proceso de financiarización. Sin embargo, en el largo plazo menos inversión en capital productivo significará una caída en la acumulación.

Gráfica 2
EUA: PIB, inflación, tasas de interés



Fuente: Elaboración propia con base en Banco Mundial, Reserva Federal de EUA.

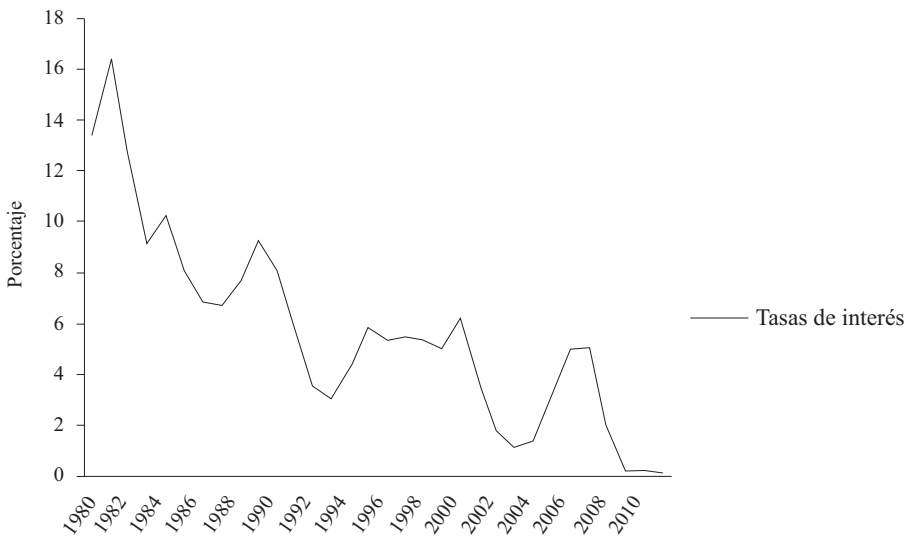
Dado que las ganancias de la especulación se alimentan de ellas mismas, sin que necesariamente haya una reconducción de los recursos financieros hacia las actividades productivas, el punto de no retorno en esta dinámica se dio con la crisis del régimen de financiarización en sí mismo, dramáticamente expresado en el shock bursátil que se extendió intermitentemente en 2008-2009. De tal forma que el fenómeno relevante en esta huida hacia delante *–fuite en avant–* de la acumulación es el *estancamiento-financiarización* en la medida en que, de manera paradójica, la bonanza bursátil no activa al sector real *–la producción–* sino que tiene un efecto implosivo en él. La crisis en EUA y su prolongación a la zona euro es concebida entonces como la crisis de la financiarización.

1.1 Los antecedentes: economía de endeudamiento (y crisis financiera)

Desde los años setenta en EUA la dupla endeudamiento-especulación permitió la huida hacia adelante en la acumulación y evitó una crisis de gran calado, dada la cada vez menor participación de la llamada economía real en el producto total

(Lapavitsas, 2011; Bellamy y Magdoff: 2009). No están en la bibliografía. Y en el pasado reciente, la baja en la tasa de interés en EUA (Gráfica 3), en particular durante 2001-2004, potenció la economía de endeudamiento de las familias, generándose la burbuja inmobiliaria. La mayor proporción del endeudamiento consistió en contratos (residenciales) hipotecarios.

Gráfica 3
EUA: Tasa de interés



Fuente: Elaboración propia con base en Banco Mundial, Reserva Federal de EUA.

Cuadro 1
Tasa de Interés

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
6.24	3.88	1.67	1.13	1.35	3.22	4.97	5.02	1.92	0.16	0.18	0.1

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Reserva Federal de EUA.

La fuerte caída de la tasa de interés se combinó con incrementos de precios de la propiedad inmobiliaria e hipotecas de largo plazo, en una fiebre de especulación inmobiliaria. Como se observa en el Cuadro 1, la reducción de tasa

de interés fue muy fuerte, particularmente de un nivel de 6% en junio 2001 a 1% en junio 2003. Combinado, de igual forma, con incrementos de precios en cuanto a la propiedad inmobiliaria e hipotecas de largo plazo, bajo una fiebre de especulación inmobiliaria (Guillén, 2009). En suma, el endeudamiento en EUA (consumidores, corporaciones y gobierno), al mismo tiempo ha recuperado la economía y le ha dado inestabilidad.

La dimensión real de la deuda hipotecaria en EUA, puede apreciarse por el hecho de haber alcanzado 69% del PNB en 2005 (Bellamy y Magdoff, 2009), o bien porque el monto de los créditos *subprime* pasó de 94 mil a 685 mil millones de dólares de 2001 a 2006 (Guillén, 2009). Este fervor hipotecario está a su vez en la base de la recuperación económica de EUA, después del *crack* bursátil del año 2000. Y la bursatilización de las hipotecas (bonos *subprime*) tuvo en forma paralela la dimensión de una fiebre especulativa en la bolsa de valores; de tal forma que la riqueza inmobiliaria se convirtió en una riqueza especulativa que la superó (burbuja de deuda inmobiliaria).

El *crack* inmobiliario se daría en combinación con la caída en los precios de la vivienda. El encadenamiento implosivo llevaría a la crisis bancaria y de allí a la crisis bursátil. La bursatilización de los títulos de hipoteca (*subprime*), quedó fuera del control del sistema bancario al ser sujetos de especulación en 2004-2008 (Huerta y Kato, 2011). En buena medida esto se sintetiza en una fragmentación del riesgo, que suponía la invulnerabilidad de la titularización como una expresión de la llamada “Ponzi finance”.³

Por la magnitud de la economía de EUA –25% del PIB mundial– y un déficit financiero con el resto del mundo aproximado de 20% (Perrotini, 2010), la crisis tuvo una dimensión global. La explosión financiera de EUA, entendida como el crecimiento de la deuda como porcentaje del PNB, pasó de una y media veces el PNB en los 1970 a tres y media en 2005 en el pico del auge inmobiliario (Bellamy y Magdoff, 2009: 46).⁴

Esta distorsión económica por el desequilibrio financiero-productivo de EUA al mismo tiempo acentúa la fragilidad monetaria global centrada en el dólar; moneda sujeta a una presión devaluatoria permanente por el enorme déficit comercial

³ El esquema Ponzi es una operación fraudulenta de inversión, que implica el pago de prometedores o exagerados beneficios. Dicha estafa consiste en un proceso donde las ganancias que obtienen los primeros inversionistas, son generadas gracias al dinero aportado por los nuevos inversores que caen engañados por las promesas de obtener grandes beneficios. Se le conoce usualmente como “pirámide”.

⁴ Otra forma de evaluar esta situación está dada por el hecho de que lo financiero, *grosso modo*, en los años noventa pasó de 2 a 20% del producto de la economía estadounidense (Ghilarducci *et al.*, 2009).

del emisor del *cuasi* dinero mundial. Situación no observada, o por lo menos no en la misma magnitud, en las otras cuatro economías más importantes (Cuadro 2).

Cuadro 2
Saldo comercial/PIB (%)

<i>Países</i>	<i>2010</i>	<i>2000</i>	<i>1997</i>	<i>1990</i>
Alemania	5	1	1	-0.1
Francia	-2	1	3	-0.9
EUA	-4	-4	-1	-1.3
Japón	1	1	1	0.9
Inglaterra	-3	-2	1	-2.1

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Banco Mundial.

Los datos absolutos expresan la verdadera magnitud del desequilibrio, pues el déficit comercial de EUA en 2011 fue de 558 mil millones de dólares, en tanto que el de Inglaterra fue de 148,000 millones de dólares.⁵

Desde otro ángulo, las reservas monetarias constituidas en dólares en las economías más importantes, particularmente en China (Cuadro 3), son un foco rojo en la espiral especulativa cambiaria,⁶ a lo cual se ha sumado el contagio provocado por las crisis recientes en Grecia, Italia y España.

Cuadro 3

<i>País</i>	<i>Reservas Monetarias, 2011. (Millones dls.)</i>
China	3,212,603.5
Japón	1,295,840.0
Alemania	238,857.8
Francia	172,206.4
Inglaterra	121,926.0

Fuente: Elaboración propia con base en datos del FMI.

El mecanismo de transmisión del contagio provino de la correlación de las bolsas de valores europeas con la de Nueva York; para el caso de Londres la correlación es de 0.9225, París con 0.9235, Dax en Alemania 0.869. Igualmente hay

⁵ Departamento de Comercio de Estados Unidos; Oficina Nacional de Estadísticas del Reino Unido.

⁶ Importancia de la financiarización: la especulación monetaria puede aquilatarse por el volumen de transacciones del mercado de dinero, el cual en un día es equivalente al PIB mundial (Bellamy y Magdoff: 56).

una alta correlación en el PIB, ya que una variación de un punto porcentual en EUA impacta con una variación de 0.30 puntos la Unión Europea (Reyes y Moslares, 2010). La paridad dólar-euro en esta turbulencia monetario-financiera, ha pasado de un máximo de 1.15 en junio de 2001 a 0.67 en agosto de 2008 y a 0.79 en junio de 2012.

La crisis de 2008 expuso con claridad meridiana la paradoja de la fortaleza y fragilidad del dólar como moneda de reserva mundial, pues de un proceso devaluatorio frente al euro, que llevó a una depreciación de 40% de inicios de 2002 a mediados de 2008, en los siguientes ocho meses el dólar se revaluó a 20%. En la interacción de los mercados accionario y monetario, se observó que el contagio de la crisis provocó que en la venta de activos en la zona euro se buscara como refugio de última instancia el Bono del Tesoro, el cual resultó atractivo aun con un tasa prácticamente cero. Lo paradójico fue que en plena crisis en el epicentro de la economía mundial, el dólar que debería perder credibilidad se revaluó.

Y se asiste a una situación en la que el estancamiento con estabilidad anterior a la crisis inmobiliaria en EUA generó una mayor concentración de la riqueza, de tal forma que paradójicamente ello ha derivado en una suerte de “acumulación de la miseria” como condición necesaria de la creación de riqueza. Los recortes a los programas de seguridad social en EUA, principalmente en educación y salud lo corroboran. Lo mismo se observa en España y Grecia, con el agravante de que el recorte a los programas sociales va acompañado de una política tributaria muy agresiva.⁷

2. Gestión financiera

La situación de calentamiento financiero global tiene como sustrato el cambio en las formas de regulación de la propia actividad financiera. A partir de la ruptura del consenso de Bretton Woods se inició una nueva etapa en el proceso de acumulación capitalista, basada en una estructura de mercado, donde las instituciones bancarias y no bancarias entraron en un proceso de innovación financiera, que les permitiera alcanzar mayores niveles de rentabilidad y obtener una posición ampliada en el mercado mediante de nuevos instrumentos.

La ruptura fue catalizada por la declaratoria de no convertibilidad del dólar por parte del gobierno estadounidense y por la crisis petrolera en 1973, lo cual derivó

⁷ Por ejemplo, en Grecia se propuso un aumento al impuesto inmobiliario de 3 a 15 euros por metro cuadrado y una disminución de 20% en el salario mínimo; en España se dio un recorte de servicios educativos de 21.9% en el 2012.

en inestabilidad financiera expresada en tasas de interés variables y tipos de cambio flexibles. Al romperse el largo periodo dorado de estabilidad de la posguerra, la incertidumbre de los mercados financieros y monetarios incorporó el factor riesgo a las decisiones de inversión como una variable significativa. En este contexto, la innovación financiera fue acompañada a su vez por innovación tecnológica, no sólo para evaluar la exposición al riesgo al manejar distintas opciones de inversión en productos derivados, plazos y mercados (portafolio); sino también para flexibilizar y acelerar la movilidad del capital en la economía mundial. La gestión de este tipo de riesgos dio lugar a la ingeniería financiera en un ambiente ya de ruptura, en cuanto a las políticas keynesianas que prefiguraba la globalización.⁸

El desarrollo moderno del mercado extrabursátil de derivados se ubica en 1979 con la primera operación de *swaps* de divisas, y dos años más tarde con la primera de tipos de interés (Marshall, 2000). El autor cobró conciencia de la revolución financiera en curso al exponer que: “El enorme tamaño del mercado (de derivados), su aparente complejidad, y una red aparentemente inextricable de interrelaciones entre participantes en el mercado ha despertado preocupaciones sobre el potencial que tiene el mercado de engendrar riesgos sistémicos”; sin embargo, concluía de manera optimista señalando que un uso adecuado de los mismos, protegería simultáneamente a usuarios e instituciones y que por tanto “(...) servirían para mejorar el riesgo sistémico, no para agravarlo” (Marshall, 2000: 263). La historia mostraría, en menos de una década, la ineficiencia de la regulación prudencial y la vacuidad del riesgo moral en los *espíritus animales* de los especuladores.

2.1 *La arquitectura financiera*⁹

Con la crisis de México en 1995, la primera del siglo XXI en voz del director del FMI en la época, y las subsecuentes crisis asiáticas de 1997-98, el sistema financiero enfrentó el problema ya no de innovación, sino el de una adecuada gestión financiera para prevenir la inestabilidad sistémica. Después del “efecto tequila” siguieron los efectos dragón, vodka, samba, tango, que desde la periferia -mercados emergentes–,

⁸ Marshall (2000) sitúa en 1973 el despegue de la ingeniería financiera con la publicación del modelo de portafolio de Black/Scholes y su aceptación formal en 1988, con una definición *ad hoc* del concepto por parte de John Finnerty. El autor ofrece una panorámica de la evolución de productos financieros hacia el año 2000, cuya dimensión puede aquilatarse por el dato de que las variantes de *swaps* de tipos de interés y divisas eran más de 1000.

⁹ La arquitectura financiera está conformada por el conjunto de instituciones que regulan y supervisan la actividad financiera internacional, las normas, regulaciones y acuerdos sobre la base de los cuales se realiza dicha supervisión, así como por los agentes públicos y privados que participan de las transacciones financieras internacionales.

daban cuenta de que el riesgo sistémico podía desencadenarse en cualquier espacio de la economía mundial.

La Comisión Económica para América Latina externaría su preocupación y plantearía la necesidad de reformar el sistema financiero ante: “(...) la ausencia de un marco institucional capaz de regularlo” (CEPAL, 1999). La discusión no era la de la capacidad de innovación en cuanto a productos financieros, sino que se trataba de la eficiencia de la arquitectura financiera -las formas institucionales- para una mejor y mayor coordinación de las políticas macroeconómicas en los países desarrollados; así como revisar el papel del FMI en el rescate financiero, establecer mecanismos de liquidez adecuada, supervisión y regulación de los sistemas y flujos financieros internacionales de capital; evaluación de moratoria del servicio de la deuda y de liquidación ordenada de la misma. La apuesta era a la creación de procedimientos para la prevención y manejo de las crisis financieras. Aún más, se avanzó la idea de crear un banco central mundial como un auténtico “prestamista internacional de última instancia”.

Se trataba en el fondo de erigir una regulación supranacional que incluía, entre otros aspectos, difundir datos financieros y económicos de los países miembro, particularmente en la cuenta de capital, la vulnerabilidad externa y evaluar la relación de reservas a deuda. Se acuñó en la jerga financiera la elaboración de indicadores macroprudenciales, lo que en suma significaba que se habían rebasado los automatismos del mercado y la autorregulación. En los hechos los avances fueron limitados y se la juzgó como “(...) una reforma parcial, desigual y asimétrica de la arquitectura financiera internacional vigente” (Bustelo, 2005: 23). Una arquitectura financiera originada a partir de las innovaciones de mercado que se expresaron en nuevos instrumentos financieros, tales como los *Mortgage Backed Securities*, *Collateralized Debt Obligations* y *Collateralized Debt Securities*.

2.2 La rebelión de los espíritus animales

La evolución de la actividad financiera y el desarrollo tecnológico informático y digital en los últimos veinte años, han propiciado la creación de nuevos instrumentos crediticios. Por ejemplo los *Credit default swaps* (CDS), que fueron diseñados para enfrentar situaciones de insolvencia de deudores; cuyo precio se fija en puntos base a nivel macro y se considera similar al riesgo país en cuanto a sus bonos soberanos, y a nivel micro refieren a la deuda de las empresas.

Esta innovación financiera obliga al comprador a pagar una prima de aseguramiento para protegerse ante la eventualidad de *default* –incumplimiento– del deudor; y el vendedor, un agente financiero bancario o un inversionista particular

—especulador—, cubriría el incumplimiento en los términos acordados. Lo que une a los agentes es un contrato sobre deudas y no sobre activos. Por ejemplo, la adquisición de bonos soberanos lleva al inversionista a especular, respecto a la capacidad de pago de un país y obtener un rendimiento medido en puntos base; y al mismo tiempo puede asegurar su inversión en CDS ante un banco y éste puede también especular con la titulización de los CDS. No hay una regulación *ad hoc* para estos instrumentos que obligue a mantener una reserva, como en el caso de los depósitos bancarios.

La magnitud inicial del mercado de los CDS a principios de los años noventa alcanzaba operaciones por menos 1% del PIB mundial, pero en el año 2007 fue equivalente al PIB mundial (Moreno, 2010), superando el valor conjunto de las operaciones de los mercados accionario, hipotecario y de bonos del tesoro en EUA.¹⁰ Dispersando el riesgo por todo el sistema y considerados como el origen de la basura tóxica.

El fenómeno se extendió simultáneamente en Europa. Por ejemplo, en España durante 1993 también se incubaba el huevo de la serpiente con la emisión de Fondos de Titulización Hipotecaria, que en cuatro años canalizaron recursos equivalentes a 6.3% del “volumen potencialmente titulizable” (González y Jordá, 1998); de acuerdo con el Banco de España, a mediados de 2012 el monto comprometido en basura tóxica era de aproximadamente 320 mil millones de dólares de euros en la cartera crediticia de los bancos españoles, relacionados con el sector inmobiliario.

La desregulación de la industria financiera está en la base de la comercialización de hipotecas, sólo posible a su vez con la comercialización de nuevos derivados con deficiente evaluación del riesgo por las agencias calificadoras (Novales, 2010); por autocalificación ficticia en fondos de inversión, como el caso de Enron¹¹ o actos delictivos deliberados de especulación salvaje, como el del fondo Madoff.¹²

La irrupción de la crisis en el año 2008 puso en evidencia las llamadas fallas del mercado en la teoría neoclásica en un contexto de desregulación, que es la otra cara de una alta permisividad en materia de supervisión; en mercados imperfectos con

¹⁰ *The New York Times*, 17 de febrero de 2008.

¹¹ Enron comenzó como una empresa de energía en 1985, convirtiéndose al poco tiempo en un gigante de tipo medio con ayuda de técnicas fraudulentas contables. Así, desarrolló una compleja variedad de contratos financieros que sobrepasaron por mucho a los contratos de volumen sobre mercancías que llevó a su quiebra a finales de 2001.

¹² Bernard Madoff fue gestor de inversiones en el mercado de derivados desde 1999. Su estafa consistió en tomar capitales a cambio de grandes ganancias que al principio eran efectivas, sin embargo, más tarde se descubrió que consistían en el sistema piramidal o sistema ponzi.

información asimétrica con consumidores –compradores– sin capacidad para evaluar el riesgo inherente de los productos financieros. Al final la situación es paradójica, pues de la fiebre de desregulación apostando a los automatismos del mercado, se ha pasado a la intervención directa en el rescate bancario con la propuesta de una supervisión prudencial efectiva y eficiente (Banco Mundial, 2012).

2.3 “Gestión del riesgo” versus *regulación prudencial*

En otro enfoque, la crisis del capital monopólico financiero pone en evidencia el desacoplamiento de las esferas de la producción y de la realización del valor, con la autonomización relativa del signo monetario; este último en múltiples expresiones de títulos de diversa índole, como formas dinerarias alternativas y en mucho sustitutas de la moneda de papel –*currency*– que tienen un precio que se fija en los mercados especulativos pero que no encarnan el valor de los activos que teóricamente representan. El caso de los CDS es un ejemplo paradigmático.

La vulnerabilidad de la regulación prudencial y por ende del inversionista –su alta exposición al riesgo–, en parte derivó de la rigidez o poca capacidad de respuesta de los sistemas contables, ante la innovación financiera con gran afluencia de nuevos instrumentos y derivados financieros (Cano, 2011). Pero indudablemente que la voracidad del capital financiero determinó su propia lógica de asignación eficiente de los recursos disponibles, en función de sus intereses. Por lo que, ante hechos consumados pero sin imaginar la dimensión de la crisis, y más allá del manejo de los instrumentos básicos de política monetaria como la reducción de la tasa de interés, la intervención del Estado fue directa.

Y lo que parecía el límite de la intervención estatal por el monto de recursos involucrados, fue superado por las quiebras en la zona euro ya no tanto de entidades privadas sino de las finanzas públicas de Grecia, Italia y España. En estos casos la banca central tenía que acudir al salvataje del propio gobierno, es decir que el agente responsable de la regulación prudencial había sido ineficaz para autoregularse, de donde se elaboró un planteamiento para crear en la zona euro una agencia de supervisión financiera, tanto en el ámbito micro para evaluar el riesgo sistémico en una supervisión macroprudencial (Novales, 2010), así como en el manejo responsable del gasto público. (En el caso del sector privado se señala que el mercado libre no es sinónimo de mercado desregulado). En última instancia se entra al terreno de una especie de gestión financiera supranacional, en la cual se acepta que el factor detonante de crisis puede ser tanto el ente regulador que emite la norma, como el ente sujeto a regulación.

2.4 *Las buenas conciencias y el pragmatismo*

La escena de tsunami financiero está precedida por extrañas coincidencias de la historia, en la implementación de dos políticas diseñadas en y para geografías económicas diferentes, pero hermanadas en el vasto propósito de superar la ciclicidad de explosión financiera e implosión productiva. Así, de una parte se diseñó una estrategia para crear un espacio de acumulación regido por una moneda común; y de otra parte, pragmáticamente se activó una desregulación en la intención de crear un espacio propicio para una expansión suave del capital financiero.

1) La estabilidad financiera en la zona euro tiene como premisa la integración financiera y fiscal. En el Tratado de Maastricht en 1992,¹³ en la búsqueda de la convergencia se establecieron como medidas de control, entre otras, una tasa menor o igual al promedio de los países con más baja tasa $\pm 1.5\%$; un déficit público límite hasta 3% y de 60% para la deuda en relación al PIB; tasa de interés de largo plazo menor o igual a la tasa de inflación promedio de los tres países con menor inflación más 2% ; y una cláusula altamente restrictiva de no rescate por insolvencia, que fue el detonante de la crisis en la zona euro por la inestabilidad de Grecia. Todo en la intención de subordinar las políticas monetarias y fiscales a una gestión supranacional. Si pudiera medirse con una sola referencia el éxito del Banco Central Europeo (BCE) en ese contexto, habría que hacer referencia al posicionamiento del euro como segunda moneda de reserva (Palacio, 2009).

El BCE fue el mecanismo para integrar las políticas monetaria y fiscal internas en esta nueva agencia reguladora mediante los bancos centrales de la eurozona. En este esquema, el objetivo prioritario es la estabilidad de precios con independencia de las autoridades locales en la toma de decisiones. Esta centralización opera simultáneamente con autonomía de los estados miembros en la responsabilidad de aplicar las políticas adoptadas.

Sin embargo, la estrategia se ha fracturado pues el endeudamiento griego con la banca francesa y alemana repercutió en la zona euro y de ahí al resto del sistema financiero europeo. Lo que ha obligado, de manera no prevista más que como un caso extremo por la teoría convencional, a intervenciones masivas de los bancos centrales más que del FMI o el BM, para apuntalar la zona euro.¹⁴ El BCE operó el salvamento del sistema financiero inyectando cantidades ingentes de recursos e interviniendo en las políticas macroeconómicas internas de los países apoyados; políticas fuera de las funciones estatutarias establecidas.

2) En tanto que la llave que abrió la puerta a la desregulación bancaria en EUA fue la reforma de la Ley de Reversión Comunitaria en 1993, para hacer más consistente la evalua-

¹³ (<http://www.ecb.int/ecb/orga/scb/html/convergence-criteria.es.html>).

¹⁴ Ver apartado 3.

ción de solicitud de crédito inmobiliario, reducir su costo y se hizo más laxa la regulación crediticia.¹⁵ El argumento fue que el cumplimiento de la restricción de vecindad había inducido a la banca a subsidiar vivienda de bajo ingreso, a prestatarios pobres en regiones pobres del país.

Otra decisión importante de desregulación en la administración Clinton fue el Acta de Modernización de los Servicios Financieros en 1999, para eliminar la prohibición a la banca que existía desde 1933, orientada a ofrecer un amplio grupo de servicios de inversión y de seguros. En ese momento se fijaron las bases para controlar la capacidad especulativa del capital bancario, pero con la ruptura de los acuerdos de Breton Woods se entró en otra fase de la gestión monetaria que a futuro llevaría a la expansión del capital financiero, hasta la consolidación de la financiarización de la economía. En consecuencia se empujó hacia la liberalización para la libre movilidad del capital, y la banca y los agentes institucionales de todo tipo irrumpieron en los mercados especulativos.

La consecuencia más importante, en términos de la nueva gestión monetaria, es que se fracturó la capacidad regulatoria de la Reserva Federal y en los hechos es en la bolsa –Wall Street– donde se estructura la composición de las tasas de interés (Palacio *et al.*, 2009). A tal grado que la globalización de la liberalización financiera ha permitido que sean agencias calificadoras las que determinen la solvencia financiera de un país, con más protagonismo que los organismos internacionales como el FMI. La calificación de la solvencia de Fanny Mae y Freddy Mac en el año 2009, y la de la deuda de Grecia, España e Italia, dan cuenta de ello.¹⁶

3. Crisis de la financiarización

Las turbulencias financieras se ubican cada vez con mayor precisión en los circuitos bursátiles, originadas por la fiebre especulativa desarrollada en los últimos 20 años, con una participación cada vez más importante de los agentes financieros institucionales.¹⁷ Se trata de una especulación bursátil por sí misma, que perfila

¹⁵ En 1977 se promulgó la Ley de Reinversión Comunitaria para fomentar el crédito inmobiliario en todos los segmentos sociales, particularmente los de ingresos bajos y medios. El objetivo era combatir las prácticas discriminatorias en contra de los habitantes de vecindarios de bajo ingreso y otorgar crédito ahí en donde se captaban depósitos.

¹⁶ En la primera quincena de junio de 2012, la Agencia Moodys bajó la calificación de deuda de España de un A3 a un Baa3, lo cual los ubica prácticamente a un paso de ser bonos basura.

¹⁷ Inversionistas especializados en la especulación accionaria y de divisas –como los fondos de inversión (*hedge funds*), los fondos de pensiones, aseguradoras, etcétera.

una autonomía relativa de la valorización del capital financiero en su segmento específicamente dinerario. El circuito es directamente D-D’.

A lo cual se ha sumado de manera preponderante, el que los bancos y otras instituciones financieras se han convertido en ahorradores masivos.¹⁸ Ya no se trata del dinero que un particular deposita en un banco, sino la colecta de recursos para y por los propios fondos. En forma sintética, se adquiere deuda para hacer dinero con dinero prestado como punto máximo de especulación.

Lo determinante es que en el régimen de financiarización no se trata de inversión bancaria convencional de apoyo a actividades productivas y comerciales, sino de su orientación hacia la intermediación en los mercados financieros. De aquí su importancia como factor de vulnerabilidad sistémica por la práctica eliminación del riesgo moral (Huerta y Kato, 2011), puesto en clara evidencia por la quiebra del banco de inversión Bear Sterns y aun con mayor relevancia el de los bancos Fanny Mae y Freddie Mac en el sector inmobiliario con financiamiento público, los cuales realizan casi la mitad de operaciones con hipotecas en EUA.¹⁹ La quiebra posterior del banco Lehman Brothers marcó el punto cismático del sistema bancario, que llevó a una intervención gubernamental por una cantidad de 800 mil millones de dólares.

De acuerdo con Bellamy y Magdoff (2009), la función de prestamista de última instancia del banco central en EUA en el pasado reciente, se basó en la especificidad de que el problema era monetario en primer lugar, y que podía resolverse por medios monetarios inyectando liquidez al sistema al menor atisbo de peligro.

El director del Banco Central de EUA, Ben Bernanke, por ejemplo definió la situación monetaria del país como un sistema de papel-moneda (*paper-money system*), en el cual no importa el referente físico ya no en metal (oro) como soporte de la moneda –*currency*–, sino aún en bienes y servicios pues el manejo discrecional de la emisión monetaria –*printing press*– puede inducir la devaluación a conveniencia; si ello se considera adecuado para combatir la deflación cuando la tasa de interés sea cero (Bernanke, 2002).

Empero, más allá de una política estrictamente monetarista, para Bellamy y Magdoff (2009) el *crack* bursátil de 1987, marca el punto de quiebre en la intervención masiva de la banca central hacia el mercado accionario para prevenir eventos similares.

¹⁸ Es conocido el fondo especulativo manejado por George Soros, cuyos recursos en 2011 alcanzaron un monto de 25 mil millones de dólares.

¹⁹ Lo acontecido posteriormente puede calificarse de implosión económica pues repercutió en la caída del sector productivo, lo cual puede calibrarse por ejemplo con la severa crisis de los sectores de la construcción y automotriz en EUA.

Con bastante antelación, en los años setenta el estancamiento de EUA, llevó a que la intervención de última instancia del banco central se volviera cada vez más necesaria. Ya no se trataba sólo de resolver problemas de liquidez coyunturales por el endeudamiento de los particulares; sino que: “(...) más bien de ser un modesto apoyo al proceso de acumulación de capital gradualmente se convirtió en su fuerza directriz” (Bellamy y Magdoff, 2009).

La intervención recurrente del Estado como prestamista de última instancia para dar liquidez al sistema en el corto plazo, se ha convertido en un elemento estructural del mismo, incorporado como instrumento de política económica de pleno derecho en el sistema.

En tanto, las políticas neoliberales se orientaron hacia la desregulación financiera, la autorregulación y rechazaron la regulación de las innovaciones financieras como los derivados.²⁰ En el polo opuesto se tiene la intervención de la Fed y, en la crisis actual en la zona euro, el salvamento operado por la banca central ha llevado a acuñar sentencias sarcásticas como el decir que el euro adolece de un gobierno banquero, no de un prestamista de última instancia (Palley, 2012).²¹

La globalización financiera es una ley en ella misma, al establecer una especie de Estado financiero supranacional con sus propios aparatos administrativos y medios de acción: FMI, BM, OCDE, OMC (Bellamy y Magdoff); a los cuales se agrega la nueva institucionalidad en EUA y en la zona euro con el BCE y que conjuntamente serían los hilos de control para operar el rescate del capital financiero.

3.1 Automatismos del mercado versus la nueva regulación

El capital financiero se ha vuelto un detonante usual de crisis en los últimos 20 años en un ambiente de ciclicidad de explosión y estancamiento; y más que impulsar el sistema hacia una ruta de crecimiento sostenido en el largo plazo, paradójicamente su fortalecimiento y hegemonía tiene efectos implosivos.

El movimiento cíclico de auge financiero con burbujas especulativas y crisis, junto con el estancamiento del sector productivo, rechaza la asunción de un

²⁰ El presidente de la junta de la Reserva Federal, Ben Bernanke, a inicios de 2004 declaró su creencia en la hipótesis de “La Gran Moderación”, refiriéndose a la declinación de la volatilidad en las fluctuaciones del ciclo en el producto y la inflación. El argumento se sustentaba en dos aspectos: los resultados positivos de las políticas macroeconómicas –particularmente las monetarias– y en los cambios estructurales en las instituciones, la profundidad y sofisticación de los mercados financieros, liberalización del flujo de capitales, desregulación industrial, apertura comercial y desplazamiento de la economía hacia los servicios.

²¹ Debido a que: “[...] la crisis ha sido interpretada exclusivamente como crisis de deuda cuando se trata de una crisis del diseño del banco central como resultado de una defectuosa arquitectura europea”.

sistema en crecimiento permanente; en el cual las crisis financieras (bursátiles y monetarias) significarían obstáculos menores o coyunturales previos a una recuperación por automatismos del mercado.

En el centro, las economías maduras no han generado nuevos campos de inversión que permitan colocar los excedentes financieros y ganancias, como sucedió con la industria automotriz; aun en el caso de las TIC con todo y su explosividad no han tenido el mismo impacto expansivo. De acuerdo con Bellamy y Magdoff “(...) en este contexto, el capitalismo en la fase del capital financiero monopolístico, depende en forma creciente del abultamiento del sistema crédito-deuda para escapar de los peores aspectos del estancamiento” (2009: 102).

La intervención de los bancos centrales, como prestamistas de última instancia, se ha vuelto cada vez más usual ante las repetidas crisis financieras para inyectar liquidez al sistema. La compra de activos bursátiles completamente depreciados (bonos *subprime*), calificados como “basura tóxica”, a las instituciones financieras que los detentaban por parte del gobierno de EUA en 2007-2008; así como la condición prácticamente de basura de los bonos de deuda griegos, desde finales del 2011 y la intervención masiva de los bancos centrales de Alemania y Francia para evitar la quiebra de la zona euro, es parte del salvataje del sistema financiero y por extensión de la economía en su conjunto.

A la quiebra bancaria y luego bursátil en EUA (septiembre 2008), siguió la compra masiva de la llamada “basura tóxica” de los préstamos hipotecarios, para mantener la liquidez del sistema bancario; un mes después los miembros del G7 realizaron una acción similar que involucraba a la banca mundial. Los dos hechos pueden calificarse como una estatización parcial de la banca comercial. El Estado, al actuar como prestamista de última instancia por medio de la banca central, en realidad asumía el papel de “capitalista colectivo ideal” como garante de la subsistencia del sistema financiero.²²

La banca central ha operado más allá del objetivo de control de precios y de su condición de prestamista de última instancia, de tal forma que la adquisición de activos irrecuperables para la banca comercial, ha llevado al Estado a agente “(...) creador de mercado de última instancia (...) al sustituir crédito privado en bancarota con crédito público” (Papadatos, 2011: 233). La estatización silenciosa de la deuda privada es en realidad insolvencia financiera sistémica, en tanto que pérdida absoluta de los tenedores de la basura tóxica. Acción de alto riesgo pues expone la solvencia

²² El Estado, en teoría, estaría por encima de los conflictos inmediatos de clase; pero en realidad es garante del conjunto de relaciones sociales que definen al sistema capitalista, por lo tanto su intervención en el rescate financiero en última instancia es para hacer prevalecer el interés de este segmento del capital. Es en este sentido que se habla del Estado como *capitalista colectivo ideal* (Engels, 1975).

del propio banco central. La solución pragmática no es económica sino política, pues a final de cuentas el Estado es el garante del balance del banco central. En este contexto, la subsistencia del sistema financiero, implica una socialización de pérdidas privadas que puede devenir en crisis fiscal.

Al mismo tiempo, en términos monetarios, se ha caído en la trampa de liquidez con la tasa de interés prácticamente en cero desde 2010; de tal forma que no hay incentivos suficientes para invertir y se prefiere el máximo de liquidez antes que arriesgarse en ampliar el crédito. Otro hecho importante es que las quiebras bancarias fueron seguidas por la fusión de bancos que llevó a una concentración aún mayor del capital financiero apoyado, paradójicamente, por la inyección de dinero público.²³

3.2 La intervención del Estado como capitalista colectivo ideal

La reestructuración en curso del sistema financiero, pasa ineluctablemente por la intervención del Estado. No se trata de acotar al mercado por la acción gubernamental, pero sí de crear un nuevo marco de gestión financiera. Se opera a fin de preservar el interés del capital en general para subsanar en parte la anarquía del mercado, aun cuando coyunturalmente se afectaran capitales individuales.²⁴ Incluso cuando fuera de suyo evidente, no es un intervencionismo de corte keynesiano. No se trata de atenuar los ciclos económicos con políticas fiscales y/o monetarias, no vía déficit. En situación de crisis no se invierte, sin embargo el Estado puede desprenderse del imperativo del valor en el sentido de la ganancia *per se*, y actúa de manera racional si restablece las condiciones de acumulación.

Desde la crisis de los títulos *subprime*, las intervenciones del Estado han sido cada vez más frecuentes, pero sobre todo orgánicas en la medida en que abarcan al conjunto del sistema bancario en EUA; y en la zona Euro ha llevado a redefinir el papel del FMI y del Banco Central Europeo, a raíz de la quiebra total de la economía griega.²⁵

²³ Uno de los efectos más importantes de la Gran Crisis es la ola de fusiones de las entidades bancarias para hacer frente a la quiebra por la basura tóxica en sus hojas de balance; el caso de mayor relevancia en el año 2009 fue la fusión de Citigroup y Morgan Stanley, así como fusiones subsecuentes en la zona euro.

²⁴ En Karl Marx (1978: 75) “[...] *el capital en general*, a diferencia de los capitales en particular se presenta, a decir verdad como *sólo una abstracción*; no una abstracción arbitraria, sino una abstracción que capta la *differentia specifica* del capital en oposición a todas las demás formas de la riqueza”. En cuanto a los capitales individuales, las palabras del presidente Obama al rescate del sistema bancario estadounidense son ilustrativas al respecto: “I Want To Know Whose Ass To Kick”.

²⁵ En el año 2011 el BCE activó un programa de rescate financiero por 639 mil mdd en la acción más grande de rescate hasta esa fecha, en la cual los bancos podrán financiarse sin límites y a tasas más bajas para comprar deuda

En su ortodoxia, el FMI propuso la reducción del tamaño de los balances de los grandes bancos de la Unión Europea, por un monto que podría alcanzar hasta 2.6 billones de dólares hasta finales del año 2013 y, dado que esta acción implica graves riesgos, justifica una supervisión *ad hoc*; habla incluso de políticas de gestión de crisis en línea con la integración financiera y fiscal, en el marco de una regulación financiera internacional durante la transición a un nuevo régimen (FMI, 2012).

Usualmente era el FMI el agente regulador de los desequilibrios monetarios. Pero dadas las condiciones actuales gestadas en los desequilibrios financieros, que han generado estragos como el aumento del déficit presupuestario y fiscal, retracción de la recaudación de impuestos y el pago de pensiones y seguros de desempleo, se ha agregado la banca central para las operaciones de rescate financiero. El BCE ha adoptado medidas para el financiamiento del Sistema Europeo de Bancos Centrales, bancos y cajas más allá de lo que podría ser alcanzado por la reducción en la tasa de interés; el monto involucrado pasó de 200 mil a 700 mil millones de euros del año 2000 al 2010 (Pateiro *et al.*, 2010).

En ese momento las cifras se consideraban exorbitantes, aún más en abril y junio de 2012, ante el agravamiento de la crisis griega, el sistema financiero en la zona euro se cimbró hasta sus cimientos, generando una situación de incertidumbre no sólo respecto a la permanencia de Grecia en la zona euro, sino también en la viabilidad del acuerdo que le dio origen. Y los recursos involucrados en esta nueva fase de rescate financiero alcanzaron la cifra de 110 mil millones de euros, a los cuales se suman los recursos involucrados desde mediados de 2010 por 130 mil millones.²⁶ En el caso de España la cifra involucrada puede ascender a 100 mil millones de euros, provenientes del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y del Mecanismo Europeo de Estabilidad.

Es decir, la intervención de última instancia se ha vuelto un instrumento recurrente de política monetaria para tomar medidas drásticas, en cuanto al nivel del déficit presupuestal que se considere adecuado, para tener el apoyo de los organismos institucionales. Pero también a la fisura del frente europeo con la negativa británica de sumarse a esta iniciativa.

Al mismo tiempo hay un nuevo actor en escena, pues la economía china, al detentar la mayor parte de los dólares que funcionan como moneda de reserva en el mundo, se agrega como protagonista en la redefinición del sistema financiero

pública en la zona euro. Anteriormente los préstamos eran a un plazo máximo de tres semanas y la importancia de la medida adoptada quedó manifiesta por el hecho de que, inmediatamente, 523 bancos solicitaron fondos con una tasa de referencia de 1% (*La Jornada* 21/XII/2011).

²⁶ Reunión de Ministros de Finanzas de la Unión Europea, Bruselas. 20 de febrero 2012.

y monetario. Ya no se trata sólo de una reingeniería para re-cimentar las bases del mismo, sino más bien de reconfigurar su arquitectura, esto último en la medida en que la profundización de la crisis está llevando a una cada vez mayor intervención del Estado, la cual, y ante la posibilidad de que rebase su capacidad para responder como prestamista de última instancia o hacerlo rápidamente y de manera decisiva, se endurecen las posiciones de las instituciones financieras.

En la zona euro se avanza cada vez más de manera decisiva hacia el nuevo protagonismo del Estado, pues las negociaciones intergubernamentales de Alemania y Francia tienen como objetivo central la reconfiguración de la zona euro, más allá de la disciplina fiscal de los países miembro.

La estabilidad monetaria de la zona euro depende, entre otros factores, de un comportamiento homogéneo de la productividad, la cual funciona como factor de cohesión del sistema económico regional. Pero al mismo tiempo si Alemania es el motor de arrastre, en el otro extremo se ubican Grecia y Portugal como lastre para esta convergencia. Para medir la eficiencia de la integración, considerando cinco agregados macroeconómicos en 2008, los países de menor eficiencia fueron Grecia, España e Italia,²⁷ si se incorpora el déficit presupuestario y fiscal se agregan Portugal e Irlanda (Reyes y Moslares, 2010). En consecuencia, aun resolviendo el problema monetario, la convergencia económica es un obstáculo estructural en la consolidación definitiva del proyecto.

La quiebra bancaria llevó a la intervención estatal para garantizar la liquidez del sistema, en ausencia de una eficiente regulación prudencial, para garantizar la preeminencia del interés general –ahorradores, inversionistas– sobre el interés particular del agente financiero. La banca central era la única institución que podía garantizar solvencia y estabilidad del sistema financiero. Así, la compra masiva de deuda privada en EUA, por 800 mil millones de dólares en el año 2008 no evitó la expansión del contagio ya que el Banco Central Europeo al año siguiente, expandió su balance hasta 1.5 billones de euros equivalentes a 16% del PIB de la zona euro (Novales, 2010).

El diagnóstico del problema es de larga data, pues por ejemplo la UNCTAD (2009) atribuía la crisis de ese momento a la falta de regulación financiera y ausencia de un sistema monetario regulado, y sostenía que sólo podía solucionarse con medidas multilaterales. El BIS (2012) a su vez, ha instado a las economías desarrolladas a superar las políticas de corto plazo para enfrentar la crisis, y realizar reformas de fondo para enfrentar los problemas de deuda y retomar la senda del crecimiento.

²⁷ Agregados: PIB, déficit en cuenta corriente a PIB, desempleo, deuda a PIB, inflación.

En la misma tónica, el FMI (2012) no va a la zaga en cuanto a su posición a favor de una regulación prudencial, apostando por la implementación de regulaciones consensuadas a nivel de cada país, la mejora de la regulación y supervisión del sistema bancario paralelo, así como garantizar que los bancos no dependan excesivamente de un financiamiento mayorista impredecible.

Conclusiones

En suma, la Gran Recesión actual ha llevado a replantear los instrumentos de la arquitectura financiera, en la búsqueda de una mejor gestión monetaria. La ortodoxia monetaria ha sido rebasada, pues la participación de la banca central en el sistema financiero ahora es factor para estimular el crecimiento. Por ejemplo, en la praxis el BCE adquiere, entre otras, una nueva función al definir las líneas de acción de los bancos centrales más allá del control de precios y del tipo de cambio, como la regulación fiscal de los países miembros.

¿Hay un futuro de estabilidad financiera sistémica? Al parecer la banca central –la intervención del Estado– es la única institución garante de ello; sin embargo, es claro que la reconducción del proceso es ya parte de una nueva fase de acumulación, más allá de ser una historia completamente diferente a la que se tejió con la ingeniería financiera.

Referencias bibliográficas

- Banco Mundial (2012). *Global Economic Prospects*, junio.
- Bellamy, John and Fred Magdoff (2009). *The Great Financial Crisis Causes and Consequence*, Nueva York: Monthly Review Press.
- Bernanke, Ben (2002). *Deflation: making sure it doesn't happen here*, Federal Reserve.
- CEPAL, ONU (1999). *Hacia una nueva arquitectura financiera internacional*, Nueva York: Naciones Unidas.
- Chesnais, Francois (2001). “La nouvelle économie: une conjuncture propre à la puissance hégémonique américaine”, en *Une nouvelle phase du capitalisme?K*, Francois Chesnais *et al.*, Paris: Editions Syllepse.
- Dúmenil, Gérard y Dominique Lévy (2001). “Sortie de crise, menaces de crisis et nouveau capitalisme”, en *Une nouvelle phase du capitalisme?*, Francois Chesnais *et al.*, Paris: Editions Syllepse.
- Engels, Federico (1975). *Del socialismo utópico al socialismo científico*, México: Quinto sol.

- González, Cristóbal y Paz Jordá (1998). “Diversificación de riesgos y mejora crediticia en la titulización hipotecaria”, *Revista Dirección y Organización*, núm. 19, Universidad de Salamanca.
- FMI (2012). *Informe sobre la estabilidad financiera mundial*, abril.
- (2012b). *Perspectivas de la economía mundial*, abril.
- Ghilarducci, Teresa *et al.* (2009) “Memorandum of a new financial architecture and new regulation”, *Investigación Económica*, Vol. LXVIII, núm. 267, UNAM, pp. 147-161.
- Guillen, Héctor (2009). “La crisis financiera de los préstamos subprime”, *Revista Comercio Exterior*, núm. 12, pp. 947-969.
- Huerta, Guadalupe y Luis Kato (2011). “Hacia la construcción de nuevos enfoques sobre globalización y crisis”, *Problemas del Desarrollo*, núm. 164, IIEc, UNAM.
- Marshall, John F. (2000). *Diccionario de ingeniería financiera*, New York: John Wiley and Sons.
- Marx, Karl (1978). *Grundrisse*, en Roman Rosdoslky, *Génesis y estructura de El Capital de Marx*, México: Siglo XXI.
- Novales, Alfonso (2010). *Política monetaria antes y después de la crisis financiera*, Madrid: Departamento de Economía Cuantitativa, Universidad Complutense.
- Ocampo, J. A. y M. L. Chiappe (2003). “Counter-cyclical Prudentions and Capital Account Regulations in Developing Countries”, *EGDI Studies*, No. 2003-1, Expert Group on Development Issues, Estocolmo, pp. 57-104.
- Palley, Thomas (2012). *From Financial Crisis to Stagnation: The Destruction of Shared Prosperity and the Role of Economics*, EUA: Cambridge University Press.
- Papadatos, Demophanes (2011). “Los bancos centrales en el capitalismo contemporáneo: control de la inflación y crisis financieras”, en Costas Lapvitsas y Carlos Morera (comps.), *Crisis de la financiarización*, México: UNAM, IIEc, CLACSO.
- Pateiro, Carlos (2011). “La gestión de la liquidez del Banco Central Europeo durante la crisis financiera: 2008–2009”, *Econstor*, núm. 2010, p. 3.
- Perrotini, Ignacio (2010). “La crisis económico-financiera y su impacto en México”, *Economía Informa*, núm. 357, UNAM.
- Reyes, Gerardo y Carlos Moslares (2010). “La Unión Europea en crisis: 2008-2009”, *Problemas del Desarrollo*, núm. 161, UNAM.
- Rozo, Carlos (1998). *Globalización y desacoplamiento financiero*, Tesis de Doctorado en Ciencias Económicas, UAM, México.

Recursos electrónicos

- Bank for International Settlements (2012). *Report to G20, Leaders on Basel III implementation*, Basel (<http://www.bis.org/publ/bcbs220.pdf>). Ficha incompleta.
- Bernanke, Ben. *The great moderation* (<http://www.bis.org./review/r040301f.pdf>).
- Bustelo, Pablo (2005). *La nueva arquitectura financiera internacional*. Universidad Complutense de Madrid, *Cuadernos de la Escuela Diplomática*, núm. 26 (<http://www.ucm.es/info/eid/pb/BusteloNAFI mayo04.pdf>).
- Cano, Carlos G. *Política monetaria y regulación macro-prudencial en prevención de burbujas*, Codirector del Banco de la República, Colombia ([http://www.banrep.gov.co/documentos/presentaciones\]-discursos/Cano/2011/Anif_Bucaramang_Nov.pdf](http://www.banrep.gov.co/documentos/presentaciones]-discursos/Cano/2011/Anif_Bucaramang_Nov.pdf)).
- Moreno, Marco Antonio (2010). *¿Qué son los Credit Default Swaps?* (<http://www.elblogsalmon.com/coceptos-de-economia>).
- Palacio, María (2008-2010). *El cambio de rol del Banco Central Europeo dentro de la crisis financiera internacional* (<http://geic.files.wordpress.com/2011/03/reci-nc2bal-ai-palacio1.pdf>).
- Palacio, Víctor; Miguel A. Lara y Héctor Mora (2009). *Elementos para entender la crisis mundial actual* (www.aumed.net/libros/2009a/481/).
- UNCTAD (2009) (http://unctad.org/en/docs/wir2009_en.pdf).