



UNIVERSIDAD AUTÓNOMA METROPOLITANA

**UNIDAD XOCHIMILCO,
DIVISIÓN DE CIENCIAS SOCIALES Y HUMANIDADES,
DOCTORADO EN CIENCIAS SOCIALES**

**LA AUTONOMIZACIÓN DEL CAPITAL FINANCIERO
COMO FACTOR CAUSAL DE LAS CRISIS GLOBALES**

**TESIS PARA OPTAR POR EL GRADO DE
DOCTOR EN CIENCIAS SOCIALES CON
ESPECIALIDAD EN
RELACIONES INTERNACIONALES**

P R E S E N T A

LUIS ENRIQUE MONTOYA ZURITA

DIRECTOR DE TESIS:

DR. FEDERICO MANCHÓN COHÁN

SEPTIEMBRE DE 2015

“Ahora bien, todo ejercicio de la libertad natural de unos pocos individuos que pueda poner en peligro la seguridad de toda la sociedad, es, y debe ser restringida por las leyes de todos los Estados, de los más libres y de los más despóticos”

Adam Smith

“Universidad, luz de la razón”

ÍNDICE:

Introducción	11
1. Marco teórico	18
1.1. Planteamiento del problema	18
1.2. Objetivos del estudio	20
1.2.1. General	
1.2.2. Específicos	
1.3. Sistema de hipótesis y metodología general	21
1.4. Consideraciones sobre el funcionamiento del sistema capitalista y de los mecanismos de las crisis financieras	24
1.4.1. Exposición general de la teoría keynesiana	24
1.4.2. Análisis postkeynesiano	29
1.4.3. Concepción clásica	35
1.4.4. Concepción neoclásica	38
1.4.5. Concepción marxista y neomarxista	42
2. Genealogía de las crisis financieras mundiales.	51
2.1 La Crisis de 1929, la Gran Depresión	51
2.2 La etapa de la represión financiera (1930- 1974) y su prolongación al inicio de la década de los 80	58
2.3 Las crisis de la segunda liberalización financiera (1974-2014)	69
2.3.1 La crisis de las economías en desarrollo	72
2.3.2 La crisis de los mercados emergentes	80
2.3.2.1 La crisis asiática	83
2.3.3 La crisis de la financiarización y la Segunda Gran Contracción: Estados Unidos y Europa 2000-2014	93

2.3.3.1	Condiciones generales del sector financiero	93
2.3.3.2	Fases de la crisis estadounidense	98
2.3.3.3	La Crisis <i>.com</i>	98
2.3.3.4	La Crisis <i>Subprime</i>	100
2.3.3.5	Desarrollo de la crisis europea	107
2.3.3.5.1	Análisis estructural de la crisis de la zona euro	112
2.3.3.5.2	El debate para afrontar la crisis europea	120
2.4	La banca central autónoma y la banca privada como cogeneradoras de la Gran Recesión	124
3	La estructura financiera internacional en la crisis y el nuevo riesgo global.	131
3.1	Exposición teórica sobre la medición global del riesgo financiero	134
3.1.1	Stress Testing y Modelos de Shock	135
3.1.2	Método del VAR	139
3.2	La nueva arquitectura financiera hacia Basilea III	140
3.2.1	El Financial Stability Board	140
3.2.2	Regulación del sistema bancario y del Shadow Banking System	144
3.2.3	El control del riesgo global	146
3.2.4	The Bank for International Settlements y el rol de los Bancos Centrales	150
3.2.5	Los Acuerdos de Basilea	153
3.2.6	El ratio de liquidez bancario	159

3.2.7	Consideraciones relativas a los mecanismos de regulación	162
3.3	El nuevo Riesgo Global	164
3.3.1	Consideraciones preliminares sobre el desempeño económico global	164
3.3.2	El desempeño del sector financiero y los componentes del riesgo financiero global	170
3.3.3	El comportamiento inmanente del sector financiero	171
3.3.4	La dimensión de la deuda de los Estados	179
3.3.5	El servicio de la deuda externa mundial	181
3.3.6	Las tasas efectivas de interés y la tasa de cambio de las monedas mundiales	183
3.3.7	Definición de un mapa de shock global	185
4	Conclusiones	187
5	Anexos	199
6	Bibliografía	215

Gráficos

Gráfica 1. Evolución del índice de Cotizaciones de Valores de la Bolsa de Nueva York, 1914 -1937.	54
Gráfica 2. Crecimiento de los países industrializados durante la Gran Depresión de los años 30	55
Gráfica 3. Dinero y cuasi dinero en EU en relación al PIB	61
Gráfica 4. Dinero y cuasi dinero en EU en dólares	61
Gráfica 5 .Reservas Internacionales en oro (onzas)	62
Gráfica 6 Comportamiento de la cuenta corriente de los países industrializados	64
Gráfica 7. Crecimiento del PIB en el período 1960-1979 de los países industrializados	64
Gráfica 8. Comportamiento de la tasa de inflación durante el período 1960-1980 en los países más avanzados	65
Gráfica 9. Tasa real de interés durante el período 1960-1982 en los principales países avanzados	65
Gráfica 10. Tasa de crecimiento mundial y por zona	67
Gráfica 11. Recuperación de los niveles de concentración del ingreso mundial 1913-1998	71
Gráfica 12. Cuenta corriente por zona 1980-1999	73
Gráfica 13. Tasa de inflación Estados Unidos y Reino Unido	74
Gráfica 14. Tasa real de interés Estados Unidos, Reino Unido y Alemania 1977-1994	75
Gráfica 15. Precios internacionales de las materias primas	76
Gráfica 16. Déficit en balanza de pagos de Latinoamérica	76
Gráfica 17. Evolución de la deuda Latinoamericana 1970-1992	77

Gráfica 18. Perfil de riesgo de la deuda Latinoamericana Deuda-PIB-Exportaciones en 1987, Argentina. Brasil, Chile y México	77
Gráfica 19. Valor de las bolsas en la zona emergente, Estados Unidos y Europa	90
Gráfica 20. Exportaciones mundiales de 1973 a 2000 en billones de dólares	91
Gráfica 21. Afluencia de flujos financieros por zona 1988-2000	91
Gráfica 22. Tasa de interés real, Alemania, Reino Unido y Estados Unidos 1978-2010	95
Gráfica 23. Capitalización de las bolsas mundiales en dólares corrientes 1988-2011	96
Gráfica 24. Evolución del PIB y tasa de desempleo en EU	106
Gráfica 25. Composición del PIB global	106
Gráfica 26. Tasa de crecimiento en la zona euro 1992-2010	109
Gráfica 27. Dimensiones de la eurozona y la economía mundial en 2012	109
Gráfica 28.-Composición del PIB de la eurozona para 2012	110
Gráfica 29. Déficit / superávit en cuenta corriente en % del PIB	114
Gráfica 30 Cuenta corriente en millones de dólares. Selección de países europeos	114
Gráfica 31. Comportamiento de la deuda soberana en la eurozona en 1999 vs 2102	117
Gráfica 32. Comportamiento de la deuda soberana en la eurozona y EU de 1990 a 2102	117
Gráfica 33. Préstamos del Banco Central a la banca comercial	118
Gráfica 34. Ganancias netas de los bancos comerciales	119
Gráfica 35. Comportamiento de los préstamos dirigidos al sector inmobiliario en España	119

Gráfica 36. Dispersión de cambios trimestrales en la composición de deuda-acciones de los principales bancos de inversión de Estados Unidos.	129
Gráfica 37. Categorías de flujos de capital de 41 economías abiertas emergentes como avanzadas	130
Gráfica 38. Dimensiones de las posiciones globales de los derivados Over the Counter	149
Gráfica 39. Comparativo de tasa de crecimiento del PIB- formación bruta de capital fijo versus composición del comercio en el PIB mundial	166
Gráfica 40. Tasa de ganancia neta del sector privado estadounidense, Japonés y Alemán, 1950-2001 según Brenner	166
Gráfica 41. PIB, exportaciones y cuenta corriente global y G-7	167
Gráfica 42. Tasa de desempleo por zona, % del total de la población (Datos disponibles por el FMI)	168
Gráfica 43. Tasa de desempleo de largo plazo por zona	169
Gráfica 44. Distribución de la población mundial en los diferentes niveles de pobreza en 2005	169
Gráfica 45. Comparativos de retorno sector bursátil y bancario	173
Gráfica 46. Proyección de retornos y pérdidas de los contribuyentes, cierre de 2013.	173
Gráfica 47. Evolución de las dimensiones de activos financieros en proporción del PIB global	175
Gráfica 48. Dimensión de los valores de deuda en todos sus vencimientos (cifras en porcentaje del PIB)	176
Gráfica 49. Mapa de estabilidad financiera global	178
Gráfica 50. Dinero en sentido amplio M2 y liquidez global 20012Q1-2013Q2	178

Gráfica 51. Deuda neta de los Estados, % del PIB, datos disponibles según el FMI	180
Gráfica 52. Deuda externa en proporción al PIB por región	181
Gráfica 53. Servicio de la deuda externa en proporción al PIB por región	182
Gráfica 54. Tasa de premio por el riesgo, promedio de datos disponibles. Todos los países	183
Gráfica 55. Tasa de cambio de las monedas mundiales	184

Tablas

Tabla 1.- Indicadores financieros de países seleccionados de Asia	85
Tabla 2. Dimensiones de los activos financieros globales en 2008	96
Tabla 3. Comportamiento de la deuda bruta total de Estados Unidos 1952-2008	97

Esquemas

Esquema 1. Apalancamiento y liquidez global para 2008	97
Esquema 2. Cross Border Banking	128
Esquema 3. Ilustración del efecto contagio en las diferentes fases del ciclo de crédito	128
Esquema 4. Modelo de Shock según el Banco de Inglaterra	137
Esquema 5. Etapas de implementación de Basilea III:	157
Esquema 6. Niveles de seguridad de liquidez	158
Esquema 7. Modelo de Shock para Basilea III, basado en el modelo del Banco de Inglaterra	186

INTRODUCCIÓN

La globalización representa la forma contemporánea del capitalismo en su confirmación como tendencia histórica de larga duración¹; representa también, un profundo replanteamiento de los referentes teóricos de política internacional como de la legitimación y supervivencia del Estado nacional. Soportada en un paradigma teórico dominado por el racionalismo y el fundamentalismo de mercado, su aparición histórica se relaciona directamente con la destrucción de las estructuras creadas por la sociedad industrial moderna (Beck, 1998, pág. 255), la extinción del estado social, la flexibilización del factor trabajo y el alineamiento sistémico la política económica.

La implementación del sistema global da inicio en los albores de los años ochenta, como una iniciativa de las economías capitalistas de mayor desarrollo para contener la prolongada caída en la tasa de ganancia mundial y como una atractiva alternativa de rápido tránsito de las economías no desarrolladas hacia el centro del sistema capitalista por medio del restablecimiento de la economía de mercado.

La revolución global prometió en su emisión prístina, la restauración de los principios de la doctrina del liberalismo económico clásico, entre los que figuran las ventajas comparativas, la competencia perfecta y la eficiencia

¹ Niall Ferguson (Ferguson, 2009, págs. 922-955), *identifica la etapa actual como una segunda globalización, ubicando históricamente el primer periodo durante el siglo XIX bajo el predominio de Inglaterra en los mercados mundiales, preminencia que tuvo un abrupto final al iniciarse la Primera Guerra Mundial. Durante este periodo, sostiene, el intercambio comercial mostró niveles equiparables a los actuales. Ferguson define este periodo como una globalización sumamente frágil, cuya concentración de los beneficios del comercio provocó en gran medida el inicio de la guerra.*

de los mecanismos de mercado acompañados por la libre movilización de los factores de la producción; su tesis central sostenía la factibilidad de alcanzar la eficiencia óptima del sistema económico en su conjunto por medio de la acción libre y directa del mercado, lo que en el mediano plazo permitiría alcanzar niveles de crecimiento y bienestar mundial sin precedente. Para los partidarios del liberalismo económico, este retorno a la economía de mercado representaría una corrección al largo y errado periodo de dominio del modelo keynesiano de regulación estatal, que a su parecer, propició enormes distorsiones para el sistema económico.

Sin embargo, contrariamente a lo expuesto, el sistema global ha dependido para su implementación y funcionamiento del soporte directo del Estado, quien bajo el velo de la no-intervención (Saad-Filho, 2014, págs. 22-35) ha definido la reconfiguración del sistema económico como de la sociedad; ha demostrado también una consistente predilección por la tasa comparativa de ganancia como criterio esencial de asignación de recursos de inversión; contraviniendo la visión de expansión perpetua compartida por *Smith* y por *Ricardo*. Esta *esencialización* de la tasa de ganancia, no solo ha cancelado las posibilidades de expansión de las actividades consideradas de bajo rendimiento; sino que ha incitado un fuerte resurgimiento de las prácticas especulativas propias del sistema capitalista, potenciadas por la actuación de un sistema financiero autónomo cuya naturaleza autorreferencial y autorreflexiva alienta la proliferación continuada de espirales especulativas que derivan en profundos procesos recesivos y liquidacionistas en la economía global.

La implementación de este proyecto, requirió del establecimiento de tres condiciones fundamentales:

Primera. La relocalización de las cadenas de suministro; entendida como la modelación de un sistema de competencia entre subsistemas *periféricos* y *semiperiféricos* que pugnan por la absorción de las actividades económicas desplazadas desde el centro a través de estrategias basadas en la disminución permanente de costos; que hacen posible el continuo aplazamiento de la *fase B del ciclo de Kondratieff* en las cadenas productivas globales.

Segunda: La incorporación de las actividades con alto potencial de ganancias anteriormente reservadas al Estado, al sistema de mercado; como son: los servicios financieros, la administración de los fondos de pensión, los servicios de salud y la explotación de recursos naturales.

Tercera. La reducción de la resistencia del sistema económico, concebida como la disminución de los costos de conflicto (Estado, capital y trabajo) a través de la reconfiguración de las políticas del Estado como de la incorporación plena del factor trabajo al sistema de mercado.

No obstante que estas condiciones han sido rigurosamente sostenidas, la economía global acusa desde las últimas dos décadas una formidable concentración en el ingreso tan solo equiparable a la registrada previamente a la Gran Recesión de 1929, presenta también una tendencia progresiva de la tasa de paro laboral de largo plazo; el incremento sin precedentes en la deuda de los Estados, el ascenso en los indicadores de pobreza y una notoria fragilidad en la tasa de crecimiento mundial acompañada por una aguda dependencia hacia el déficit comercial y la tasa de cambio de la economía norteamericana. A pesar de las evidentes

anomalías observadas² (Kuhn, 2012, págs. 52-92), en más de tres decenios de crisis continuadas y de bajo crecimiento, el paradigma globalizador ha mostrado una formidable resiliencia teórica que ha suprimido hasta ahora, las posibilidades reales de una nueva revolución económica.

Durante los periodos continuados de crisis de la era global, el sistema financiero aparece consistentemente en escena como agente causal central; dada su alta inestabilidad y la completa dependencia del modelo capitalista de reproducción hacia los flujos financieros y hacia la acumulación intensiva de deuda que discurren en él. En este contexto, el sistema bursátil ha sido transformado en el estímulo que garantiza las expansiones cíclicas de crédito artificial en el sistema³, así como en el agente fundamental de transferencia de la propiedad. Por otra parte, el sistema cambiario, dominado por un sistema bimodal de divisas, aunado al mercado soberano, ha sido transformado en el mecanismo de revaloración de la deuda del sistema.

La prominencia del capital financiero sobre las demás expresiones del capital representa el rasgo esencial del modelo de reproducción global, es *en esta etapa en la que se lleva a cabo su síntesis histórica: autorreferente*

² En el análisis de Thomas S. Kuhn (Op. Cit.) la persistente evidencia de anomalías tanto conceptuales como en las observaciones muestra indicios de la necesidad de revisar el paradigma científico vigente, como la necesidad de un cambio de procedimientos y categorías que preceden a una crisis de las teorías vigentes.

³ La tesis central de Robert Brenner en su obra **La Economía de la Turbulencia Global**, (Brenner, 2013) sostiene que el crédito artificial a las grandes empresas ha impedido la destrucción de enormes dimensiones de capital industrial redundante; fundamentalmente en las áreas de la economía en las que la esfera capitalista temprana mantiene una ventaja intangible y corporativa; este financiamiento se ve complementado por el enorme estímulo derivado del pronunciado déficit comercial sostenido por Estados Unidos, el cual tiene una injerencia directa en el crecimiento como en el consumo mundial. Lo anteriormente expuesto se debe a que el sistema de mercado no ha sido capaz de generar los flujos suficientes para respaldar el intercambio de los bienes y servicios producidos por sí mismo. Brenner identifica también una transfiguración del financiamiento keynesiano a la economía por un keynesianismo bursátil, que se refiere al uso de los precios de los activos financieros como soporte y garantía de la expansión del crédito mundial.

de valor y reproducción, desplazamiento omnímodo, convertibilidad absoluta, forma máxima de riqueza, deuda-moneda mundial y vehículo de distribución de riqueza. Estas propiedades inequívocas del capital financiero explican la intensa competencia sostenida por los Estados más preponderantes del orbe por la acuñación y posicionamiento de sus divisas como monedas mundiales así como por el control de la actividad bancaria internacional. Como resultado de esta disputa, podemos identificar las colisiones financieras experimentadas por la economía global: en 1973, en el choque oro- libra esterlina-dólar; en 1997 en el choque *yen-dólar*; y en 2010, en el choque *euro-dólar*.

Durante el proceso de integración global, las economías periféricas se sumaron a una irrestricta y frenética apertura financiera, renunciando al control de sus políticas monetarias y fiscales, con la expectativa de competir por los enormes beneficios que prometía el capital financiero mundial proveniente del centro del sistema, atándose sin reservas a los choques financieros e integrándose de esa forma, al eslabón más débil de la cadena del riesgo sistemático. Opuestamente a lo previsto, la integración global traería como resultado mayores convulsiones en las tasas de interés, en la inversión bursátil, como en los precios de las divisas, provocando el encarecimiento del costo del financiamiento internacional y el incremento de la deuda, que en conjunto terminarían por desestabilizar el crecimiento de la economía mundial⁴.

⁴ Como resultado de las violentas crisis derivadas del proceso de apertura financiera en las economías emergentes, se han generado algunas reacciones contra sistémicas; que pueden identificarse como anomalías dentro del sistema de mercado; las más importantes han surgido en Latinoamérica, representadas por: el neo desarrollismo en Venezuela y el Kirchnerismo en Argentina, formuladas como alternativas de contención del paro y de la recesión.

Podemos afirmar, por tanto, que la historia económica de los últimos años confirma un comportamiento consistente del sector financiero tendiente a impulsar y potenciar los procesos especulativos dentro del sistema económico global, dada su capacidad para generar aumentos incontrolables en la riqueza nominal como por su naturaleza expansiva e inestable, que le sitúan en el centro la perniciosa espiral antitética de *dinero generador de dinero*.

Lo anteriormente expuesto, nos permite confirmar que la acción del Estado ha sido decisiva para sostener la viabilidad del sistema financiero global a través de una permanente subvención de las externalidades inherentes a su funcionamiento, haciendo un uso intensivo de los instrumentos de política fiscal como del soporte institucional para restablecer su operación. Sin embargo, esta permanente postura del Estado, no ha hecho más que estimular a los agentes financieros a tomar posiciones cada vez más riesgosas con el objetivo de obtener rendimientos por encima de las posibilidades del sector real, con una intensidad que suele incrementarse, de manera sustancial, durante los periodos de atonía económica, con la sólida expectativa de intervención en caso del surgimiento de dificultades. Los mercados financieros que tuvieron su origen en el Estado mismo (Ferguson, 2009, pág. 1092), hoy determinan la política internacional y las condiciones de crecimiento mundial.

En virtud del razonamiento expuesto, se ha planteado como objetivo del presente trabajo ofrecer una interpretación crítica y coherente sobre el desarrollo y dinámica del capital financiero global en las condiciones actuales de desregulación, que sustente la necesidad de una represión selectiva del Estado sobre el sector financiero, con el objetivo de detener el deterioro de la solvencia de la economía mundial como la destrucción

final de la red de protección social. El desarrollo del presente trabajo se inicia con una revisión de los planteamientos generales de los tres sistemas de pensamiento económico más influyentes relativos a la naturaleza del sistema capitalista, del Estado, como del sector financiero, para posteriormente realizar una exposición genealógica de las crisis globales; se incluye consecuentemente la descripción del funcionamiento del sistema financiero global, finalizando con un análisis crítico de la dinámica autónoma del capital financiero y la generación de una propuesta regulatoria.

1.- Marco teórico

1.1 Planteamiento del problema

El análisis genealógico de las crisis y de las depresiones económicas mundiales del último siglo apunta hacia los procesos de liberalización de la actividad financiera como causa fundamental y autónoma.

El capital financiero como forma soberana y síntesis de valor, de mercancía y deuda, representa en nuestros días, el factor más influyente en el desempeño de la economía mundial. La concentración y medición de la ganancia social que discurre a través de los mecanismos de socialización inversa⁵, del capital dinerario y del crédito, tiende a provocar de manera cíclica desproporcionados estímulos a la expansión comercial e industrial, que exceden notablemente a las posibilidades reales de consumo; paralelamente alientan la movilización de estímulos hacia el sector financiero como alternativa de acumulación de ganancias derivadas de la inflación de precios en un escenario global de altas tasa de interés y ralentización de la economía.

Esta condición deriva, en el mediano plazo, en recurrentes cuadros críticos de revulsión de precios en los activos financieros acompañada de una parálisis crediticia y productiva que finaliza en una nueva revalorización de deudas. Estos escenarios han podido ser contenidos únicamente por el Estado, cuya intervención continuada ha provocado el deterioro

⁵ Marx define este concepto como la transferencia de la propiedad de los medios de producción a manos privadas y de sus beneficios a través del sistema bursátil, en su expresión física como dineraria; considerados ambos bienes sociales; propiciando la concentración del crédito.

generalizado de las finanzas públicas y la realimentación del encarecimiento del crédito mundial, el sobre endeudamiento del sistema económico como el quebranto de los sistemas de salud y de pensiones. Esta práctica recurrente no ha hecho más que reforzar el comportamiento discrecional del mercado dadas las sus sólidas expectativas de nuevas intervenciones por parte del Estado ante el surgimiento de problemas, ocasionando un creciente apetito por las prácticas de riesgo por parte de los gestores del capital financiero global una vez que la expansión crediticia se reinicia.

La regulación de la actividad financiera representa por lo tanto una medida fundamental para lograr la estabilización del crecimiento mundial y detener el deterioro de la solvencia global.

El cuestionamiento central del presente trabajo se puede sintetizar de la siguiente manera:

¿Es la liberalización del capital financiero el factor fundamental que explica los constantes procesos de crisis de la economía global?.

1.2 Objetivos del estudio

1.2.1. General

Demostrar la participación del capital financiero global como agente esencial y autónomo en la generación de condiciones de crisis económicas en las circunstancias actuales de desregulación por medio de la confrontación teórica y la evidencia histórica con el objetivo de sustentar la necesidad de restablecer la regulación del Estado sobre la expansión del crédito y las prácticas financieras.

1.2.2 Específicos

- 1) Demostrar la causalidad directa de la liberalización financiera en la generación y amplificación de las crisis globales.
- 2) Sustentar la necesidad de intervención del Estado como autoridad monetaria y financiera sobre el sector financiero.⁶
- 3) Demostrar la validez del concepto de autonomía del capital financiero como.
- 4) Refutar el precepto de inocuidad del financiamiento.

⁶ Este concepto se refiere a la transformación del capital financiero, de los plazos y condiciones originarias a plazos y condiciones de riesgo de diversa índole a través de su asignación en portafolios de inversión.

1.3 Sistema de hipótesis y metodología general

H1: Las crisis de la era global han sido producto fundamentalmente de la amplificación y liberalización del sector financiero.

H2: El capital financiero es un agente autónomo de la economía global.

H3: El desarrollo de las prácticas de ingeniería financiera y la expansión de los mercados de derivados, representan los dos amplificadores fundamentales de las crisis globales.

H4: El Estado ha sido el agente estabilizador de la economía mundial durante los eventos de crisis durante los periodos de liberalización financiera.

H5: Los procesos de insolvencia en los mercados financieros globales han sido contenidos a través de la transferencia del riesgo financiero hacia la sociedad global por medio de los mecanismos de ajuste de la deuda pública.

H6: La deuda global en divisas mundiales representa el principal vehículo de valorización del capital financiero global.

H7: En tanto prevalezcan los niveles y condiciones actuales de endeudamiento mundial, la economía global mantendrá una proclividad permanente y continuada hacia la recesión.

H8: La volatilidad financiera derivada del proceso de liberalización financiera global, ha contribuido a la disminución del crecimiento, al encarecimiento del crédito y a la potenciación de la deuda mundial.

H9: El Estado es el único agente con las capacidades para regular eficientemente al sector financiero por medio de una represión financiera selectiva, evitar las disrupciones globales, restablecer los flujos financieros hacia la economía real y promover el crecimiento.

En relación a la metodología general, la investigación tendrá como objetivo la elaboración de un modelo descriptivo de los procesos de crisis a través de la aplicación del método inductivo moderado y sistémico que se concentrará en el espacio temporal de los períodos de liberalización financiera comprendidos entre 1929 a 2014 con un nivel de comprensión general ⁷ (Ikenberry & Parsi, 2009, págs. 8-16) (Attinà, 2001, págs. 32-98) descrita en el Anexo1 (Matriz de Congruencia Metodológica), con la siguiente secuencia de desarrollo:

- 1) Caracterización teórica de las causas y procesos que determinan el desarrollo de las crisis financieras definidas por las principales escuelas de análisis económico⁸ que permita establecer un marco teórico consistente. (Popper, 2002, págs. 58-71).

⁷ Ikenberry e Parsi, definen cinco dimensiones dentro del proceso del diseño de la investigación: el grado de abstracción, el nivel de análisis, el tiempo, el nivel de comprensión y la interacción. El grado de abstracción es descrito como un posicionamiento entre los extremos de inducción a la deducción de la siguiente manera: a). inducción pura o abstracción básica, b). abstracción medio-básica denominada también inducción moderada de la que deriva un modelo descriptivo, c). abstracción medio-alta o deducción filtrada, que deriva en la construcción de un modelo teórico, d). deducción pura o de alta abstracción. El nivel de comprensión puede ser general o particular, finalmente definen el enfoque sistémico se refiere a un enfoque no reduccionista.

⁸ Karl Popper señala la necesidad de contar con un marco teórico que permita una interpretación adecuada de los eventos observados, haciendo uso de estos últimos para someter a refutación las conjeturas planteadas en el sistema de hipótesis.

-
- 2) Análisis genealógico y cualitativo de las crisis económicas globales.
 - 3) Análisis sistémico de la arquitectura normativa financiera mundial.
 - 4) Análisis de las prácticas globales de transformación de capital financiero como de las prácticas de riesgo.
 - 5) Definición de variables críticas y generación de modelo descriptivo de crisis global.
 - 6) Recomendaciones de política financiera.

1.4 Consideraciones sobre el funcionamiento del sistema capitalista y de los mecanismos de las crisis financieras

En este apartado se realiza una exposición sintética de las escuelas originales del pensamiento económico que han tenido mayor influencia en el desarrollo de la economía mundial en los últimos dos siglos, con el objetivo de exponer sus planteamientos centrales y su interpretación de la dinámica financiera en el sistema capitalista dentro su espectro teórico propio, con el objetivo de confrontarlos con la evidencia histórica.

1.4.1 Exposición general de la teoría keynesiana

La escuela keynesiana puede definirse como un sistema de pensamiento estructuralista, en el que se concibe la configuración general de la economía como determinante del comportamiento individual de los agentes económicos; propone un esencialismo inverso respecto de la teoría neoclásica (demanda versus oferta); su interés fundamental se centra en la administración de los ciclos económicos, materia en la que considera que el Estado es el único actor con la capacidad de intervenir de manera efectiva aplicando medidas que privilegian la acumulación del capital sobre la tasa de ganancia.

El pensamiento keynesiano concibe al capitalismo como el único sistema capaz de reproducir bienestar material en una sociedad sin dejar de reconocer su naturaleza inestable y su incapacidad para generar, salvo de forma accidental, un estado de pleno empleo; condición que se deriva de la acción independiente de los actores económicos, cuyas decisiones son guiadas más que por la racionalidad, por el estado de ánimo generado por las expectativas dominantes en el corto plazo. Considera por lo tanto que

la naturaleza humana incide directamente en la economía, condición que se ve reflejada en los períodos de desaceleración que tienden a evolucionar hacia estados de recesión como en los periodos de optimismo y auge que derivan en estados de quiebra.

La crítica keynesiana refuta dos conceptos fundamentales de la escuela neoclásica: por una parte, las preferencias de los agentes económicos y la maximización de la utilidad individual como factores determinantes de las decisiones de ahorro, de la inversión como del nivel de las tasas de interés; por otra parte, cuestiona la capacidad autocorrectiva de los mercados. Keynes sustituye estas variables explicativas por el poder institucional y la estructura de relaciones entre hábitos y comportamiento de masas (Wolf & Resnick, 2012, pág. 106) anteponiendo una esencialización de la demanda ante la esencialización de la oferta planteada por la escuela neoclásica.⁹

En este orden de ideas, las normas psicológicas se traducen en hábitos de consumo como de ahorro de una sociedad; es decir, se reflejan en la propensión marginal a consumir o a ahorrar; en una lógica tal que, al incrementar el ingreso, se dará, por tanto, un incremento proporcional en el ahorro y en la inversión, cuyos efectos se verán reflejados en el mercado de capitales.

Entre sus aportaciones esenciales podemos identificar la acuñación de la teoría de la preferencia por la liquidez como la taxonomía de usos del dinero (*transaccionales, de liquidez y de especulación*).

⁹ Para Wolff, *Op. Cit.*, la esencialización de la demanda se refiere a la supremacía de este concepto en la economía.

Keynes identifica al sector financiero, y específicamente al subsector bursátil, como agentes potencialmente inhibidores de la inversión dada a su capacidad de generar dinero abstracto *desvinculado de los negocios que representan* (Skidelsky, 2010, pág. 139) lo que eventualmente alienta la reorientación de los recursos de ahorro e inversión hacia un “*cielo financiero y de dinero*” (Foley, 2008, pág. 194) que ofrece atractivas ganancias sin necesidad de crear ni administrar empresa alguna.

Del anterior planteamiento se deriva que, no obstante el dinero muestra una *inutilidad intrínseca versus las mercancías*, el sistema capitalista mantiene una permanente proclividad para convertirse en una máquina generadora de dinero, en lugar de generadora de mercancías, *tendiendo en periodos de alta especulación a privilegiar la estafa sobre la actividad económica*¹⁰, por lo que es estrictamente necesario mantener medidas que obliguen a los inversionistas a dirigir sus recursos de manera permanente.

Respecto de los conceptos de la teoría del riesgo, Keynes pregona la inutilidad de la medición de la incertidumbre en los mercados debido a que considera imposible calcular la probabilidad de ocurrencia de algún evento en particular debido a que esta ocurrencia está determinada por el comportamiento de los agentes económicos, más que por las probabilidades de ocurrencia.

Sin embargo, el concepto de pleno empleo, representa el concepto esencial del análisis keynesiano, en el que la propensión marginal al

¹⁰ *El pensamiento keynesiano está regido por un fuerte componente ético fundado en el bienestar material con una influencia directa de la escuela de pensamiento lógico - positivista como del filósofo G.E. Moore y Stuart Mills (Skidelsky:2010:133).*

consumo, la tasa de interés y la curva de eficiencia marginal del capital definen el nivel de empleo como del ingreso en una economía (Keynes, 2010, pág. 239). Este concepto se encuentra íntimamente ligado al nivel de formación de capital productivo determinado por la relación entre la eficiencia marginal del capital y la tasa monetaria de interés, por lo que el rendimiento esperado de la inversión del capital se determina por las expectativas de ingreso, su precio de oferta y su estructura de costos.

El grado de inversión tendiente al pleno empleo pende de las siguientes consideraciones:

- a) La tasa de interés monetaria debe ser inducida a través de la política monetaria del Estado hacia un nivel de neutralidad, a efecto de elevar el volumen de ocupación en la economía.
- b) Se debe asegurar un nivel de demanda que permita alcanzar las expectativas de ingreso del capital productivo.
- c) Existe una tendencia permanente de descenso en la eficiencia marginal del capital provocada por el incremento en la existencia de bienes como por el aumento en los costos de los bienes de producción.

Para lograr el pleno empleo, podemos identificar una primera complicación derivada de la tasa de interés monetaria dada su *no neutralidad*, en el entendido de que la prima de liquidez establecida por los acreedores refleja las ventajas reales o supuestas de mantener una posición líquida o stock de dinero, dados los atributos *inequiparables* que ofrece el dinero ante cualquier otro bien; como son: el valor de cambio, el valor de reserva, su inelasticidad y su bajo costo de almacenamiento. En otras palabras, el nivel de la tasa de interés monetaria es reflejo de *la potencia del deseo por la*

liquidez; que expresa la renuencia de los poseedores del dinero a desprenderse de la forma de riqueza de mayor valor que existe dentro del sistema económico.

Una segunda complicación parte del *subconsumo* como efecto de la disminución del ingreso, que repercute en la depresión de los negocios y en el abatimiento de los precios de los bienes de consumo. Sus orígenes pueden encontrarse, entre otros, en el ahorro y en el atesoramiento, que son formas de acumulación de riqueza no dirigida a la producción ni a la adquisición de un bien en particular, sino hacia la obtención de un rendimiento óptimo probable cuyo pago se presupone, será transferido de manera forzada por algún otro individuo; sin embargo, la generación de esta nueva riqueza dependerá finalmente de la demanda efectiva futura.

Una tercera complicación se genera desde los mercados financieros organizados a través de los cuales *se estimula la expectativa* de obtención de ganancias *en un menor plazo y con un menor riesgo respecto de la inversión en activos productivos* para nuevos proyectos; ofreciendo simultáneamente la posibilidad de hacerse o deshacerse de una empresa sin la necesidad de crearla, generando una ruptura entre propiedad y administración. Ambos factores promueven la revaloración constante de los activos cotizados en bolsa en contraste con la inversión productiva y de los bienes de consumo que muestran desventajas absolutas debido a su inmovilidad líquida y al mayor riesgo que presenta el sector real. Es esta la causa de la potencia esencial del *fetichismo de la liquidez*.

Por lo tanto, las ventajas ofrecidas por el sector financiero son inequívocas, debido a las posibilidades que ofrece de reversibilidad y asequibilidad en la propiedad. Estas ventajas absolutas estimulan a un

gran número de administradores de recursos propios o de terceros a participar en el sector con ingentes recursos monetarios y crediticios con la expectativa de obtener ganancias a través de los cambios de precio sin *exponer* su liquidez, por lo que las distorsiones de precios resultantes de estas operaciones se presentan como una enorme oportunidad para potenciar las ganancias de los más avezados quienes tienen la expectativa de transferir a otro el activo devaluado o encajar la moneda falsa antes de la etapa de ajuste.

El análisis keynesiano identifica la importancia del rol de los mercados financieros en las etapas de depresión que suceden a etapas de gran optimismo en las que las primas por el riesgo en los préstamos, y en las que los criterios de asignación llegan a colocarse en niveles imprudentes *y los rendimientos experimentados en los activos financieros se convierten en parámetro para fijar el rendimiento de la inversión real*, la cual se hace poco atractiva, induciendo a los agentes económicos a canalizar sus ahorros, inversiones y medios de pago hacia el sector financiero, acrecentando la saturación del mercado y la inflación de precios; dando paso de forma simultánea a procesos de gran especulación y alentando *la profundización de los ciclos económicos*.

1.4.2 Análisis Postkeynesiano

El análisis Postkeynesiano, mantiene el desarrollo de los conceptos originales de Keynes, mostrando especial interés por el estudio de la inestabilidad inherente al sistema capitalista y en especial, respecto de las perturbaciones económicas provenientes del sistema financiero. En esta línea de análisis, Hyman Minsky ofrece un extenso desarrollo y un profundo análisis relativo a la influencia de la actividad financiera sobre la

economía, concibiendo a la inestabilidad financiera ¹¹ como un proceso endógeno del capitalismo.

El planteamiento central de Minsky establece *la inevitable tendencia del sistema de mercado hacia la especulación y la enorme importancia del financiamiento para sostener la operación del sistema*, que deriva en una dependencia directa de la economía hacia la estructura de financiamiento de la inversión como de las posiciones de los activos de capital. (Minsky, 2008, pág. 192). En otras palabras, observa que la dinámica de mercado se encuentra soportada por un complejo sistema financiero que incluye la inversión en costosos activos de capital (Minsky, 1992, pág. 2). Estas inversiones muestran un comportamiento cíclico que se encuentra atado a *una danza entre dos sistemas de precios relativos: precios de la producción y precios de activos de capital* (Minsky, 1992, pág. 160) determinadas por tasas de capitalización y flujos esperados más que por su productividad.

Este argumento se acompaña del hecho de que el desenvolvimiento capitalista se fundamenta en el intercambio entre el dinero presente (inversión) y el dinero futuro (ganancias) con una lógica incorporada de márgenes de seguridad. El dinero presente o inversión es financiado a través de las obligaciones, las cuales mantienen un calendario de cumplimiento determinado *respaldado por las ganancias esperadas*.

¹¹ Esta hipótesis tiene su origen en la interpretación de la Teoría General de Keynes como en su refutación formulada hacia Viner (**Minsky, 1984:59**).

Por otra parte, concibe que el velo del dinero, no es por naturaleza, un puro intermediario entre mercancías, sino un flujo en el que *el financiamiento intermedia entre ambos bienes*: es decir, existe un proceso intermedio entre el dueño de la riqueza y los activos, por lo que las estructuras de financiamiento generadas por esta dinámica envuelven unidades internacionales, gobiernos e instrumentos a través de los cuales se operan distintos tipos de contratos y plazos que reflejan las condiciones y expectativas del mercado. *La compleja relación entre los fondos disponibles con respecto a la calendarización de las obligaciones representa un primer factor de inestabilidad del sistema* (Minsky, 2008, pág. 219) con un impacto directo en el empleo como en el ingreso (Minsky, 1984, pág. 65); es decir, las prácticas financieras se entienden entonces como un determinante clave en la actividad agregada como en las decisiones de inversión.

Adicionalmente a la complejidad del entramado financiero, el análisis de Minsky establece la gran importancia de *la naturaleza de los flujos que interactúan en el sistema, clasificados como flujos de ingresos, de balance y de portafolio*.

Los flujos de ingreso se derivan de la actividad productiva, como son salarios, compra-venta de bienes y servicios como las ganancias después de impuestos; los flujos de balance se refieren a las obligaciones y deudas expresadas en el balance de las empresas los cuales pueden ser fechados, demandados (solicitados) o contingentes (eventuales); finalmente, los flujos de portafolio, producto de las transacciones de activos financieros como de capital.

Minsky considera que dos factores de gran importancia son las expectativas y el ánimo de los agentes económicos, los cuales determinan la toma de posiciones dentro del sistema financiero. Estas posiciones pueden tomar tres naturalezas distintas: *operativas, de cobertura y especulativas o Ponzi*.

Las *posiciones operativas* son propias de unidades cuya cobertura de obligaciones está respaldada por la *cuasi renta* de los rendimientos de sus activos de capital. *Las posiciones de cobertura* se originan de la contratación de pasivos ante el incremento de posibilidades de negocio en un período de auge, con la expectativa de hacer frente a las obligaciones a través de la expansión de sus flujos. *Las unidades especulativas o Ponzi*, son unidades económicas que han acumulado en sus balances posiciones preponderantemente especulativas con el objetivo de compensar una disminución aguda de sus ingresos, contrayendo de manera continuada más deuda para poder cumplir con los intereses y pagos de los principales de los compromisos adquiridos, cimentando su viabilidad en las expectativas de apreciación de sus activos. Estas unidades muestran una gran reproducción durante los períodos previos a la crisis.

La proliferación de las estructuras especulativas o *ponzi* resultantes de la degradación de posiciones operativas, exponen al sistema financiero a una enorme fragilidad. Su compleja vulnerabilidad se deriva del riesgo tripartita que enfrentan: riesgo tasa de interés al realizar el *roll over* de sus deudas, el *mismatch* entre sus activos de largo plazo respecto de los compromisos de corto plazo ante un eventual aumento en la tasa de interés que provocará la depreciación de los primeros y el incremento en el servicio de los segundos y, finalmente, el endeudamiento progresivo.

Según Minsky, los *procesos de germinación* de las crisis financieras en el ámbito bancario y bursátil, se desarrollan en tres fases:

Primera fase: los bancos, actores centrales en el sistema capitalista facultados para la creación de dinero a través del crédito e impulsados por su orientación hacia el logro de ganancias, buscan maximizar el uso de los depósitos y optimizar sus niveles de garantía de liquidez; solicitando y colocando activamente fondos, creando conexiones con negocios, emitiendo y adquiriendo activos financieros y creando líneas de crédito. A lo largo de esta primera fase de optimismo o fase alta del ciclo de negocios, los bancos mantienen la inyección de liquidez en la economía. La creciente demanda de financiamiento para la inversión induce a la economía a un estado temporal de pleno empleo, por lo que el aumento de ganancias infla el valor de los activos de capital alentando la especulación sobre la estructura financiera de las empresas, que tiene como resultado, una gran expansión de deuda cuyas expectativas de redención dependen de las cuasi-rentas de las empresas.

Estas circunstancias empujan a los mercados a una economía de *boom*. La burbuja especulativa es sostenida a través del apalancamiento y de la distracción de flujos de la actividad productiva. Simultáneamente, las *salas de junta* de los grandes centros bursátiles participan activamente desde su esfera incrementando la volatilidad de las perspectivas futuras de la economía impactando velozmente la valorización de las acciones de las empresas y afectando directamente la valuación de los bienes de capital, que a su vez, influyen directamente en las decisiones de inversión.

Segunda fase: una vez que los recursos han sido transferidos, divididos, amplificados y diversificados en innovadores instrumentos financieros, los

sobrevaluados precios de los activos financieros prueban en varias ocasiones sus límites superiores; algunos de ellos consolidan una atractiva tendencia alcista (*overshooting*); no obstante, después de uno o varios intentos fallidos para rebasar sus nuevos límites superiores, los precios entran en un comportamiento lateral. Es entonces cuando el mercado empieza a albergar desconfianza y recelo de la sustentabilidad de los niveles alcanzados, esperando elementos que confirmen su revulsión.

Tercera fase: Una vez que se ha iniciado la caída en los precios de los otrora atractivos activos financieros, se acentúa la necesidad de fortalecer las reservas de los bancos, lo que aunado a la disminución de las cuasirentas de las empresas y a la necesidad de los agentes financieros para liquidar sus activos y pagar sus obligaciones empujan a una vertiginosa y prolongada caída de precios. La consecuente recomposición de la estructura financiera de la economía provoca una profunda astringencia económica como la quiebra de empresas e instituciones bancarias, imponiendo una brusca interrupción en el financiamiento de la inversión que incide de manera perniciosa en la producción y en el pago de salarios.

1.4.3 Concepción clásica

La concepción clásica surge en el contexto histórico ubicado en la fase final de la transformación de la economía europea del sistema feudal hacia un sistema de mercado. Precedida por la escuela de pensamiento inglés, configura una visión esencialista y humanista de la economía que establece la optimización del bienestar social a través de la acción libre e individual de los actores económicos para la obtención del beneficio propio, el cual, a la larga, generará beneficios para toda la sociedad.

En la exposición prístina de Adam Smith, el proceso capitalista es definido como un ciclo permanente e ilimitado de acumulación de capital derivado de la aplicación eficiente de los factores de producción; factores que son traducidos en mercancías intercambiadas libremente en el mercado por una cantidad superior a la invertida; en una lógica rectora de maximización individual de beneficios como de ahorro; en la que el dinero tiene como única función ser medio de cambio.

En este constante trayecto de inversión-intercambio, cada beneficio ulterior deberá ser mayor, generándose un crecimiento permanente del capital invertido, una aplicación intensiva de la tecnología y un uso eficiente de los recursos disponibles. Esta dinámica deberá conducir al sistema económico a alcanzar sus capacidades máximas, llegando al punto óptimo de empleo como de generación de riqueza, y con ello, el bienestar generalizado de la sociedad. Este proceso se dará en función de la tasa corriente o media de beneficios (*tasa natural*) propia de las condiciones generales de cada sociedad.

En la dinámica descrita de libre competencia, los precios de las mercancías tienden a ser naturales, es decir, a ajustarse al nivel más bajo posible y suficiente para pagar la tasa corriente de beneficios de cada uno de sus componentes (rentas, salarios y beneficios) y movilizar la mercancía al mercado. El precio al cual se realizan estas mercancías es denominado precio efectivo, en el que converge la cantidad traída al mercado y la cantidad que los compradores están dispuestos a pagar. Este precio efectivo, como se ha expuesto, tiende a ajustarse al precio natural o precio central alrededor del cual gravita permanentemente debido a la acción del mecanismo de oferta y demanda; sin embargo, pueden presentarse períodos prolongados en el que los *accidentes del mercado* pudieran llevar al precio efectivo a discrepar considerablemente respecto del precio natural. De acuerdo a la teoría del valor, estos precios son definidos principalmente por la cantidad de trabajo empleado en cada producto.

Una violación sistemática de los supuestos precedentes, es decir, en una economía monopolizada, el vendedor se puede permitir realizar sus mercancías no sólo por encima del precio natural, sino al máximo precio posible. En este sentido, se considera que las leyes que restringen la competencia tienen un efecto similar, aunque en menor grado.

En lo que a la actividad financiera se refiere, *Smith*, la define como el fondo monetario prestable de la economía resultante de la expansión del capital acumulado, por lo que un proceso robusto de acumulación de capital redundará en una mayor accesibilidad de estos recursos para la obtención de capital fijo, permitiendo el aumento de la competencia con la consecuente disminución de beneficios en los negocios, lo que generará a su vez un reflujo hacia nuevas ramas, sectores e inversiones como el aumento del monto total de los salarios; provocando el incremento en la

capacidad de consumo de la economía. En este sentido, la tasa de interés de los recursos financieros será entonces definida por los beneficios del capital y sus fluctuaciones serán explicadas por los cambios en las expectativas de ganancia.

La crisis del sistema financiero es concebida como el resultado de un exceso en la emisión de billetes motivada por la actividad especulativa bancaria; emisión, que al no poder ser absorbida por la economía refluye a una velocidad creciente hacia los bancos emisores contra sus reservas; ocasionando la pérdida de las ganancias por la vía de los intereses como por el incremento de los márgenes de solvencia. Este exceso de emisión agrava el proceso de distinción entre las letras de cambio reales y las ficticias que circulan para su descuento.

Desde la perspectiva de Adam Smith, el dinero (que no incluye el papel bancario) es entendido como una rama especial del capital general de la sociedad (Smith, 2010, pág. 366) así como el vehículo de distribución del ingreso entre sus diversos miembros; representando la medida exacta del valor de cambio real de todas las mercancías en un mismo tiempo y en un mismo lugar (Smith, 2010, pág. 73), **por** lo que es considerado como la *expresión adecuada y sintética* del poder de compra como del ingreso y el agente que pone en marcha las actividades productivas.

En este sentido, la concepción *ricardiana* insiste en la necesidad vigilar estrictamente la emisión de papel moneda, con el objetivo de evitar su subsecuente disminución de valor, por lo que propone que esta facultad permanezca lejos del poder irrestricto del Estado como de cualquier otro organismo dependiente del mismo, con el objetivo de erradicar el riesgo de incurrir en el abuso en su emisión o reducción (Ricardo, 1998, pág. 266),

manteniendo un stock disponible de acuerdo a las necesidades del mercado.

David Ricardo, converge con Smith en el concepto del trabajo como medida general del valor de las mercancías, sin compartir su cálculo circular (Ricardo, 1998). Por otra parte, refuta la idea de una acumulación permanente en el stock de capital dada la proclividad de la economía hacia un estado de estancamiento (o cese de la acumulación) que se origina en la caída de la tasa de ganancia *a cero*¹², propiciando la paralización del ahorro y el consumo de las ganancias.

1.4.4 Concepción neoclásica

El análisis neoclásico, realiza el desarrollo de conceptos del análisis clásico, con un enfoque *marginalista, microeconómico, matemático y deductivo*. Propone el abordaje del estudio del comportamiento económico a través de una óptica esencialista¹³ en todos los niveles de análisis (Wolf & Resnick, 2012, pág. 38) (Popper, 2002, págs. 139-143), en una lógica de causa-efecto que define el comportamiento de variables estudiadas o dependientes (axiomatización de la oferta y demanda) como resultante del desempeño de dos variables determinantes: las preferencias individuales

¹² Este efecto es denominado por Ricardo, *The Stagnation State*; originado por la estimulación en el incremento de la población derivado del propio proceso de acumulación, que provoca el aumento de la demanda de la tierra de cada vez menor calidad. Como fórmula de retardamiento de este fenómeno, recomienda el impulso del comercio internacional; el cual permitiría adicionalmente profundizar la división de trabajo y el aprovechamiento de las ventajas comparativas de las distintas economías.

¹³ Se ha tomado nuevamente este concepto de la obra de Wolff, *Op. Cit.*, en este caso, el concepto de esencialización se refiere a la supremacía un elemento explicativo como causa o determinante del comportamiento de la economía en su totalidad; en esta ocasión desde el punto de vista neoclásico. Para Karl Popper, el esencialismo pregona el establecimiento de una verdadera descripción del mundo como de su verdadera naturaleza más allá de cualquier duda razonable.

y las capacidades productivas (recursos y tecnología); éstas últimas interactúan en un proceso racional de búsqueda de la maximización de beneficios individuales; que deberá conducir a la economía a alcanzar el *óptimo de Pareto*.

El desarrollo histórico de la teoría neoclásica oscila en dos polos, en el primero se ubica el análisis físico matemático representado por Jevons, Menger, Pareto, Clark, Fisher, Walras y en el segundo, representado por la axiomatización de la política de acuerdo a las leyes naturales como Veblen y Marshall (Foley, 2008, pág. 155).

En relación al funcionamiento autónomo del mercado, el análisis neoclásico acuña tres atributos fundamentales que dan soporte a este sistema: las expectativas racionales, la eficiencia de los mercados y el ciclo de negocios (Skidelsky, 2010, págs. 31-42). Por otra parte, el marginalismo, ubicado dentro la teoría de precios sustituye a los grandes temas de la escuela clásica como son el dinamismo y el desarrollo capitalista, por los conceptos de eficiencia, utilitarismo y equilibrio estático.

Un primer análisis realizado por la escuela neoclásica concierne a los precios como a los costos (precios de producción) el cual se dirime a través del análisis de mercado; es decir, a través de la interacción de las fuerzas de la oferta y la demanda agregadas, en las que las preferencias, la utilidad y la escasez aparecen como factores determinantes de los precios; sobre los cuales no puede ser ejercida influencia alguna por ningún actor individual. Este proceso se da dentro de un espacio atemporal, en el que el corto y el largo plazo carecen de definición.

El análisis neoclásico, rechaza la idea clásica de la teoría del valor determinada por el trabajo añadido, reemplazándolo por la teoría de la utilidad que supone que cada persona tiene la capacidad de generar una combinación de bienes que maximicen la satisfacción de sus necesidades.

Un segundo elemento fundamental del análisis neoclásico surge de la teoría de la distribución de los factores de la producción, en la que se determina la composición de capital y de trabajo que maximiza el producto marginal, así como la retribución de cada uno en función a su contribución en la generación de beneficios.

Un tercer elemento de esencial importancia, es el análisis de la oferta de capital como función de la tasa de ganancia real comparativa de la inversión en bienes de capital entendido como la diferencia entre los costos incurridos y el precio determinado por las preferencias del público entre varias inversiones posibles¹⁴. De esta tasa de ganancia dependerá el grado de *privación* del consumo presente del inversionista a cambio de un consumo futuro. En una segunda instancia, el nivel de oferta de capital se verá afectado por el producto marginal que reporte al inversionista.

La escuela neoclásica concibe a la recesión como un efecto de eventos exógenos al sistema capitalista, como son los cambios tecnológicos, la alteración de los recursos o de la naturaleza, la creación de monopolios o el cambio en el suministro estatal del dinero; percibe que estos desajustes

¹⁴ Alfred Marshall incorpora el concepto de costo de oportunidad, que se traduce como el pago del aplazamiento de la gratificación aunado al riesgo en los que incurre el dueño del dinero, ambos constituyen los componentes de la tasa de interés; Jevons por su parte, establece la relación causal entre el ratio de utilidad (colocación óptima del dinero) y el ratio de precios.

son de naturaleza temporal, por lo que su corrección se lleva a cabo a través de mecanismos automáticos inherentes al mercado, los cuales deben operar libremente a efecto de lograr el restablecimiento del pleno empleo; tarea imposible de llevar a cabo a través de la intervención del Estado. En lo concerniente al manejo del ciclo de negocios, considera a la política monetaria como instrumento único y a la tasa de interés como el precio que equilibra el ahorro y la inversión.

El sistema de pensamiento neoclásico considera que los desórdenes financieros tienen como única fuente la acción expansiva del Estado, cuyos efectos se reflejan en las fluctuaciones del valor de las monedas como de costo de la deuda, por lo que la tarea de la banca central como autoridad autónoma de la política monetaria es de esencial importancia para la regulación de estos eventos, como de los ciclos crediticios.

En lo referente al mercado laboral, la flexibilidad de los salarios se define como el mecanismo de ajuste por excelencia para alcanzar el pleno empleo y relaciona directamente las horas de contratación de un trabajador con sus habilidades productivas, con el rendimiento marginal de su trabajo y con la factibilidad de su sustitución través de la tecnología.

1.4.5 Concepción marxista y neomarxista

La teoría marxista centra sus esfuerzos en dar una respuesta sobre el sentido de la historia; desarrollando la teoría del materialismo histórico y realizando una conversión de la política económica clásica en una doctrina revolucionaria por medio de un esquema de pensamiento derivado del método crítico alemán (Foley, 2008, pág. 89), establece que la dinámica social como las instituciones son transformadas constantemente por la acción humana así como por procesos simultáneos de naturaleza tanto *económica* como *no económica*. Su análisis se centra en los procesos de clase, proponiendo cambios sociales tendientes a la apropiación integral del trabajador del valor generado por su propio esfuerzo y a liberar a la sociedad de los efectos negativos del capitalismo. Marx identifica a la escuela clásica del pensamiento económico como una ideología económica burguesa que legitima la desigualdad del sistema capitalista.

El análisis marxista examina al sistema capitalista a través de su *fenomenología*; partiendo de la teoría de clases dentro de cuya estructura identifica el proceso de explotación que se lleva a cabo durante la movilización de las *fuerzas de la producción*, en la que los poseedores de los medios de producción se apropian del *plusvalor* generado por el trabajador; es decir, se apropian del producto del trabajo adicional al requerido para su subsistencia.

Afirma que con el objetivo de llevar a cabo este proceso de explotación, la sociedad moderna recurre, como en su momento recurrieron los modos de producción predecesores (esclavista y feudal), a procesos complejos anidados dentro de la cultura, la religión, el control de la tecnología y de la política. Esta explotación es categorizada por Marx como un robo social,

dado que el valor extraído (fondo social) es invertido de manera discrecional, sin reeditar a la sociedad. (Wolf & Resnick, 2012, pág. 133). Esta apropiación es facilitada por la incorporación de la fuerza de trabajo como mercancía dentro de los mecanismos de mercado.

Dos conceptos centrales del análisis marxista son, el modo de producción, definido como el soporte material de la sociedad y la superestructura, constituida por la educación, la cultura, la religión y el gobierno, cuya configuración generalmente hace eco de los intereses de las clases dominantes. La extinción y obsolescencia de esta superestructura como resultado del socialismo, daría lugar al inicio de la verdadera historia humana.

Durante el proceso de reproducción capitalista, el sistema de mercado, las mercancías y el dinero se convierten en una especie de fetiches que ejercen un control externo de la sociedad moderna; en esta lógica, la acumulación se convierte en una obsesión sin importar el daño causado a la sociedad mientras que la división del trabajo genera una alienación del trabajador¹⁵ y el dinero se transforma de ser un medio de intercambio de valor entre mercancías, en una *forma pura de intercambio de valor, separándose de cualquier uso de valor concreto*.

¹⁵ De acuerdo con el análisis marxista, uno de los mecanismos subyacentes en el control de la fuerza de trabajo es la conformación de un ejército de reserva, constituido por un pool de fuerza laboral potencial que funge como catalizador de las presiones salariales como de las fluctuaciones de demanda de fuerza de trabajo durante el proceso de acumulación. Marx distingue tres categorías principales dentro de este grupo: la reserva flotante, representada por el grupo de trabajadores desplazados temporalmente que buscan un nuevo empleo y cuya única fuente de supervivencia es el salario; de este grupo se deriva un segundo segmento compuesto por integrantes que al no lograr ubicarse en un empleo ingresan a una reserva en paro, incorporándose a una condición de dependencia; finalmente el sub segmento de mayor importancia en el desarrollo capitalista de largo plazo representado por el ejército latente de reserva, conformado por la masa potencial proletaria que existe al margen de sistema capitalista, dado que no participa dentro del mercado laboral, el cual está constituido por campesinos sin medios de producción como por los flujos migratorios.

La doctrina marxista concibe al capitalismo como un sistema conformado por un conjunto de contradicciones irreconciliables las cuales provocan procesos de crisis cada vez más pronunciados y recurrentes; debido a que, por una parte, impulsa un enorme cambio tecnológico, el incremento de la competencia y periodos de auge; por otra, genera procesos de depresión, el control monopólico de precios y expone a grandes segmentos de la población a un profundo sufrimiento y desigualdad.

Los procesos de crisis son considerados eventos derivados de la dinámica de competencia capitalista, a partir de la cual, el sistema de mercado reinicia su proceso de acumulación aprovechando la ventaja en la depresión generalizada de precios en insumos y en tecnología; suscitando un nuevo y exitoso periodo de apropiación de valor.

El pensamiento marxista identifica dos agentes fundamentales de cambio: los procesos y las contradicciones.

El primer concepto, se refiere a las relaciones entre economía y sociedad como un todo, es decir, a las *relaciones económicas* que incluyen la producción y la distribución de bienes y servicios, como las *no económicas*, como son: la cultura, la política y la naturaleza. A diferencia de la escuela neoclásica y keynesiana, el pensamiento marxista original rechaza el determinismo económico sobre los factores sociales, contenido en la relación causa-efecto; ofreciendo a cambio, la determinación en ambos sentidos, en la que cada factor es causa y efecto a la vez; es decir, considera que todos los procesos sociales y económicos se determinan conjuntamente en un efecto combinado y cambiante. A partir de la dinámica descrita, se desarrollan en el seno de la sociedad como segundo elemento, las contradicciones derivadas de la agrupación natural de los

procesos, las cuales generan cambios grupales que ejercen una presión de cambio en el sistema.

Respecto de la dinámica capitalista, expone la coexistencia de tres esferas de especialización del capital: *la esfera industrial, de circulación y financiera*, las cuales tienden por naturaleza, a desarrollar permanentemente procesos de auto expansión¹⁶.

La esfera industrial es definida como la fuente originaria del *plusvalor* como de la reproducción de la ganancia; en ella se circunscribe la contradicción natural entre el capital y trabajo, debido a que, entre otras razones, la ganancia es una resultante del impago de este segundo factor (Marx, 2011, pág. 49). El proceso industrial incorpora de manera directa a los medios de producción (capital productivo) soportados por el crédito otorgado por el adelanto del trabajo del obrero, conjuntamente con el capital dinerario y el crédito de sus proveedores. En su seno se lleva a cabo la primera metamorfosis del capital definida como *dinero-mercancía (D-M)* con la expectativa de que las mercancías producidas puedan ser absorbidas por la sociedad y ser convertidas en una cantidad de dinero mayor que la invertida, es entonces cuando el proceso intermedio *M-M-M*, completa el proceso *M-D-M*.

¹⁶ El proceso completo de la metamorfosis de del capital se resume de la siguiente manera: (Osorio, 200:8)

$$\begin{array}{ccc}
 & Ft & Ft \\
 D - M & \dots P \dots M' - D' - M & \dots P \dots M' - D' \dots \\
 & Mp & Mp \\
 & & III
 \end{array}$$

En donde: D = dinero M = mercancía FT= fuerza de trabajo Mp= medios de producción P= producción M'= mercancía con nuevo valor D'= dinero incrementado

La llave I (D – D') representa el ciclo del capital-dinero.

La llave II (P....P) representa el ciclo del capital productivo.

La llave III (M' – M') representa el ciclo del capital-mercancías.

Para sostener una constante reproducción de ganancias dentro de la esfera industrial, se hace necesario acortar el tiempo de transferencia de la propiedad de las mercancías producidas así como su realización; es en esta fase del proceso de reproducción en la que la esfera de circulación o comercial cobra singular importancia, asumiendo el riesgo de esta transferencia al tomar la propiedad total o parcial de la mercancía a través del crédito, o bien asumiendo su liquidación, sin importar si el proceso de realización se haya llevado a cabo.

Esta segunda esfera fundamenta su rentabilidad en la rápida circulación del capital en forma de mercancía como medio de optimización del capital propio, en una transformación conocida como *dinero-mercancía- dinero* ($D-M-D'$), en donde $D' = D + \Delta D$, en la que el dinero mantiene una doble función como medio de pago y como medio de compra; es entonces cuando se concretan ambas metamorfosis en plenitud; dinero-mercancía ($D-M$) y de mercancía-dinero ($M-D'$).¹⁷ El capital productivo se habrá traducido en capital comercial y éste al liquidarse, en capital dinerario, proporcionando la realización de la ganancia; cuyo proceso se perpetúa en una reproducción ampliada, por medio de la reinversión permanente del capital dinerario¹⁸ derivado del *plusvalor* en el ciclo productivo.

Ambas esferas (producción y circulación) sostienen su operación en gran medida por el apoyo que le proporciona el *dinero crediticio*, obtenido a

¹⁷ En el tomo I y II de la obra *El capital* (op. Cit.) , Marx realiza un análisis completo de las fases de especialización del capital, dentro de las cuales ubica a la esfera productiva como generadora del plusvalor, dentro de la cual, el trabajo productivo genera mercancías con un valor de uso. Durante estas fases, identifica dos tipos de crisis potenciales: la derivada de la escisión de la compra y venta, de la oferta y del crédito.

¹⁸ Marx define el poder del dinero con el siguiente razonamiento: "si la mercancía tiene valor de uso y es elemento de riqueza material, el dinero por tanto es valor y por tanto medio de riqueza social para su poseedor dado que con él puede acceder a todos los elementos de la riqueza". Define también sus atributos: medida y forma de valor, patrón de precios, medio de circulación del mercado mundial y mercancía específica.

través del descuento de documentos dentro del sistema bancario, cuya función es de compensar los créditos y los pagos con la realización de la mercancía; no obstante que este tipo de dinero no representa un medio real de pago.

En el entendido que los recursos de la banca se encuentran asignados casi en su totalidad en operaciones de crédito, mantienen un capital de reserva mínimo, su disponibilidad de pago es significativamente menor a las dimensiones de sus pasivos contraídos, entre ellos, el dinero creado por ella misma. Durante la intervención de las tres esferas se han generado una serie de créditos como de adelantos en espera de que la *mercancía sea efectivamente realizada* a través del depósito de los medios de pago correspondientes en la esfera financiera.

Dada la imprecisa frontera entre los negocios y la especulación en el sistema capitalista, aunada a la escisión de la compra con la venta, el riesgo de incurrir en constantes procesos de *sobreproducción* prevalece de forma *inherente* dentro del proceso de acumulación; sin embargo, el proceso de acumulación real expuesto hasta ahora ha llegado a niveles de estancamiento y ha generado como resultado un *capital dinerario ocioso* que busca su revalorización adhiriéndose a los mecanismos que le originaron, pero sin incorporarse a ellos y sin transferir su propiedad, evidenciando *un comportamiento externo, antitético y abstracto*.

En adición a su valor de uso, el capital prestable se convierte en una mercancía *sui generis* y se transforma a su vez en capital mismo, adquiriendo la capacidad de *auto reproducción de su valor a través de la tasa de interés fijada de forma autónoma respecto de la tasa general de ganancia* (Marx, 2011, pág. 458) presentando una tercera clase de

metamorfosis denominada dinero-dinero D-D' valorada como la relación más fetichista del capital *autogenerador de su multiplicación*. Se muestra por tanto, el capital en préstamo como una oportunidad de acumulación para sus tenedores.

Derivado de las razones expuestas, la acumulación y concentración del capital prestable buscará mantener su valorización canalizando el capital dinerario para estimular el aumento de las dimensiones del capital industrial como del mercantil incluso por encima de las posibilidades de consumo de la sociedad.

En una primera etapa, mientras el proceso de reproducción llega a sus máximas dimensiones, el reflujo monetario se mantiene y el crédito sostiene su expansión sobrepasando el punto máximo de tensión; se sucede entonces la baja de precios y la interrupción del reflujo, generándose la desocupación del capital industrial derivada de la inmovilización de inventarios de mercancías cuyo efecto inmediato es la paralización del crédito tanto dinerario como comercial que se encuentra atorado en una de las fases del proceso de reproducción en un contexto de quebrantamiento de la confianza en su transformación.

En el impasse comprendido entre el clímax del crecimiento del sistema de reproducción y su paralización, muchos actores realizan operaciones de simulación de liquidez con la expectativa que el reflujo se produzca, agravando la profundidad de la crisis.

Finalmente, la tasa de interés se eleva de manera importante, lo que provoca que el *capital dinerario* disponible sea utilizado exclusivamente para cubrir deudas e intereses, originando la desvalorización general de

los activos financieros como de las mercancías. *Para el tenedor de capital dinerario, esta situación crítica representa una enorme oportunidad para acceder a la compra de todo tipo de activos a precios de prebenda.*

A este respecto, el análisis neomarxista contemporáneo interpreta el predominio de la esfera financiera sobre la actividad económica como una clara señal de su retorno al poder y como una de las fases más avanzadas del capitalismo, ulteriormente a una larga etapa de represión financiera que se prolongó desde la gran depresión del veintinueve hasta los años setenta.

Este dominio se explica por el enorme incremento de las dimensiones relativas del sistema financiero global como por las condiciones de concentración de los medios de pago, del ahorro social y de la ganancia global, que han permitido la concentración del patrimonio dinerario mundial contrapuesto a medios de producción dispersos, consolidando su posición como mecanismo de presión del tipo de interés como de la tasa general de ganancia exigida.

De este último razonamiento se desprende que la esfera financiera es responsable de la inhibición de las inversiones que no generan la tasa de ganancia impuesta, contribuyendo a la gestación de prolongados períodos de paro en la economía mundial. Las crisis actuales son por tanto, concebidas como mecanismos moderadores del volumen ascendente del capital financiero especulativo parasitario que tiene como objetivo la apropiación de las ganancias generadas por la base productiva de la economía como del trabajo.

La *revolución financiera* avizora entonces, una modificación en la lógica de acumulación, los mercados financieros muestran una *autonomización* en relación a la ganancia general de la economía (Duménil & Lévy , 2004, pág. 140) cuyas prácticas financieras implícitas son caracterizadas bajo el concepto de riesgo y cuya estandarización no hace más que amplificar las turbulencias financieras y condicionar la inversión.

En la etapa actual del desarrollo capitalista, la visión *neomarxista* define dos contradicciones fundamentales: la primera entre la tasa de ganancia y el volumen de ganancia (Lapavitsas, 2012, pág. 51) en la que el primer criterio se impone ante la generación de volumen de ganancia global. La segunda contradicción se presenta en forma extrema durante los períodos de crisis, en los que el dinero se convierte en la forma única de valor, rompiéndose la díada entre el dinero como forma general del valor y los bienes como forma particular (Lapavitsas, 2012, pág. 321).

2.- Genealogía de las crisis financieras mundiales

2.1 La Crisis de 1929, la Gran Depresión

Los años veinte representaron un periodo de sustanciales eventos financieros y económicos que precedieron a la gran depresión de 1929; durante este lapso se registró una importante recuperación mundial en la que los países industrializados concretaron una recomposición del patrón oro (Gold Exchange Standard) con la incorporación del dólar americano y la libra esterlina como reservas mundiales, lo que permitió a Estados Unidos restablecer el comercio hacia Europa por medio de la triangulación (refinanciamiento) del servicio de la deuda latinoamericana. Estos eventos se vieron acompañados por el incremento en la actividad industrial automotriz, acerera, química y eléctrica como del desarrollo tecnológico transnacional de Estados Unidos, Gran Bretaña y Alemania, generándose un auge sin precedentes en la oferta mundial.

Durante este periodo, los mercados financieros advirtieron un cambio definitivo al trasladar su actividad hacia Nueva York, una vez que París acusó los efectos de reiteradas pérdidas resultantes de sus ingentes inversiones en los extintos imperios otomano y ruso, así como en México (Marichal, 2010, pág. 103). Sin embargo, este panorama alentador para Estados Unidos, estuvo acompañado por la acumulación de distorsiones en el funcionamiento de su sistema financiero¹⁹ provocados por el enorme aumento de los niveles liquidez impulsado por la FED en un ambiente

¹⁹ De acuerdo al análisis de Federico Manchón (**Manchón, 2010: 181-213**), existe un nexo directo entre el sector financiero y el sector real en los procesos de crisis debido a que: “los rasgos inherentes a las sociedades capitalistas provocan constantes procesos de sobreproducción que causan la parálisis en la inversión, la caída en la producción y el desperdicio de las capacidades productivas instaladas; condición que se suma a la proclividad del sector financiero con participación privada a expandir el crédito a niveles insostenibles así como de riqueza financiera y burbujas que hacen estallar y paralizar las cadenas de pagos”.

regulatorio de absoluta opacidad aunado a la especulación propia de la pugna por la supremacía financiera con la bolsa de Londres. A estas condiciones se sumaron la caída en el consumo mundial, la carga de la reparación de gastos de la posguerra y la insolvencia agrícola, resultado del derrumbe de los precios internacionales de los *commodities*. El elevado proteccionismo prevaleciente en los mercados mundiales causado por la competencia por la división internacional del trabajo (Duménil & Lévy, 2011, pág. 283) aportaría condiciones esenciales para dar inicio a la gran depresión.

La inflación de precios en la bolsa de valores de Nueva York se originó durante un largo período de recortes sucesivos en las tasas de redescuento efectuados por la FED, condición aprovechada por la banca de inversión para hacerse de recursos asequibles y colocarlos en el mercado del *Call Money* a tasas muy superiores con el objetivo de financiar compras apalancadas de acciones de inversionistas privados (Galbraith, 2009, pág. 46). Estas operaciones, engañosamente colocadas como *operaciones a plazo*, contribuyeron a impulsar un formidable incremento en los precios de las acciones que causó un desmesurado aumento nominal de la riqueza, mientras tanto, la tergiversación de los resultados contables de las empresas listadas ocultaban una severa caída de los ingresos reales.

La extrema facilidad de acceso al crédito dentro de un ambiente económico de escases en el consumo, motivó a las empresas y agentes privados a descapitalizarse y apalancarse para colocar ingentes recursos en cartera bursátil, atraídos por las extraordinarias expectativas de ganancia imposibles de obtener por medio de su operación normal, lo que generó un pronunciado recalentamiento del mercado, sumándose así al proceso de

inflación en los precios de los activos financieros de renta variable, que registraron un incremento de un 200% en tan sólo dos años.

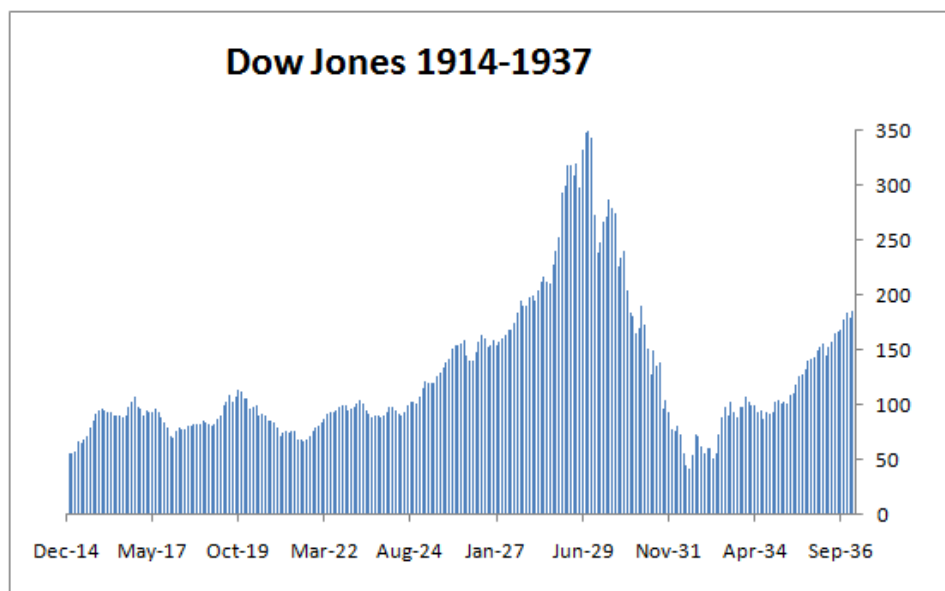
En 1927 se presentó en Berlín el primer gran colapso bursátil, sucediéndole en 1928 la bolsa de Bruselas; dando inicio a la cadena de bancarrotas de empresas multinacionales. Temporalmente, la bolsa de Nueva York conservaría por varios meses sus niveles de cotización, manteniéndose de esta manera dentro de la burbuja especulativa.

La Reserva Federal, como una medida tardía para detener la especulación bursátil, impulsó el incremento en la tasa de interés primaria; medida que tendría consecuencias sumamente adversas, provocando una severa crisis de solvencia mundial que afectó directamente el desempeño económico de Europa; causando colateralmente una fuerte presión sobre las balanzas comerciales internacionales e induciendo a una pronunciada caída de los precios de los *commodities*.

El jueves 24 de octubre de 1929 marcó el inicio del período de revulsión en Nueva York (Pastor, 1999, pág. 15) al registrarse un derrumbe generalizado en los precios de las acciones, acompañado de reiterados llamados a las posiciones optimistas y al anuncio de un plan de estabilización de precios denominado *soporte organizado*, promovido por los bancos neoyorkinos con el objetivo de evitar un mayor desplome en los precios e infundir seguridad en el mercado. Sin embargo, las posiciones sostenidas por los *Call Loans* y los *Trust de inversión* experimentarían una caída continuada hasta 1933, con la consecuente quiebra de instituciones financieras y el cierre de empresas. La economía mundial entró en un estado de insolvencia una vez desaparecidas las garantías de liquidez basadas en los precios de las bolsas mundiales, causando una inminente

liquidación de deudas y una prolongada deflación como producto de la inflexibilidad del patrón monetario. En la gráfica 1 se puede apreciar la evolución del índice Dow Jones que muestra la cotización promedio de las acciones operadas durante los periodos de inflación y revulsión que acompañaron a la Gran Depresión.

Gráfica 1. Evolución del índice de Cotizaciones de Valores de la Bolsa de Nueva York, 1914 -1937



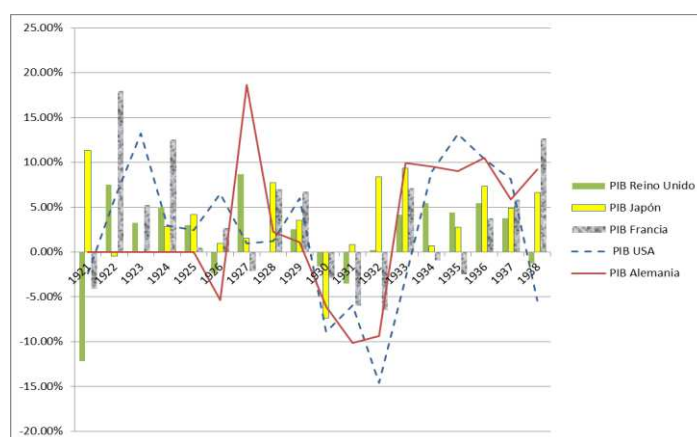
Fuente: <http://www.creditwritedowns.com/2009/03/chart-of-the-day-dow-1914-1929-vs-1982-1999.html>.

La crisis del 29 provocó tres olas expansivas en la economía mundial; la primera se manifestó en la caída generalizada en los precios de los activos bursátiles mundiales, la segunda, en un choque de liquidez acompañado por el pánico bancario, y la tercera, en la destrucción del empleo aunado a una profunda contracción de la inversión. Durante la década de 1930, la intensificación de las restricciones arancelarias y no arancelarias como el uso de tipos de cambio múltiples, provocaron una regionalización introvertida. Durante el primer año se presentó en Estados Unidos un

pernicioso cuadro de crisis bancaria, fiscal y cambiaria, intensificada por la incertidumbre política y la insolvencia del sector agrícola (Manchón C. F., 2010, págs. 189-93) que lo colocó como la potencia mundial con el mayor declive (Kennedy, 1987, pág. 327).

Las autoridades económicas de Estados Unidos reaccionaron ante la crisis manteniendo una política monetaria y fiscal de corte clásico, pronunciando la espiral *deflacionaria y liquidacionista*. Contrariamente a las predicciones oficiales, la economía no logró recuperarse de manera autónoma. El posterior bloqueo de Estados Unidos a los productos y bonos europeos agudizó la disminución en el flujo de dólares para el pago de los gastos de la posguerra e indujo a Francia y Alemania a adoptar políticas inflacionistas. El mundo se había dividido entonces en dos bloques monetarios: el de la libra esterlina y el que conservó el patrón oro (Marsh, 2009, pág. 31). El desplome conjunto de la producción en las economías desarrolladas puede advertirse en la gráfica 2.

Gráfica 2. Crecimiento de los países industrializados durante la Gran Depresión de los años 30



Fuente: <http://www.ggdc.net/madion/publications> recuperado el 23 de marzo de 2012.

Las economías capitalistas entraron entonces en una prolongada y persistente espiral recesiva, que generó una profunda caída en el ingreso, un repunte descomunal del desempleo y finalmente, el paro en la producción; a un grado tal que el capitalismo empezó a ser calificado como *un sistema de distribución de miseria*. Estos efectos expusieron al sistema capitalista a condiciones de extrema fragilidad ante su enconado rival, el comunismo. (Wolf & Resnick, 2012, pág. 107).

La administración Roosevelt realizó entonces un fuerte viraje en la política económica implementando un paquete de medidas expansivas para hacer frente a la depresión; entre ellas podemos citar la flexibilización monetaria, el incremento del gasto y la acuñación del *New Deal*, el impulso de las obras públicas y el establecimiento en 1935 del seguro social y del pacto laboral a través del Wagner Act (*National Labor Relations*). En el ámbito financiero creó la *Home Owners Loan Corporation* para la protección de los préstamos de vivienda transformando las hipotecas en valores de largo plazo con tasas de interés y precios nominales reducidos, implementó la *Securities and Exchange Commission*, para la vigilancia de la especulación en bolsa, la *Federal Deposit Insurance Corporation*, a fin de evitar el pánico financiero y dio un paso fundamental para la estabilización del sector financiero: la separación de la banca comercial de la banca de inversión (*2nd Glass-Steagall-Act*).

La Gran Depresión trajo consigo severos impactos sobre las economías de Estados Unidos y Alemania debido al alto componente industrial redundante que prevalecía en ambos países; registrando un desplome del PIB de un 46% y 42% respectivamente; así como la desocupación de más de un cuarto de su población; en adición a la profunda caída del comercio mundial en un 60%.

Para algunos analistas, esta gran crisis fue el factor que dio paso al ascenso de regímenes totalitarios como el nacional socialismo en Alemania, cuya estrategia económica se centró en el aumento del gasto público para el rearme y en la ocupación de la población, logrando entre 1932 y 1938 un crecimiento del 50% del producto interno bruto alemán; en Italia el ascenso del fascismo instrumentó un control eficiente de la fuerza laboral. Ambos regímenes establecieron condiciones favorables para la inversión norteamericana y sirvieron como cortina de contención contra el comunismo dada la incertidumbre en el futuro del capitalismo (Akerlof & Shiller, 2010, pág. 70).

Si bien es cierto que la Gran Depresión de 1929, puede caracterizarse como una crisis originada en las condiciones de agotamiento de las oportunidades de ganancia de las economías desarrolladas derivada del subconsumo y del proteccionismo²⁰, puede deducirse también que el sector financiero generó condiciones autónomas de especulación y quiebra de la economía internacional como niveles crónicos de desempleo (Foley, 2008, pág. 183).

²⁰ Sin embargo, Schumpeter contradice el agotamiento de oportunidades (Schumpeter, 1973, págs. 38-47) como causa de las crisis capitalistas, a las que explica como resultado del relevo tecnológico constante como por los cambios experimentados por los mercados, los métodos de producción y medios de transporte, incluyendo las nuevas formas de organización industrial que forman parte de un proceso de destrucción creativa; que representa el agente central del capitalismo. Este proceso reviste una profunda complejidad dado que está conformado por un sinnúmero de estrategias cuyo significado depende del contexto en el que fueron creadas por lo que a diferencia de los supuestos teóricos de las escuelas económicas no suponen que su ocurrencia se presente en un momento determinado en el tiempo (*ex visu*) y cuyos efectos toman un considerable lapso de tiempo para ser revelados.

2.2 La etapa de la represión financiera (1930-1974) y su prolongación al inicio de la década de los 80

La etapa de la represión financiera coincide con la época de oro de la economía capitalista, documentada como el periodo más prolongado de la historia en el que se registraron las más altas tasas de crecimiento como de ganancia a nivel mundial, aunadas a la reducción de las tasas de desempleo y a una inédita ausencia de crisis²¹. Actualmente este período es referente obligado de análisis comparativo y de discusión de política económica²².

En la antesala de la conclusión de la Segunda Guerra Mundial, se iniciaron las reuniones para la reorganización de la economía mundial que tuvieron como objetivo principal el relanzamiento del proyecto capitalista respaldado por una política de estabilidad económica y de asistencia financiera para la reconstrucción. Las primeras instituciones internacionales creadas en 1945 fueron el *Fondo Monetario Internacional* cuyo objetivo sería evitar la acumulación de distorsiones en las balanzas de pago, y el *Banco Mundial*, cuyo objetivo sería el apoyar la reconstrucción y el desarrollo internacional. Se crearon también, el *Banco Internacional de Pagos* (1945), el *Banco Interamericano de Desarrollo*

²¹ Respecto de las altas tasas de crecimiento y de ganancia observadas a lo largo de este periodo, existe, según Robert Brenner (Brenner, 2013) un debate inacabado entre la escuela neoliberal y neomarxista, dado que la primera sostiene que durante esta etapa se experimentó un crecimiento excesivo derivado de la aplicación del enorme stock tecnológico que se mantuvo en reserva hasta el final de la segunda guerra mundial, cuyos efectos fueron transferidos durante este lapso al sistema económico internacional hasta su agotamiento el cual se presentó a finales de los años sesenta; sin embargo, la escuela neomarxista plantea que este crecimiento fue resultado del control y el apoyo del estado que evitó el desorden de la competencia de los mercados, impidiendo la expansión de la oferta redundante.

²² . Respecto del periodo keynesiano, el premio nobel de economía Joseph Stiglitz afirmaría: “nunca le fue tan bien a tanta gente” (Stiglitz, 2013).

(1959), el *Banco Asiático de Desarrollo* en (1966) y el *GATT*, este último organismo sería sustituido por la *OMC* tres décadas después.

En materia cambiaria, los *acuerdos de Bretton Woods* representaron el establecimiento de los lineamientos internacionales en política monetaria y cambiaria; para esta última, se incorporó el sistema de bandas de flotación de las divisas mundiales con un anclaje en el dólar americano en límites de variación no mayores al 2%; este sistema contemplaba una cláusula de ajuste de emergencia (*adjustable peg*) para todos los integrantes del sistema cambiario.

Entre 1949 y 1959, Estados Unidos aportó ingentes recursos para financiar los déficits de balanza de los países europeos fungiendo como banca central mundial (alrededor de 8.5 mil millones de dólares) utilizando el *Plan Marshall* como estrategia de fortalecimiento del bloque capitalista dentro del orden binario prevaleciente; impulsó también la creación de la *OTAN* y la construcción de bases militares por todo el mundo; mientras tanto, la Unión Soviética crearía el *Consejo de Apoyo Mutuo* para activar la economía de los países socialistas.

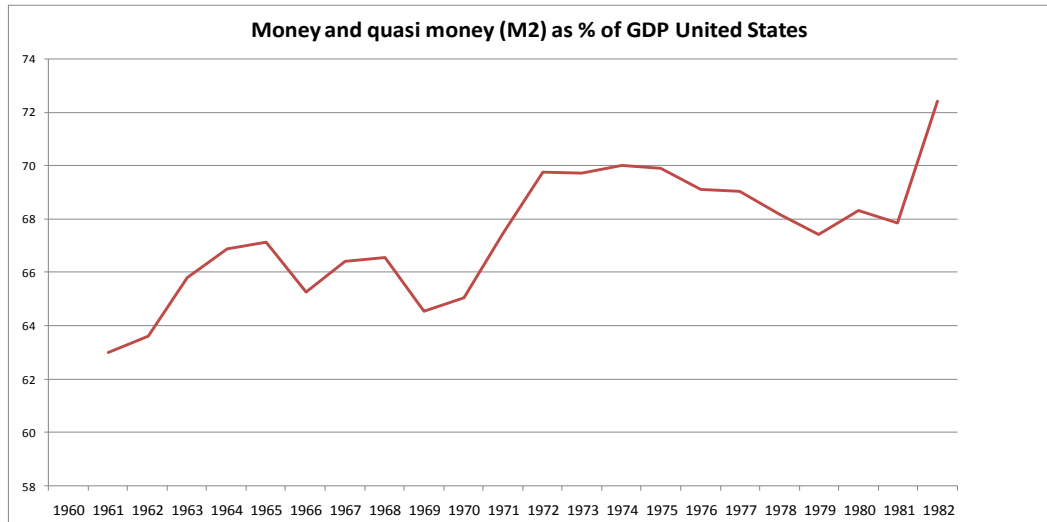
Durante este período se experimentan la más altas tasas de inversión pública, una recaudación progresiva, una robusta demanda de bienes de consumo de la industria automotriz y electrónica. El gasto público en Europa y Estados Unidos favoreció la distribución del ingreso; la escasa innovación en instrumentos financieros y el control de los movimientos de capital evitaron colapsos bancarios, bursátiles e inmobiliarios (Marichal, 2010, pág. 163). En Estados Unidos se estableció una política de supervisión cercana de las empresas consideradas como *public utility* y se impulsó una legislación que promovió la reinversión de utilidades de la

industria, promoviendo un capitalismo de índole industrial. América Latina, por su parte, tuvo la oportunidad de reinvertir localmente los capitales acumulados, uniéndose al crecimiento sostenido; sin embargo sus estructuras fiscales y monetarias mantuvieron un cuadro de fragilidad endémica.

En los albores de los años sesenta, se inicia un periodo de inestabilidad financiera originada en las políticas económicas expansivas de Estados Unidos dirigidas a financiar el gasto interno y la manutención de los gastos de guerra; los flujos financieros derivados de sus empresas multinacionales no fueron suficientes para compensar su balanza comercial que reportó un recurrente déficit cuya contraparte fue el incremento de las exportaciones japonesas y alemanas. Estos acontecimientos marcarían el principio del fin del sistema *Bretton Woods* y del régimen de acumulación *Fordiano-Keynesiano* (Harvey, 2008, págs. 143-196).

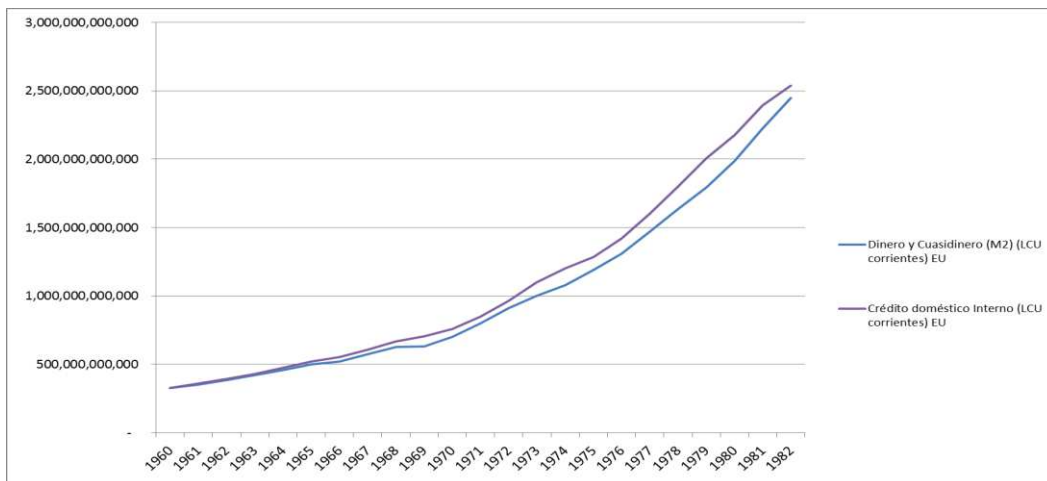
El abandono de la ortodoxia monetaria por parte de Estados Unidos provocó la reacción de los países europeos para reducir su dependencia hacia el dólar americano, considerado como un mecanismo de exportación de los problemas inflacionarios y recesivos hacia el resto del mundo y como un amplificador del riesgo de posibles disrupciones en el comercio como de la inversión global. Este crecimiento en la emisión de dinero y cuasidineró se puede advertir en las gráficas 3 y 4. Cuya expansión se incrementaría durante la década de los setenta.

Gráfica 3. Dinero y cuasi dinero en EU en relación al PIB



Fuente: http://databank.worldbank.org/ddp/editReport?REQUEST_SOURCE=search&CNO=2&topic=3 recuperado el 12 de mayo de 2012.

Gráfica 4. Dinero y cuasi dinero en EU en dólares



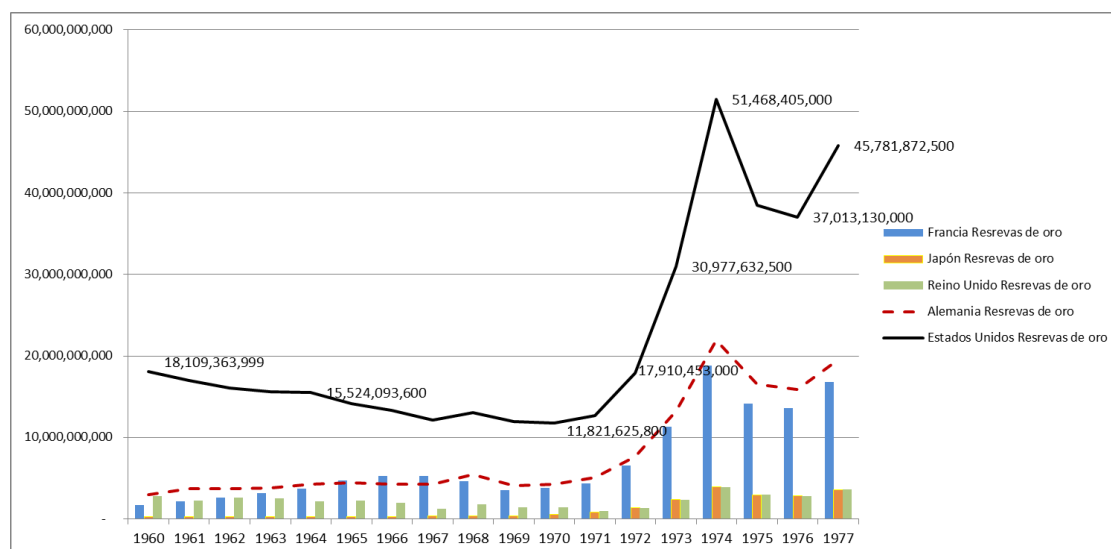
Fuente: http://databank.worldbank.org/ddp/editReport?REQUEST_SOURCE=search&CNO=2&topic=3 recuperado el 12 de mayo de 2012.

Una vez confirmado el fin de la era del sistema *Bretton Woods* en 1971, los esfuerzos europeos se orientaron hacia la construcción de acuerdos para la integración europea a través del *Plan Werner* que contemplaba a

partir de 1971, la implementación de un sistema de flotación controlada de los tipos de cambio (*EMU*) entre las principales monedas europeas a través de la asistencia financiera mutua por medio del *Fondo Europeo de Cooperación Monetaria* en rangos menores en relación al dólar.

Para el mes de diciembre de 1971, durante la reunión de los bancos centrales con sede en Washington, se acuerda un ajuste de la paridad del dólar americano de 35 a 38 USD por onza de oro ante la aguda disminución de reservas de oro de Estados Unidos en relación a los medios de pago emitidos por ese país (ver gráfica 5). Finalmente se llevaría a cabo la suspensión de operaciones de la ventanilla de oro- dólar, en marzo de 1973, dando inicio a la era de la libre flotación de divisas

Gráfica 5. Reservas internacionales en oro (onzas)



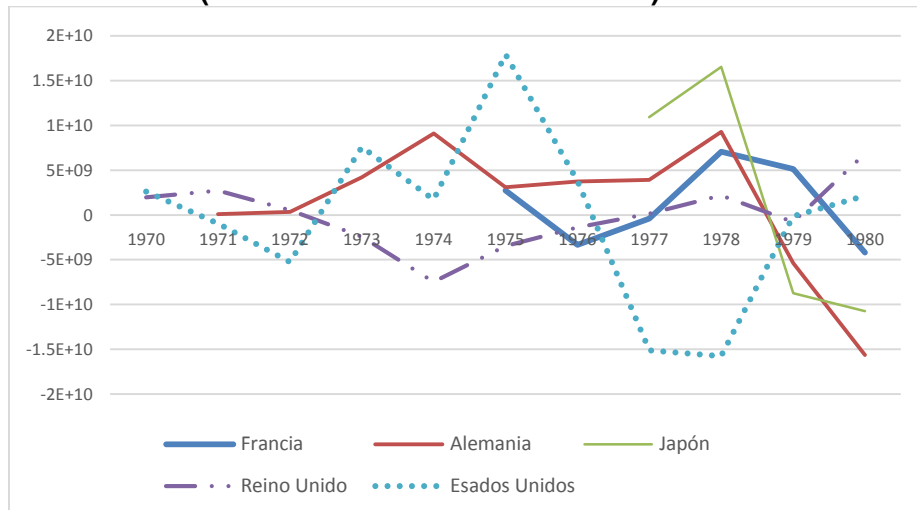
Fuente: http://databank.worldbank.org/ddp/editReport?REQUEST_SOURCE=search&CNO=2&topic=3 recuperado el 13 de marzo de 2012.

El sistema de libre flotación de precios de las principales monedas buscaría hacer las veces de válvula de escape ante las presiones de balanza y fungir como mecanismo de ajuste en los precios de las divisas de acuerdo a las fuerzas de la oferta y de la demanda. Este nuevo esquema permitió la liberalización de la balanza de capitales abriendo la posibilidad a las futuras crisis bancarias globales (Reinhart & Rogoff, 2009, pág. 206).

Las consecuencias inmediatas de la libre flotación se reflejarían en el crecimiento exponencial del riesgo, en el nacimiento del *Shadow Banking System* y en la consolidación de los mercados de derivados. Las secuelas de este violento cambio en el sistema financiero mundial serían largas y profundas y se manifestarían por medio de fuertes turbulencias financieras y constantes reuniones de los bancos centrales de Europa y Japón para atemperar la volatilidad y especulación en los mercados financieros internacionales.

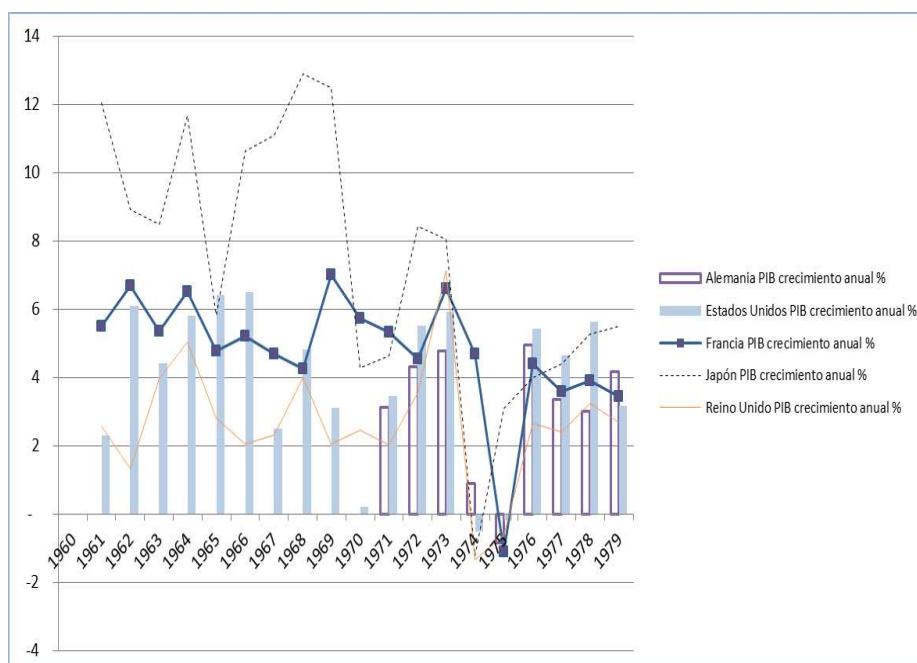
Para 1974, las principales economías del mundo habían abrazado la libre flotación cambiaria, dando paso a una nueva etapa marcada por la movilidad de grandes flujos financieros, la liberalización de los mercados y la reducción del Estado. Estas medidas proporcionaron un breve alivio a la economía mundial, sin embargo, a este periodo le sucedió una prolongada estanflación, acompañada de altas tasas reales de interés y un persistente déficit de balanza de Estados Unidos, que se prolongaría hasta inicios de la década de los ochenta. La evolución de estos indicadores se puede observar en las gráficas 6 a la 9.

Gráfica 6. Comportamiento de la cuenta corriente de los países industrializados (cifras en dólares americanos)



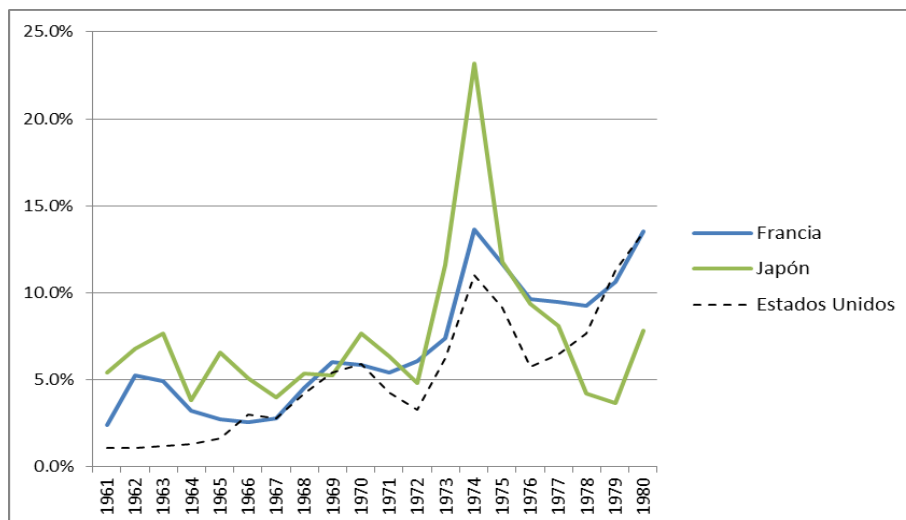
Fuente: http://databank.worldbank.org/ddp/editReport?REQUEST_SOURCE=search&CNO=2&topic=3 recuperado el 13 de marzo de 2012.

Gráfica 7. Crecimiento del PIB en el período 1960-1979 de los países industrializados



Fuente: http://databank.worldbank.org/ddp/editReport?REQUEST_SOURCE=search&CNO=2&topic=3 recuperado el 13 de marzo de 2012.

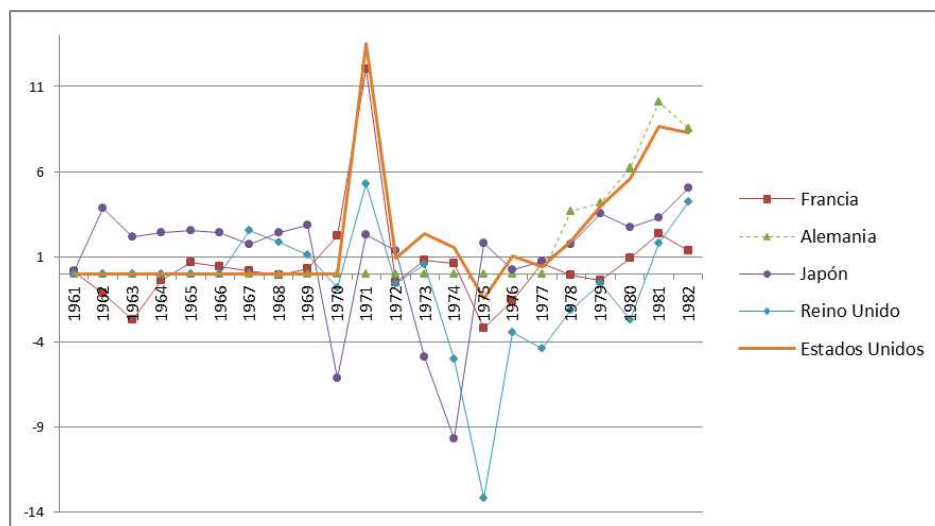
Gráfica 8. Comportamiento de la tasa de inflación durante el período 1960-1980 en los países más avanzados



Fuente:

http://databank.worldbank.org/ddp/editReport?REQUEST_SOURCE=search&CNO=2&topic=3 recuperado el 7 de agosto de 2012.

Gráfica 9. Tasa real de interés durante el período 1960-1982 de los principales países avanzados



Fuente: http://databank.worldbank.org/ddp/editReport?REQUEST_SOURCE=search&CNO=2&topic=3 recuperado el 7 de agosto de 2012.

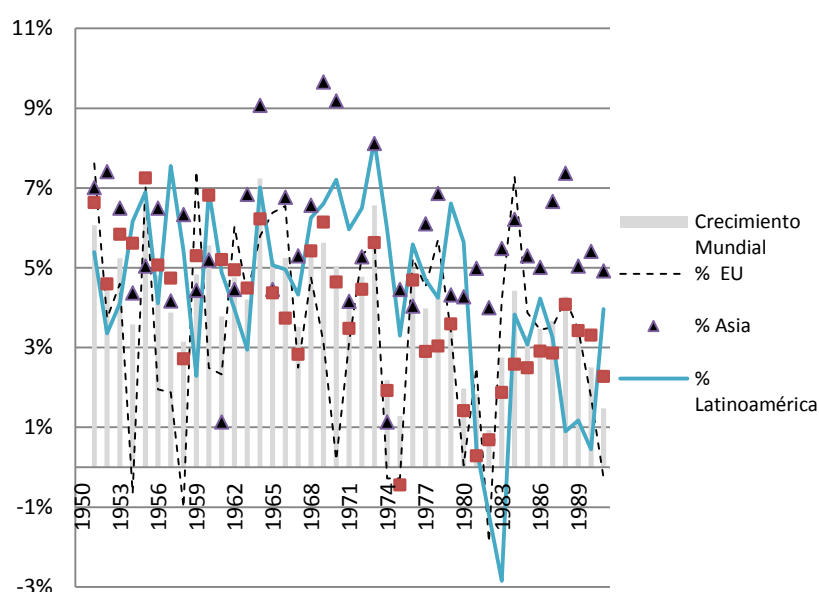
Entre 1974 y 1982, la colosal expansión monetaria estadounidense de alrededor de 800 mil millones de dólares y la derrama económica derivada del aumento desmedido de los precios del petróleo provocaron la inversión de un enorme monto de petrodólares en los mercados globales por parte de los países árabes (Hopenhagen, 2001, pág. 31); lo que trajo como consecuencia la flexibilización de las políticas de colocación de recursos líquidos a través de los bancos privados en los mercados financieros, facilitando su absorción por la periferia, es decir, por los países no desarrollados.

Con el objetivo de lograr la absorción de estos recursos, fueron otorgados créditos a economías que pasaban por un periodo de bonanza derivada del aumento internacional del precio de las materias primas; tal fue el caso de América Latina y del Medio Oriente. (Harvey, 2010, pág. 28). Esta agresiva colocación de recursos financieros excedentes daría nacimiento a la banca internacional. Los endebles gobiernos latinoamericanos hicieron uso de estos flujos para mantener artificialmente ritmos de crecimiento y de gastos equiparables a los registrados en las décadas precedentes, expandiendo su aplicación hacia empresas paraestatales, la banca de desarrollo y hacia el gasto público. En otros casos, el financiamiento fue utilizado para el sostenimiento de dictaduras militares, como fueron los casos de Medio Oriente y algunos países latinoamericanos como Chile y Argentina. En lo que respecta a la banca privada local, esta disponibilidad de recursos financieros significó una gran oportunidad para obtener ganancias con poco esfuerzo a través de su intermediación.

Al final de la década de los setenta, la economía estadounidense inició la relocalización de su capital industrial y financiero con el objetivo de reposicionarse ante la competencia europea, desarrollando polos de

producción en América Latina y, principalmente, en Asia. Esta estrategia permitió abaratar sus cadenas de suministro por medio del pago de menores salarios como a través de la obtención de beneficios fiscales. Asia reportaría las tasas de crecimiento más elevadas durante las décadas de los setenta y ochenta. (Gráfica 10).

Gráfica 10. Tasa de crecimiento mundial y por zona



Fuente: <http://www.ggdc.net/madion/publications>, 1930=100. Recuperado el 11 de octubre de 2012.

Podemos concluir por tanto, que el año de 1974 marcó el inicio de una crisis estructural de las economías capitalistas, cuyo principal síntoma fue la caída generalizada de la tasa de ganancia, resultante de un *choque de oferta* entre la esfera capitalista temprana y la esfera tardía; es decir, fue una crisis de valorización del capital fijo (Brenner, 2013, pág. 17) cuyas consecuencias sobre los niveles de desempleo en las economías avanzadas fueron notorias. Esta crisis estructural obligaría a la esfera tardía a virar hacia un modelo exportador y a la esfera temprana a

desplazar sus capitales de las áreas de alto costo hacia el sector financiero.

La década de los setenta finalizará con la revolución del capital financiero, es decir, con la expansión del capital internacional a través de la tasa de interés, acompañada por un severo cuadro estanflacionario de crisis fiscal (Harvey, 2005, pág. 12), desaceleración del crédito y sobreendeudamiento de las economías en desarrollo. La fisonomía financiera de los años 70, integraría una combinación letal que desembocaría en la gran crisis de las economías en desarrollo, en el desplazamiento del keynesianismo, el inicio de una vigorosa política monetarista y el principio de la etapa conocida como neoliberalismo.

Para algunos destacados autores socialistas, la etapa de represión financiera del periodo keynesiano obedeció a una estrategia de financiamiento para los nacientes monopolios mundiales, con el objetivo de que al alcanzar su madurez pudieran financiar sus operaciones con flujos propios ²³ (Baran & Sweezy, 1966, pág. 18).

²³ Para Baran & Sweezy, (Baran & Sweezy, 1966) en *The Monopoly of Capital*), el periodo keynesiano tuvo como objetivo mantener un financiamiento estable, como un control estricto del factor trabajo que permitieran el crecimiento de las corporaciones mundiales y su autofinanciamiento a través del control del surplus mundial, definido por las Ganancias de Propiedad de Phillips: profits + interest + rent.

2.3 Las crisis de la segunda liberalización financiera (1974-2014)

Los inicios de la era neoliberal se caracterizaron por un cambio radical en la visión ideológica y funcional del sistema capitalista originada en un nuevo paradigma político, económico y de Estado, derivado de la fusión de tres elementos ideológicos: el *neoconservadurismo*, el *liberalismo de Milton Friedman* y el *libertarianismo de Von Hayek* (Steger & Roy, 2010, págs. 15-24).

Este cuerpo ideológico concibe a la propiedad, a la libertad y a la dignidad humana como fundamentos de la civilización, coartados y amenazados a través de la historia por el poder arbitrario del Estado y alcanzables sólo a través de la libertad individual y de mercado. Sus principios económicos descansan en la teoría neoclásica. (Harvey, 2005, págs. 20-21).

El neoliberalismo nace de una síntesis binaria: *fundamentalismo de mercado* y *fundamentalismo libertario*. A partir de este segundo concepto, se concibió al comunismo como el mayor enemigo de la libertad del hombre; enemigo que debería ser eliminado a través de todos los medios posibles; el avance tecnológico y el poder económico serían la clave para esta empresa. Para llevar a cabo el cambio estructural de la economía global, el neoliberalismo establece el ajuste a través de la *fórmula “D-L-P”*: desregulación económica, liberalización comercial, financiera, industrial y laboral así como la privatización de las empresas públicas rentables; propugnando la orientación de los esfuerzos de la administración hacia el mercado como hacia la evaluación del costo-beneficio en la aplicación de recursos públicos acompañados por la reducción del Estado.

Este cambio de rumbo fue legitimado por medio de severas críticas hacia el Keynesianismo, acusado de ser un sistema de pensamiento falso²⁴ así como de ser el causante del endeudamiento de los gobiernos, de la estanflación y de la pérdida de productividad de los años 70. En contraste, el neoliberalismo prometía devolver la vitalidad al capitalismo por medio de la libre empresa y de la acumulación de capital, impulsando las reformas fiscales no progresivas como la disminución del peso del gobierno para generar niveles de crecimiento y bienestar nunca vistos.

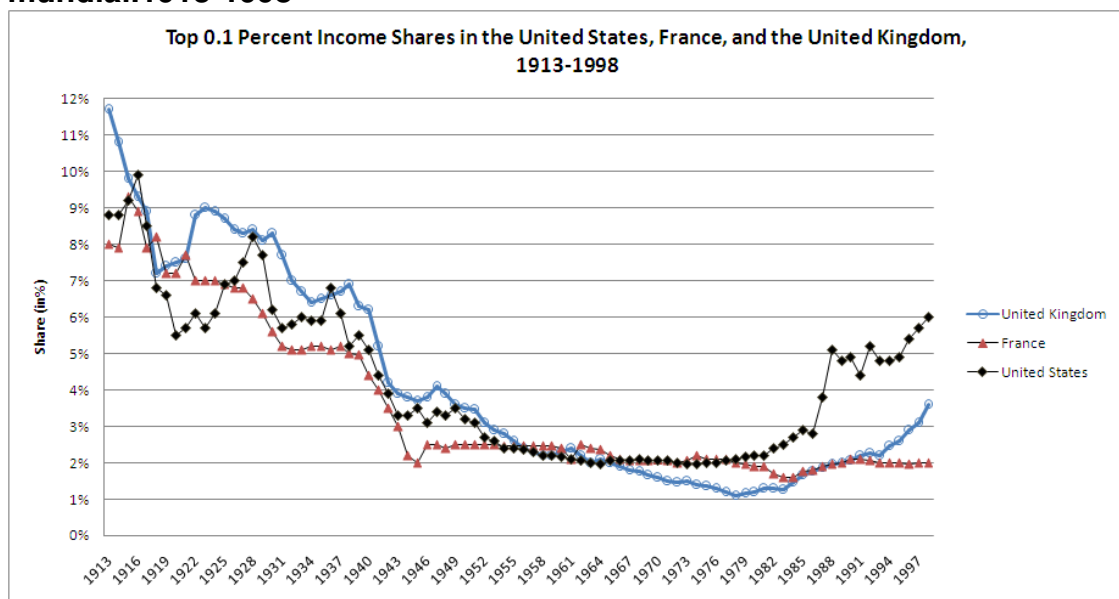
Los años ochenta han sido caracterizados por algunos connotados economistas e investigadores como la primera etapa de consolidación de un modelo de acumulación flexible (Harvey, 1990, pág. 210) fundamentado en el control del costo del factor trabajo a través de la profundización de la división internacional del trabajo, como en la supremacía del capital financiero sobre el capital industrial. A través de estos instrumentos, el último fractil de la población mundial iniciaría la recuperación de su participación en el PIB global.

De acuerdo con Dúmenil & Lévy, el modelo neoliberal representó una tercera revolución del capitalismo denominada: “una revolución corporativa, financiera y directiva” (Duménil & Lévy, 2011, págs. 7-9).

²⁴ El Dr. Julián Pavón Morote, Catedrático-Director de CEPADE-IEN de la Universidad Politécnica de Madrid, en su exposición denominada Muerte y Resurrección de Keynes, (4-05-2010) sostiene que la inflación por costes provocada por el desmedido aumento de los precios del petróleo fue el factor que provocó el desajuste temporal del funcionamiento del modelo Keynesiano ($DG=C+I+G+ Ex$) que había logrado hasta entonces, combatir eficientemente los dos problemas fundamentales de la economía: desempleo y la inflación, fue este desajuste mas no la errada construcción keynesiana la responsable del proceso de inflación con desempleo ; sin embargo, son las crisis Subprime y la Europea los sucesos que reivindican su vigencia, demostrando el fracaso del modelo monetarista centrado en el control de los niveles de tasa de interés.

Durante este periodo se registra una formidable recuperación de la participación en el PIB global del último fractil (0.1%) de la población mundial de más altos ingresos (Jacobs, 2004, pág. 3), como se muestra en la gráfica 11.

Gráfica 11. Recuperación de los niveles de concentración del ingreso mundial. 1913-1998



Fuente: Analysis of tax returns in Thomas Piketty and Emmanuel Saez, "Income Inequality in the United States, 1913-1998" *Quarterly Journal of Economics* 118 (February 2003) 1-39 (Last fractal).

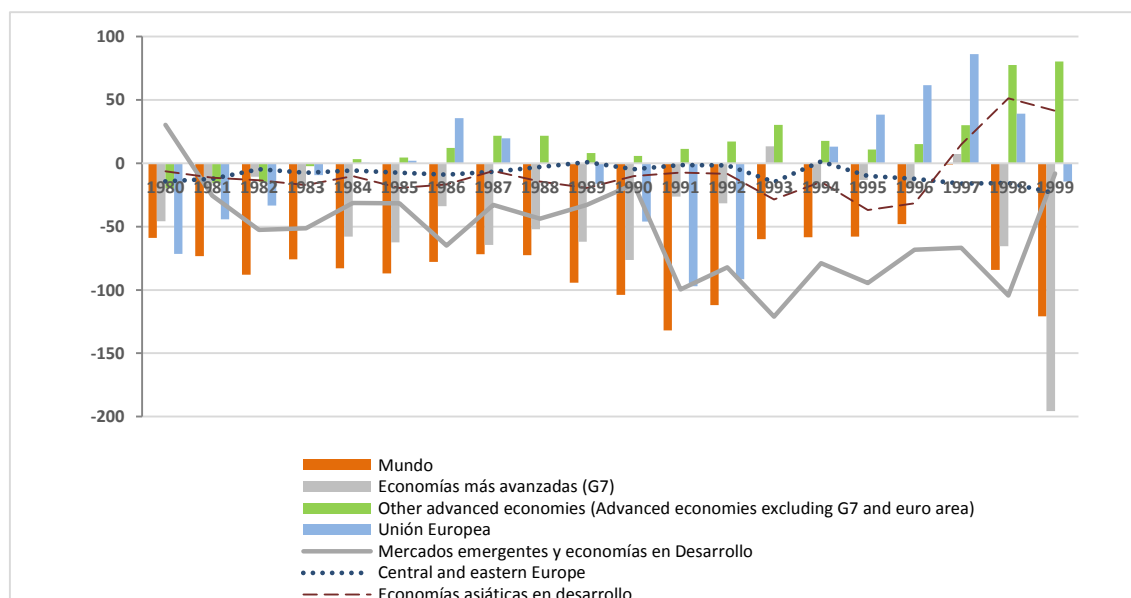
2.3.1 La crisis de las economías en desarrollo

La política impulsada por Estados Unidos y Europa durante los años ochenta, mantuvo un choque directo contra el comunismo y dirigió sus esfuerzos hacia la consolidación de una división mundial del trabajo, en la que Estados Unidos conservaría el poder financiero, las ventajas tecnológicas y los beneficios derivados de los derechos de propiedad intelectual (Harvey, 2010, pág. 34).

La economía norteamericana, mantuvo una persistente contravención a los criterios de ajuste macroeconómico, impulsando una política monetaria restrictiva combinada con una agresiva política fiscal expansiva, que induciría su déficit fiscal a registrar las mayores dimensiones de su historia. En el ámbito fiscal se realizaron reformas tendientes a favorecer al sector más adinerado de la sociedad norteamericana por medio de tasas impositivas regresivas.

Estados Unidos experimentó *una economía sustentada en el déficit*, y en el crecimiento de la deuda gubernamental sostenida por sus atractivos bonos, dada su revaluada divisa, este descomunal déficit significará un nuevo impulso para la recuperación de las economías exportadoras, (Japón y Alemania), cuya dependencia en el déficit externo estadounidense era evidente. Durante la década de los ochenta las economías desarrolladas compartirían con las economías en desarrollo un profundo déficit comercial.; en el caso de estas últimas, este incremento se explicaría en gran medida, por el aumento en el costo del servicio de la deuda. En la gráfica 12 se puede la posición desagregada de la cuenta corriente mundial que soporta esta aseveración.

Gráfica 12. Cuenta corriente por zona 1980-1999.
(billones de dólares americanos)



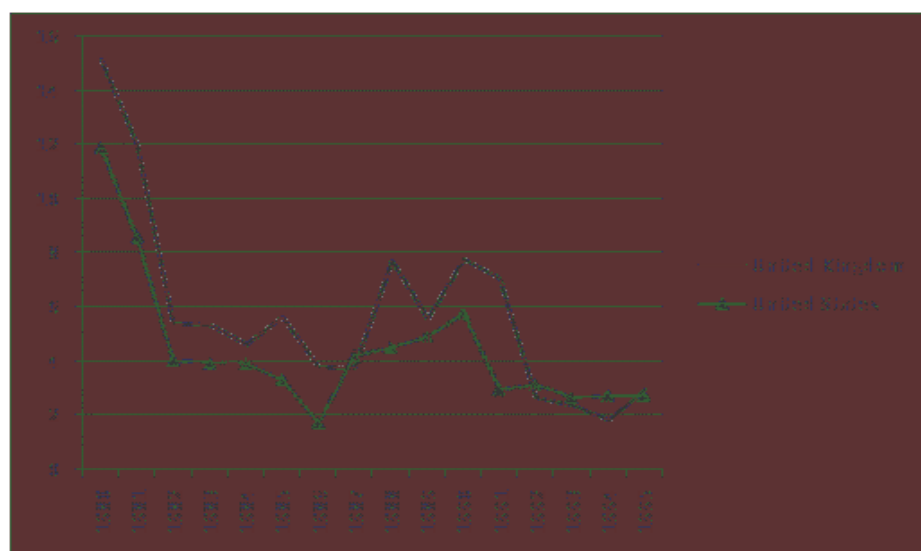
Fuente: <http://www.imf.org/external/np/ds/matrix.htm>, World Economic Outlook Database, April 2013.

Desde una perspectiva histórica, el estallido de la crisis de la deuda en los años ochenta fue una consecuencia de las distorsiones globales acumuladas en la década precedente, entre las que podemos citar, los choques petroleros, la estanflación internacional, la liberalización de los tipos de cambio, la excesiva expansión monetaria de Estados Unidos aunada a su política de guerra y el enorme endeudamiento de las economías en desarrollo.

Es posible, por tanto, que el endeudamiento externo experimentado por los países en desarrollo en los años setenta e inicio de los ochenta, haya sido una salida al problema de absorción y de revalorización del capital financiero internacional. Desafortunadamente, el endeudamiento se concentró en Latinoamérica. La adopción de medidas monetarias

restrictivas a nivel internacional para afrontar la inflación global provocada por el choque petrolero de 1973, lo que generaría un enorme encarecimiento de la deuda. A través del *Plan Volcker*, Estados Unidos impulsó una agresiva política antiinflacionaria que consistió en un descomunal incremento de las tasas de interés de casi 10 puntos porcentuales entre 1980 y 1981 ²⁵ (Ver gráficas 13 y 14) que provocó el incremento generalizado de las tasas de interés internacionales. El fin último de la lucha contra la inflación y el mantenimiento de tasas de interés reales fue evitar la devaluación de la deuda (Duménil & Lévy, 2004, pág. 71).

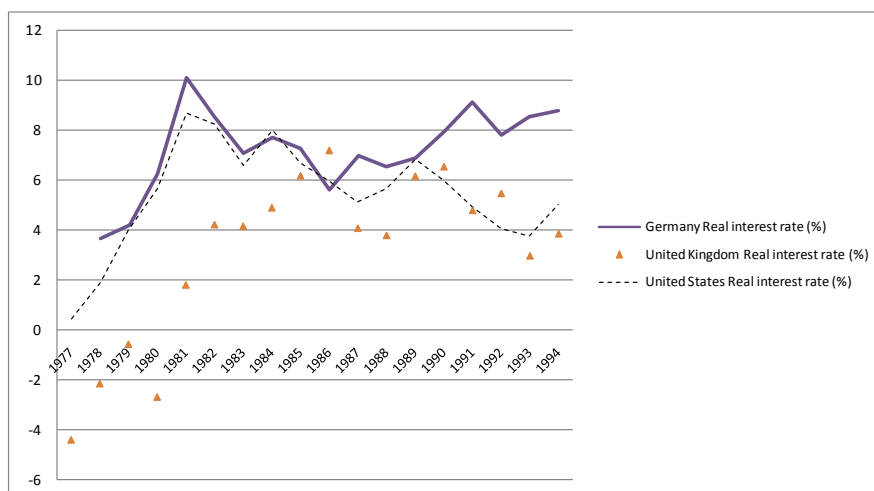
Gráfica 13. Tasa de inflación Estados Unidos y Reino Unido



Fuente: <http://www.imf.org/external/np/ds/matrix.htm> recuperado el 13 de abril de 2013.

²⁵ Esta medida provocó tres efectos de gran impacto: I. La apreciación del dólar americano cercana a un 40%, que generó una enorme demanda de bonos estadounidenses y la consecuente disminución en la demanda de los bonos de los demás países del orbe. II. El encarecimiento del crédito a nivel global, III. La aceleración del endeudamiento y una enorme presión sobre la balanza de pagos de los países deudores.

Gráfica 14. Tasa real de interés Estados Unidos, Reino Unido y Alemania 1977-1994



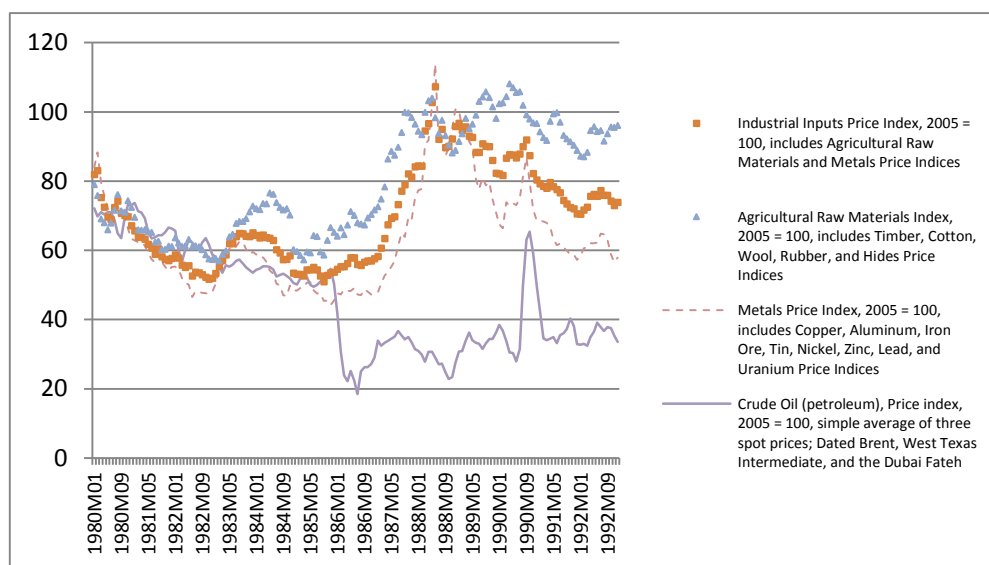
Fuente: http://databank.worldbank.org/ddp/editReport?REQUEST_SOURCE=search&CNO=2&topic=3 recuperado el 13 de abril de 2013.

Ante esta realidad, las economías altamente endeudadas se vieron en la necesidad de refinanciar sus compromisos a través de nuevos créditos, que serían otorgados por la banca privada internacional en condiciones sustancialmente distintas a las anteriores; es decir, con plazos cada vez más cortos y a tasas y con garantías más elevadas.

En los inicios de la década, la disminución abrupta en los precios internacionales del petróleo y de las materias primas (gráfica 15) condujeron a América Latina hacia una profunda crisis; quedando atrapada entre una deuda ascendente derivada de los altos réditos internacionales y una colosal brecha de divisas provocada por la caída en sus ingresos (ver gráfica 16); este trágico escenario se vio complementado por una espiral inflacionaria (ver gráfica 17) resultante de la necesidad de financiamiento de los Estados en crisis. Estas condiciones llevarían a América Latina hacia una primera espiral de pobreza y recesión.

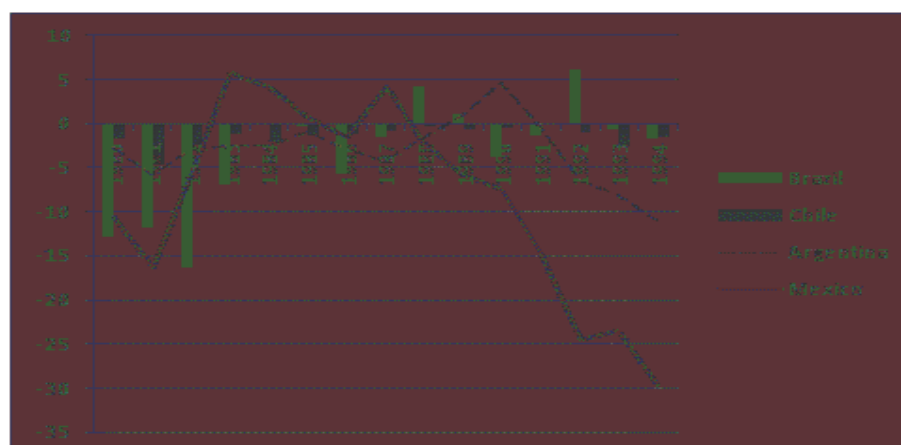
Para 1988, la deuda externa de Argentina, Brasil y México representaron alrededor del 48%, 33% y 70% de sus respectivos PIB (ver gráfica 18) y el servicio de su deuda se ubicó entre el 30% y el 100% del peso de sus exportaciones.

Gráfica 15. Precios internacionales de las materias primas



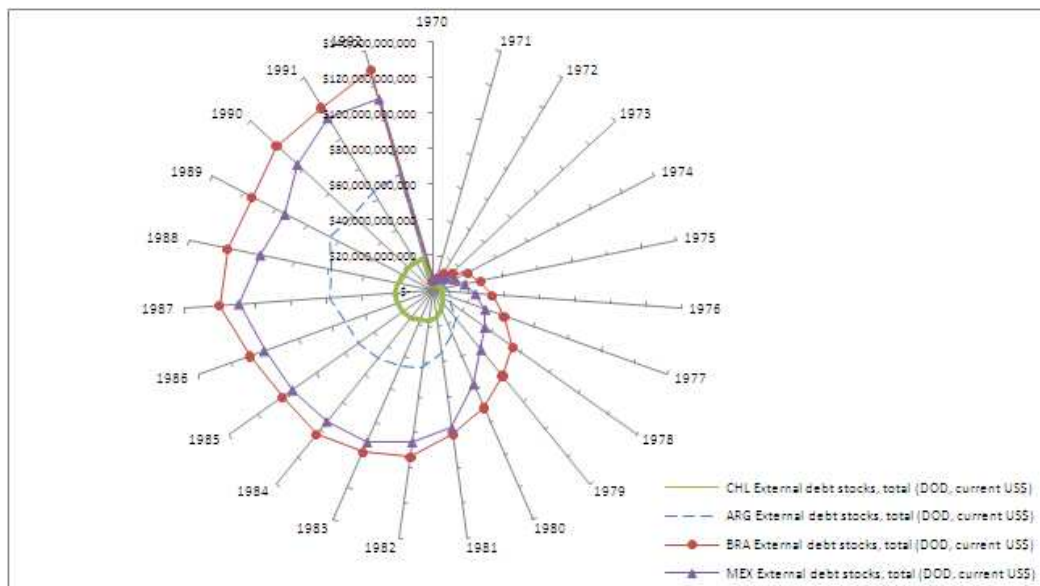
Fuente: <http://www.imf.org/external/np/ds/matrix.htm>, recuperado el 22 de abril de 2013.

Gráfica 16. Déficit en balanza de pagos de Latinoamérica (% del PIB)



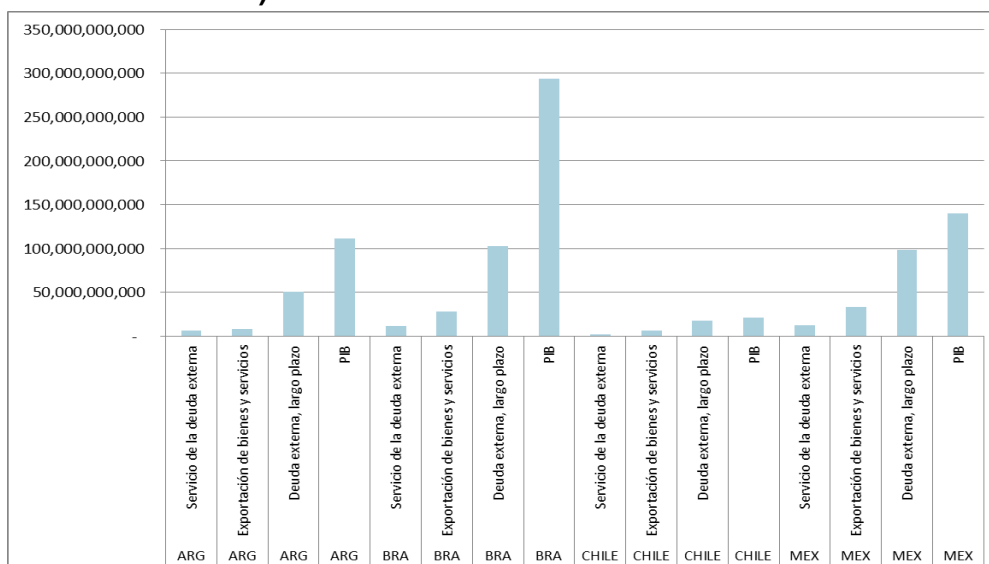
Fuente: <http://www.imf.org/external/np/ds/matrix.htm>, recuperado el 22 de abril de 2013.

Gráfica 17. Evolución de la deuda Latinoamericana 1970-1992



Fuente: http://databank.worldbank.org/ddp/editReport?REQUEST_SOURCE=search&CNO=2&topic=3 recuperado el 13 de abril de 2013.

Gráfica 18. Perfil de riesgo de la deuda Latinoamericana Deuda-PIB-Exportaciones en 1987, Argentina. Brasil, Chile y México (Cifras en dólares corrientes)



Fuente: http://databank.worldbank.org/ddp/editReport?REQUEST_SOURCE=search&CNO=2&topic=3 recuperado el 13 de abril de 2013.

El estallido de las crisis de la deuda de los países en desarrollo mostró patrones de comportamiento muy similares; iniciaron con el colapso de las paridades fijas después de repetidas embestidas especulativas en contra de las reservas de sus bancos centrales, quienes mantuvieron la posición de sostener la moneda local en un clásico comportamiento de crisis de primera generación *T de Krugman*.²⁶ (Mendoza & Olivares, 1998, pág. 4) Estos procesos devaluatorios se vieron acompañados por cuadros hiperinflacionarios crónicos provocados por los déficits fiscales inducidos por los gobiernos acreedores para poder financiar el descenso en sus ingresos, generando una perniciosa espiral inflacionaria- devaluatoria. Las medidas instrumentadas para detener la convulsión trajeron como consecuencia una mayor recesión en la zona y la profundización del empobrecimiento de grandes sectores de su población. La problemática de la deuda desembocó en el *Plan Brady* instrumentado para el refinanciamiento de Latinoamérica así como en el *Consenso de Washington* (1989) en el que esta zona se sumará de lleno a la

²⁶ Derivado del modelo canónico en el que se da por sentado la paridad del poder de compra, el arbitraje no cubierto de intereses y se supone previsión perfecta. (Mendoza, 1998:4). El modelo se refiere a un tipo de cambio fijo, en la actualidad sería adaptable a tipos de cambio flexible defendidos por el banco central, en los que el banco central se compromete a comprar y vender dólares al precio e . Este modelo permite calcular el tiempo de agotamiento de las reservas del banco central en ausencia de especulación, durante un período de confianza. Posteriormente, se calcula el tiempo en que se agotan las reservas internacionales en presencia de especulación, cuando ese espera un colapso del tipo de cambio.

El margen de maniobra del banco central ante un tipo de cambio fijo es reducido ya que durante un déficit fiscal, el gobierno incurrirá a su vez en un déficit de balanza en donde $D=P(G-T)+iBGP$, donde P es el nivel de precios, G es el gasto del gobierno, T representa los impuestos, i el tipo de interés nominal, y BGP es la deuda del gobierno en manos del público.

Las reservas de dólares del banco central disminuyen cada período en una cuantía proporcional al déficit fiscal: $DF = -D/e$.

La crisis se explica por un deterioro secular en los "fundamentos" de la economía (monetización del déficit fiscal) que hace insostenible el esquema de TCN fijo, que suponen que el Gobierno no podrá fijar un precio usando un determinado stock para ese objetivo.

reestructura económica mundial por medio de la liberalización de la cuenta de capitales, la desregulación del tipo de cambio como y las tasas de interés, la privatización de empresas del gobierno y la disminución del gasto público (Casilda, 2004, págs. 20-23).

La política expansiva de Estados Unidos, tuvo como objetivo primordial sostener el gasto militar en el medio oriente, y hacer frente a las revoluciones comunistas, así como para emprender la carrera armamentista, estas iniciativas significarían conjuntamente la quiebra de la economía rusa cuya capacidad económica era sustancialmente inferior a la de los países capitalistas avanzados.

El segundo quinquenio de la década de los ochenta se caracterizó por el viraje de la estrategia de Estados Unidos hacia la actividad financiera y la liberalización de los mercados internacionales de capitales. El flujo internacional de mercancías mostraría resultados espectaculares, al reportarse un crecimiento del 150% de las exportaciones mundiales y un 100% en el IDE el cual se concentraría principalmente en Estados Unidos, China y Europa Occidental.

Los años ochenta finalizarían con el derrumbe del bloque socialista provocado por un largo periodo de estancamiento de la economía rusa (Gorbachev, 1987) así como con una aguda crisis bursátil hipotecaria en Japón, que como se explicará más adelante, sentará un importante precedente para comprender las crisis de las economías emergentes en los años noventa así como de la economía estadounidense y España, en la primera década del siglo XXI.

2.3.2 La crisis de los mercados emergentes

Al inicio de los años noventa, la globalización fue enarbolada prácticamente por todos los Estados del orbe como la estrategia central para el abatimiento de la pobreza y el impulso del desarrollo mundial, por medio de la eficiencia y la competitividad de los mercados. La caída del muro de Berlín en 1989 fue interpretada por muchos analistas como el triunfo de la razón histórica del liberalismo económico sobre el comunismo.

La década de los noventa representó la consolidación del sistema monetario internacional con el sistema financiero (Gilpin, 2000, pág. 145), durante este periodo se llevó a cabo una transformación profunda de la arquitectura financiera mundial a través de la liberalización de esta actividad²⁷ como de las balanzas de capitales que permitieron el flujo de grandes volúmenes de capital financiero. Los nuevos mecanismos bursátiles, bancarios y cambiarios absorberían los crecientes recursos derivados de los sistemas de seguros, reaseguros, mercados de derivados, mercados de divisas, pensiones, deuda y acciones, concentrados de forma simultánea en los *hedge funds*.

Con el objetivo de competir por estos flujos como por elevar los niveles de capitalización se inició una homologación de los sistemas bursátiles, cambiarios y bancarios en todo el mundo. La aplicación de criterios de

²⁷ Los trabajos de Robert A. Blecker, en el artículo: *International Capital Mobility, Macroeconomic Imbalances, and the Risk of a Global Contraction*, (Eatwel Et. al.;2002:127-173) evidencian el incumplimiento de los beneficios esperados de la movilidad internacional del capital financiero en la década de los años noventa, dado que se generó una mayor volatilidad de las tasas de interés derivada de la especulación como de las fluctuaciones de las tasas de riesgo; a ello se adicionó la manipulación sintética de los tipos de cambio por parte de los países asiáticos con el objetivo de inducir la depreciación de sus divisas y lograr la venta de sus productos a Estados Unidos cuyo pronunciado déficit comercial se convirtió en el motor de la economía mundial. Respecto de este último indicador Robert A. Blecker realiza una proyección alertando del estado de insolvencia en el mediano plazo (año 2001) de la economía norteamericana explicada por la acumulación de los pasivos derivados de su imbalace.

eficiencia financiera por parte de la banca de inversión influyó directamente sobre el sistema bursátil mundial, impulsando el crecimiento exponencial de los mercados de derivados como de los niveles de apalancamiento global. El descomunal incremento de los activos cotizados en las bolsas internacionales derivado de las expectativas de crecimientos ilimitados en las ganancias como por una prosperidad sostenida, generó un optimismo exacerbado, dando lugar a una “*exuberancia irracional*”, cuyo frenesí sería contagiado a la economía real.

Contrariamente a lo esperado, las tasas de interés como los tipos de cambio ampliaron su volatilidad (Eatwell, 2002, págs. 127-173). El modelo financiero global mantuvo una dependencia estructural con el dólar americano, por lo que el ordenamiento financiero y el crecimiento económico de los países emergentes permanecieron anclados a las expectativas de comportamiento de los flujos financieros como de la cotización de la divisa norteamericana. La economía mundial se volvió altamente dependiente de la deuda. A este respecto, se pueden identificar dos etapas de gestación común de crisis, tanto en las economías asiáticas, mexicana y latinoamericana:

Una primera fase, caracterizada por un período prolongado de sobrevaluación de las monedas locales respecto al dólar americano provocada por violentos ingresos de capitales especulativos que generaron la relocalización de las inversiones financieras mundiales en las ascendentes monedas nacionales (*flujo- sobrevaluación de la tasa de cambio local - inflación de activos financieros locales*), estas condiciones afectaron gravemente la competitividad de los sectores industriales y comerciales locales, causando también la dolarización y la vulnerabilidad de la estructura de deuda de la zona emergente, a ello se sumaron las

presiones en el incremento y colocación del crédito interno derivado de la disponibilidad de las ingentes reservas en dólares invertidas en cartera.

Una segunda fase o etapa de irrupción se caracterizó por el deterioro de las expectativas de desempeño económico y cambiario locales, que provocaron en una primera instancia, la disminución de las reservas internacionales como de los ratios de liquidez, condiciones que en un breve lapso propiciaron una crisis de solvencia y credibilidad, que provocaron el ajuste de la tasa de cambio local como mecanismo de corrección de los desequilibrios acumulados en balanza y como única alternativa para recuperar la competitividad y estimular el ingreso de dólares que permitiera afrontar los vencimientos de la estructura de deuda adquirida. Estos ajustes estuvieron siempre acompañados por severos programas de austeridad.

El rompimiento del primer eslabón de la cadena de crisis de los mercados emergentes, se gestaría en Latinoamérica; región que se había convertido de nueva cuenta en un destino atractivo para la inversión en cartera después del plan Brady; sin embargo, el crecimiento de la deuda externa como el incremento de los pagos por su servicio, profundizaron la dependencia de la zona de los flujos internacionales para sostener los niveles de liquidez exigidos por el mercado. Después de un período de violentos ingresos de flujos de capital financiero en las economías emergentes (Latinoamérica y Asia), México experimentaría la primera crisis de la historia global, siendo objeto del primer rescate internacional. La crisis mexicana provocaría una importante recomposición de los flujos de cartera mundiales tendientes a llevar a cabo su relocalización en cielo asiático.

2.3.2.1. La crisis asiática

Los orígenes del desarrollo global de la zona asiática muestran como común denominador el impulso de una política estatocéntrica dirigida a subsidiar el surgimiento industrial de la zona (Wallerstein, 2005, pág. 70), esta política tuvo un profundo éxito a partir de la década de los sesenta hasta principios de los años ochenta. Sin embargo, a partir de la segunda mitad de los años ochenta la economía japonesa inició un prolongado proceso de recesión que se reflejó en una enorme acumulación de precios en su mercado bursátil (Kindleberger, 2005, págs. 142-144)²⁸ este incremento se originó en el aumento de las utilidades de las empresas localizada en el Sureste Asiático que ofrecía menores costos laborales acompañados de infravaloradas tasas de cambio que permitían compensar el encarecimiento del yen japonés respecto del dólar americano y triangular las exportaciones niponas hacia Estados Unidos.

Otro factor que incidió en la sobrevaloración de los activos financieros en la bolsa de Japón fue la orientación alternativa de inversiones hacia el sector hipotecario interno, con el fin de estimular el consumo y la recuperación económica.

²⁸ Kindleberger identifica una relación directa entre la movilización de capitales con la inflación de precios en los activos financieros como en los activos reales; ejemplifica esta situación a través de dos hechos registrados durante la crisis Japonesa en la década de los noventa: un índice Nikei cuyo valor representó el doble del valor de la bolsa de Nueva York, siendo la economía japonesa una economía con dimensiones cercanas a tan sólo la mitad de la norteamericana; por otra parte, refiere que el terreno en el que estaba ubicado el palacio imperial tenía un valor equiparable al estado de Filadelfia.

A inicios de la década de los noventa, el crecimiento económico y aumento de las exportaciones de los países del sureste asiático, aunados a la adopción de una política cambiaria semifija, convirtieron a la región en un destino altamente atractivo para el capital financiero mundial, por lo que se registraron enormes transferencias de flujos de cartera que alcanzaron su nivel máximo para el año de 1997.

La política cambiaria de la región favoreció la inflación de precios de las bolsas de valores como de los tipos de cambio locales, quedando el sureste asiático (Indonesia, Malasia, Filipinas, Korea del Sur y Tailandia) atrapado en un *double mismatch* (Sheng, 2009, pág. 61) , entre un prolongado *carry trade* de arbitraje yen- moneda local- dólar (*currency mismatch*), y los vencimientos de las enormes deudas de corto plazo contraídas por su sistema bancario invertidas en proyectos de largo plazo (*maturity mismatch*) lo que configuró un cuadro critico que provocaría una crisis de grandes dimensiones.

Este comportamiento se puede constatar en la tabla 1; en la que se observa un patrón de riesgo común en las economías de Korea del Sur, indonesia, Malasia y Tailandia, durante el periodo de revaluación del yen japonés que coincide con un agudo incremento de su déficit comercial acompañado de un poderoso ingreso de inversiones de portafolio, una enorme inflación de precios en sus activos bursátiles y altos niveles de endeudamiento de corto plazo por la vía del déficit de cuenta corriente.

Tabla 1.- Indicadores financieros de países seleccionados de Asia
Fuentes: Banco Centrales, FMI, BM, (Sheng, 2009:126-278)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Yens por US\$	134.4	125.2	124.8	111.9	99.7	102.8	116	130	115.6	102.2	114.9

Korea del Sur	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
GDP US\$ billion	263.8	308.3	329.9	362.2	423.5	517.2	558	527.3	348.5	445.5	512
Cuenta Corriente % GDP	-2.0	-8.4	-4.1	0.8	-4.0	-8.7	-23.1	-8.3	40.4	24.5	12.3
Won / US\$	707.8	733.4	780.7	802.7	803.4	771.3	804.5	951.3	1,401.4	1188.8	1,131
I. Extranjera Directa(billonés US\$)	-0.3	-0.3	-0.4	-0.8	-1.7	-1.8	-2.3	-1.6	0.7	5.71	4.3
Flujos de portafolio (billones US\$)	.1	3.1	5.8	10	6.1	11.6	15.2	14.3	-1.9	8.7	12
Flujos netos de capital (Bill. US\$)	2.9	6.8	7.0	3.2	10.7	17.3	24	1.9	-3.4	2.4	12.7
Capitalización de bolsa %GDP	48.2	33.8	30.9	34.1	39.1	36.4	29	18	24.2	57.8	56.2
Capitalización bonos %GDP	44.3	43.2	47.8	51.1	50.6	49	50.2	42.6	66.8	75.7	73
Deuda externa total % GDP	18.8	19.1	19.3	19.9	21.2	23.2	28.2	33	47	34.3	28.9
% Deuda externa de corto plazo	59.4	57.3	56.6	54.6	42.9	45.8	48.2	36.6	24.2	28.2	33.6

Malasia	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
GDP US\$ billion	44	49.1	59.2	66.9	74.5	88.2	100.9	100.2	72.2	79.1	90.3
Cuenta Corriente % GDP	-2.1	-8.6	-3.7	-4.6	-7.6	-9.7	-4.4	-5.9	13.2	15.9	9.4
Ringgit / US\$	2.7	2.72	2.61	2.7	2.56	2.54	2.53	3.89	3.8	3.8	3.8
Flujos de portafolio (billones US\$)	.5	1.9	4.7	5.4	-3.2	1.0	4.1	-4.6	-5.3	-9.9	-9.2
Flujos netos de capital (bill. US\$)	1.8	5.6	8.7	10.8	9.2	7.6	9.5	2.2	-2.5	-6.6	-6.3
Capitalización de bolsa %GDP	100.7	109.2	129	234.5	282.4	238.5	263.4	201.7	133.4	154.2	146.4
Deuda externa total % GDP	38.6	38.1	36.2	38.3	38.6	37.6	38.4	43.8	62.0	53.9	46.9

% Deuda externa de corto plazo	4.2	6.9	13.9	16.7	14.4	16.9	25.9	25.4	15.2	10.9	9.9
--------------------------------	-----	-----	------	------	------	------	------	------	------	------	-----

China	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
GDP US\$ billion	387.8	406.1	483	613.2	559.2	728	856	952.6	1,019.5	1083.3	1,198.5
Cuenta Corriente % GDP	12	13.3	6.4	-11.9	7.7	1.6	7.2	37	31.5	15.7	20.5
Yuan / US\$	4.8	5.3	5.5	5.8	8.6	8.4	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
I. Extranjera							38.1	41.7	41.1	37	37.5
Directa (billones US\$)											
Flujos de portafolio (billones US\$)							1.7	6.9	-3.7	-11.2	-4
Flujos netos de capital (bill. US\$)							40	21	-6.3	5.2	2.0
Capitalización de bolsa .Billion							118.6	211.7	235.6	319.7	581
Deuda externa total % GDP	14.3	14.8	15	14	18	16.2	15	15.4	14.1	14	12.2
% Deuda externa de corto plazo	16.8	17.9	19	17.8	17.4	18.9	19.7	21.4	12	10	9

Indonesia	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
GDP US\$ billions	125.7	140.8	152.8	174.6	195.5	223.4	250.7	238.4	105.5	154.7	165.5
Cuenta Corriente % GDP	-3.2	-4.4	-3.1	-2.3	-3.0	-6.8	-7.3	-3.8	4	5.8	8.0
Rupia / US\$	1,901	1,992	2,062	2,110	2,200	2,308	2,383	4,650	8,025	7,085	9,595
I. Extranjera	1.1	1.5	1.8	2.0	1.5	3.7	5.6	4.7	-0.2	-1.9	-4.6
Directa (billones US\$)											
Flujos de portafolio (billones US\$)	-.1	0	1.1	1.8	3.9	4.1	5	-2.6	-1.9	-1.8	-1.9
Flujos netos de capital (bill. US\$)	4.5	5.7	6.1	5.8	3.6	10.1	10.8	-0.5	-9.6	-5.9	-7.9
Capitalización de bolsa %GDP	4.5	5.8	6.8	14.2	22.7	28.2	34.8	28.1	26.8	30.7	27.9
Deuda externa total % GDP	55.6	56.5	57.6	51.1	55.2	55.7	51.4	57.2	143.5	97.8	87.1
% Deuda externa de corto plazo	15.9	18	20.5	20.2	18	20.9	25	24.1	13.3	13.2	15.7

Tailandia	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
GDP US\$ billions	85.6	96.2	109.4	121.8	144.3	168	181.9	150.9	111.9	122.6	122.7
Cuenta Corriente % GDP	-7.1	-7.2	-6.0	-6.1	-7.8	-13.2	-14.4	-3.1	14.3	12.5	9.3
Baht / US\$	25.3	25.3	25.5	25.5	25.1	25.2	25.6	47.2	36.7	37.5	43.3

I. Extranjera	2.4	1.4	1.5	1.6	.9	1.2	1.4	3.3	7.4	5.7	3.4
Directa(billonés US\$)											
Flujos de portafolio (billones US\$)	0.5	0.0	0.5	5.5	2.2	4.2	3.7	4.6	0.3	-0.1	0.7
Flujos netos de capital (bill. US\$)	9.7	11.3	9.7	10.5	12.2	21.9	19.5	-4.3	-9.7	-7.9	-10.3
Capitalización de bolsa %GDP	20.8	37.5	57.3	127.5	125.6	135.8	95.9	22.8	34.1	57.2	29.2
Deuda externa total % GDP	34.2	39.4	39.9	42.8	45	60	59.8	72.4	93.9	77.5	65
% Deuda externa de corto plazo	35.5	40.6	43.4	43.4	45	52	43.9	35	27.1	20.6	18.4

En el verano de 1997, las devaluaciones del baht tailandés como del peso filipino fueron el preámbulo de una cadena de graves consecuencia en los sistemas bursátiles y bancarios de Asia; a pesar de las constantes intervenciones de los bancos centrales de Singapur y Japón, los cuantiosos recursos utilizados en los ataques especulativos contra las monedas de la región se impusieron sobre los apoyos instrumentados, entre ellos el fondo de inversión *Quantum* liderado por el especulador George Soros.

Finalmente, las monedas locales se derrumbaron, acumulando una depreciación del 34% en el caso del wong coreano, un 78% de la rupia indonesia y de un 40% del ringgit malayo. Para 1998, el desplome de las economías asiáticas fue evidente, acumulando una contracción del 5.5% en Korea, 9% en Tailandia y un 7% en Malasia. El sistema bancario se colapsó hundiéndose a la zona en una grave crisis de solvencia y en una profunda recesión que contrastó con tres décadas posteriores con tasas de crecimiento muy superiores al promedio mundial.

Hong Kong fue la excepción, demostrando capacidades suficientes para contener la embestida especulativa en contra de su moneda en un

comportamiento típico del momento *T de Krugman de segunda generación* ²⁹ en el que su banco central mantuvo la estabilidad cambiaria y monetaria dada la gran robustez de sus exportaciones, las altas reservas internacionales y los bajos niveles de deuda externa; que representaron fortalezas suficientes para subsanar el gran incremento de sus activos en bolsa y sus enormes inversiones inmobiliarias. Este comportamiento infringió importantes pérdidas a los fondos de inversión que apostaban la depreciación de la moneda local. Junto con Indonesia, Hong Kong sería ejemplo de la aplicación de las medidas más exitosas en la zona en crisis, medidas que por cierto, fueron opuestas a las recomendadas por el FMI (Krugman, 1996, págs. 345-407).

La causa de esta gran crisis se puede ubicar en la absorción de los flujos de cartera en actividades de consumo y especulación como en mega proyectos inmobiliarios, derivados de la incapacidad de la zona para canalizar los capitales externos hacia la inversión productiva. Sin embargo, existen dos factores que permanecen en la sombra cuya acción fue decisiva para su estallido: la pérdida de competitividad de la zona ante la incursión de China en la cadena de suministro mundial acompañada por la sobrevaluación de las monedas locales, y en segundo lugar, la devaluación

²⁹ (Krugman, P. , (1996): volume 11, pág. 345 -407) *Modelo de segunda generación: considera que la relación mecánica planteada por los modelos de primera generación es improbable; considera que el gobierno tendrá a la mano una cláusula de escape en la que puede tomar la decisión de devaluar antes de tiempo al así considerarlo. Esta decisión estará fundamentada en un cálculo del costo asociado de mantener una paridad fija o abandonarla. Estos modelos están basados en la Teoría de Juegos.*

$$H = [a(e^* - e) + b\varepsilon]^2 + R(\Delta e).$$

H = Función de pérdida a minimizar por parte del gobierno $(e^ - e)$ = Costo asociado de mantener el tipo de cambio fijo.*

$b\varepsilon$ = Costo asociado a tener fijo el tipo de cambio cuando el mercado espera una devaluación $\varepsilon = e - E - e$.

$R(\Delta e)$ = Costo reputación por abandonar la paridad. Valores: 0 si no devalúa y C si devalúa.

del yen ante el dólar americano que provocó la repatriación competitiva de las inversiones niponas y el *reversal* del prolongado *currency trade* (deuda corporativa) yen- moneda local, yen- dólar americano que impidió la renovación de deudas de la zona.

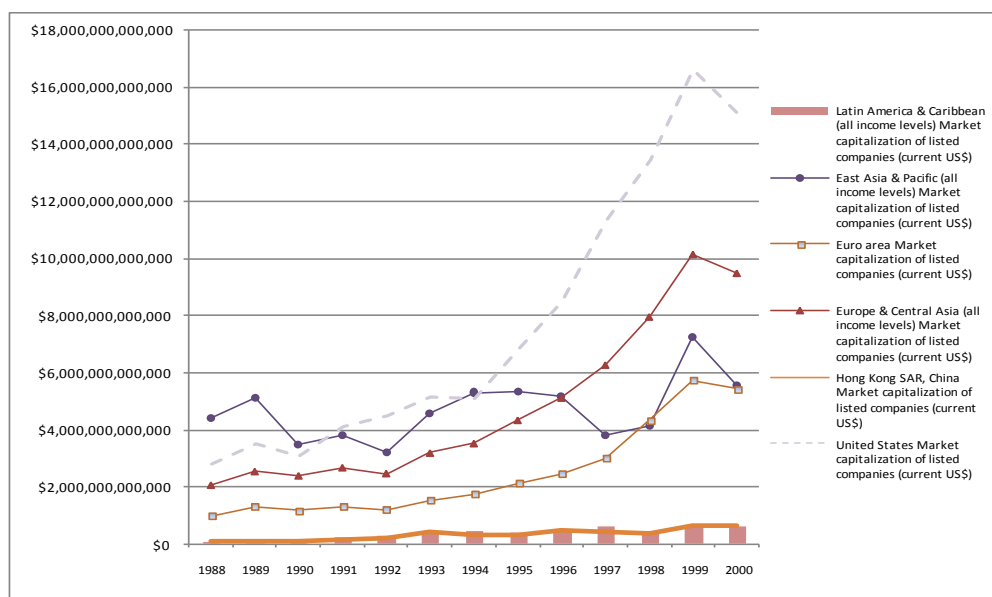
La estabilización de la zona estuvo a cargo del FMI quien instrumentó la aplicación de medidas de corte clásico que incluyeron el equilibrio de las balanzas de pago, el reforzamiento de las reservas internacionales y fuertes restricciones al gasto público. Sin embargo, la larga cadena de crisis de la década de la globalización terminaría con uno de los capítulos más dramáticos: la *Crisis Rusa*. En 1999 Boris Yeltsin capituló después de un prolongado estado de caos político y económico, una caída del 50% del PIB así como de repetidas devaluaciones y embestidas en contra del rublo, dirigidas por los propios bancos rusos, quienes haciendo uso de los recursos de estabilización otorgados por el FMI especularon contra la moneda local. Estas circunstancias ofrecieron condiciones para el retorno de los nacionalistas al poder después de un pronunciado proceso de declive económico y social (del Cid, 2009, pág. 29).

La década de los noventa significó un periodo de transformación del sistema de propiedad a nivel global, impulsando un gran crecimiento en el valor de las bolsas de valores (gráfica 19) cuyo nivel de capitalización en casos como Argentina, Malasia y Singapur llegaron a representar entre el 100% al 200% de su PIB; significó también un periodo de un enorme incremento en el flujo financiero mundial que se tradujo en la conformación de grandes masas de capital con una enorme fuerza relativa respecto de a los ahora frágiles bancos centrales. Se observó también una fuerte profundización del comercio mundial que mostró un crecimiento superior

al 200% (gráfica 20) acompañado con una aceleración de la movilidad de los flujos de capital de portafolio (gráfica 21).

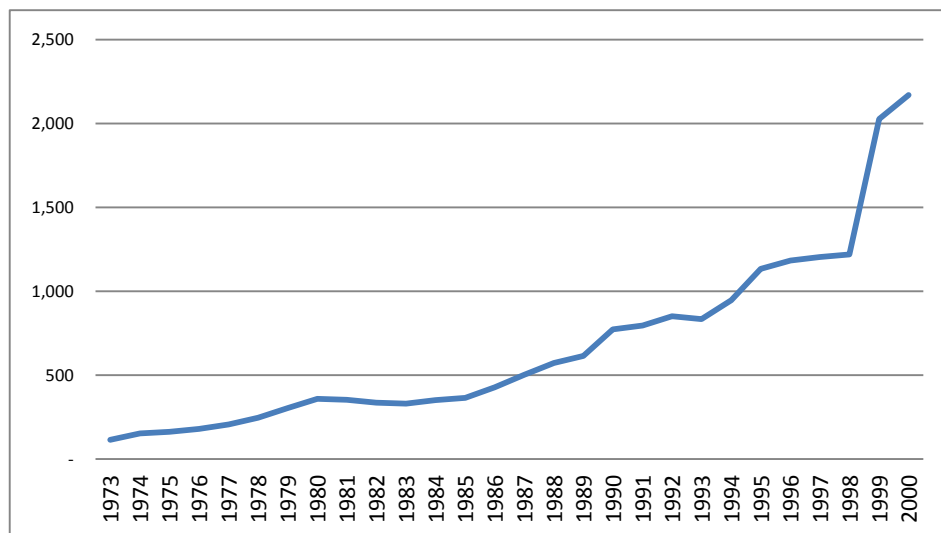
Esta etapa de liberalización financiera dejó como balance, una larga cadena de sucesos continuados de crisis en un periodo de tan solo cinco años: *la crisis mexicana, asiática, brasileña y rusa*. La fuerte crisis Argentina en 2002 sería el epitafio de las consecutivas quiebras de los mercados emergentes y el fin del uso de la tasa de cambio como ancla de la economía.

Gráfica 19. Valor de las bolsas en la zona emergente, Estados Unidos y Europa



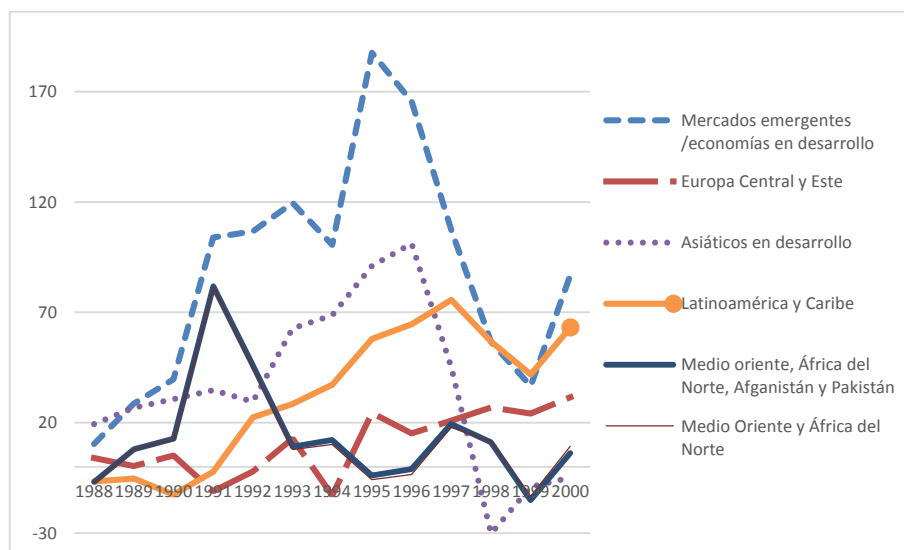
Fuente: http://databank.worldbank.org/ddp/editReport?REQUEST_SOURCE=search&CNO=2&topic=3 recuperado el 13 de abril de 2013.

Gráfica 20. Exportaciones mundiales de 1973 a 2000 en billones de dólares.



Fuente: OECD. <http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=21763#> recuperado el 12 de mayo de 2014.

Gráfica 21. Afluencia de flujos financieros por zona 1988-2000 (billones de dólares)



Fuente: <http://www.imf.org/external/np/ds/matrix.htm>, recuperado el 14 de octubre de 2013

La década de la globalización financiera dejaría como herencia un viraje hacia la disciplina fiscal y monetaria por parte de las economías emergentes, así como hacia una política de acumulación de reservas internacionales con el fin de acotar los riesgos derivados de posibles ataques especulativos (Stiglitz, 2010, pág. 51). Estas medidas junto con el derribamiento de los *muros de contención* entre mercados financieros sembrarían la semilla de una nueva generación de crisis originadas en la superabundancia del ahorro, la inflación de la deuda y del crédito mundial, cuyo nuevo epicentro se localizaría ahora en el seno de las economías avanzadas. Se inauguraba entonces una nueva etapa de alto riesgo sistémico derivado de la incursión irrestricta de la banca de inversión como de las prácticas de registro de operaciones fuera de libros (Sheng, 2009, pág. 325).

2.3.3 La crisis de la financiarización y la Segunda Gran Contracción: Estados Unidos y Europa 2000-2014

2.3.3.1 Condiciones generales del sector financiero

Desde una óptica sistémica, podría decirse que durante la primera década de este siglo, se presumió que el *subistema financiero* fungiría como catalizador de las tensiones derivadas de los intereses excluyentes de los diversos agentes económicos, como lo son, por citar algunos, los bancos centrales, el sector externo, acreedores, inversionistas y banqueros. Se interpretó por tanto que el sistema actuaría benevolentemente, democratizando y transfiriendo eficientemente las inversiones globales, reduciendo simultáneamente el riesgo y maximizando los beneficios económicos del *supra sistema económico* por medio de la interacción de los mecanismos de racionalización y autorregulación propios del sistema de mercado. (Rajan, 2010, págs. 23-25).

Sin embargo, la evidencia demuestra que el sector financiero global actuó de forma contraria, incrementando exponencialmente los riesgos propios y del sistema económico en su conjunto; supeditando sus decisiones a la rentabilidad inmediata de sus inversiones e incorporando la especulación como norma de operación, con una firme convicción de la intervención del Estado ante la aparición de dificultades.

Por lo tanto, el sistema financiero mundial incrementó las dimensiones de sus operaciones con el objetivo de maximizar sus ingresos a través de la expansión del crédito de corto plazo, acompañado del diseño y uso intensivo de activos financieros que incluían derivados y sintéticos, cuyas características actuariales ofrecían a los inversionistas una

sobreponderación de atributos. Esta síntesis ofrecía simultáneamente *ganancias por encima de la tasa natural de la economía, un riesgo nulo y una alta liquidez*, por medio de la *securitización* o transferibilidad del riesgo. La emisión de estos activos financieros alcanzó dimensiones que resultaron inhibitorias para el sector real, provocando el desvío de la inversión hacia el sector financiero. A este crecimiento autónomo del sector financiero se sumaron las prácticas de opacidad en la contabilización de sus operaciones por medio de la creación de vehículos de diversa índole, que dificultaban la ponderación del riesgo sistémico.

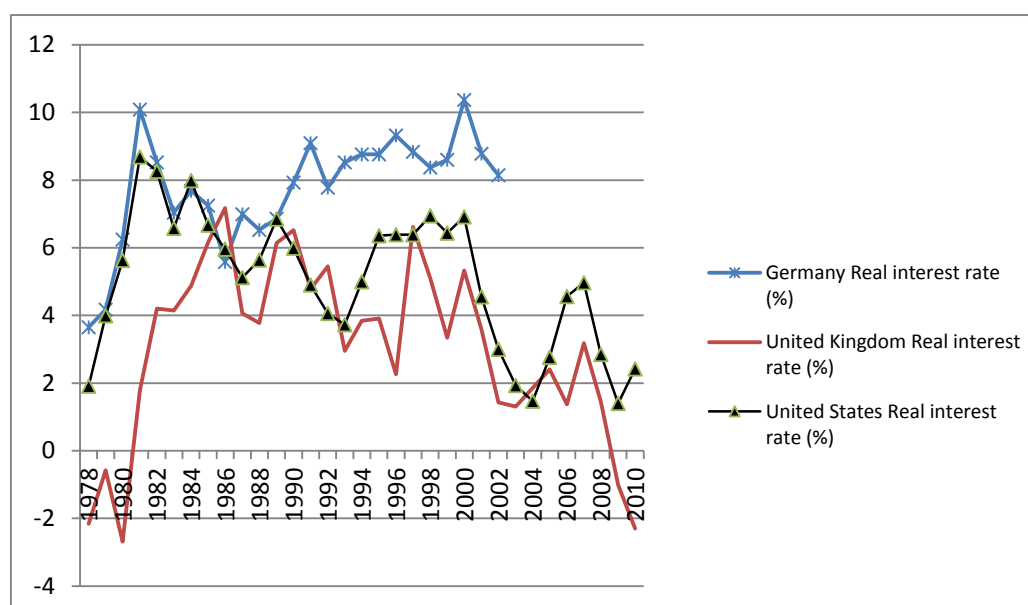
La experiencia permitió constatar que el uso intensivo de estas prácticas contribuyó a la amplificación en el volumen de activos financieros y a los bruscos movimientos en su precios, propiciando la conversión de problemas de liquidez en un agudo problema de insolvencia (Reinhart & Rogoff, 2009, pág. 59).

Para 2007, la prolongada disminución de las tasas internacionales de interés aparejada al enorme crecimiento en precios y al volumen de los activos financieros colocados en los mercados internacionales, generaron una enorme presión sobre la liquidez mundial (gráficas 22 y 23),. La defectuosa calidad de las operaciones realizadas en el enorme sistema financiero alterno (*Shadow Banking System*) impulsó el contagio generalizado de activos tóxicos en los mercados financieros internacionales.

A lo anteriormente descrito, se sumó el incremento en los volúmenes de crédito otorgados por una banca europea oligopólica amparados por un desorganizado sistema de seguros de impago como forma de control del riesgo sistémico, que propició un alto endeudamiento del sector privado.

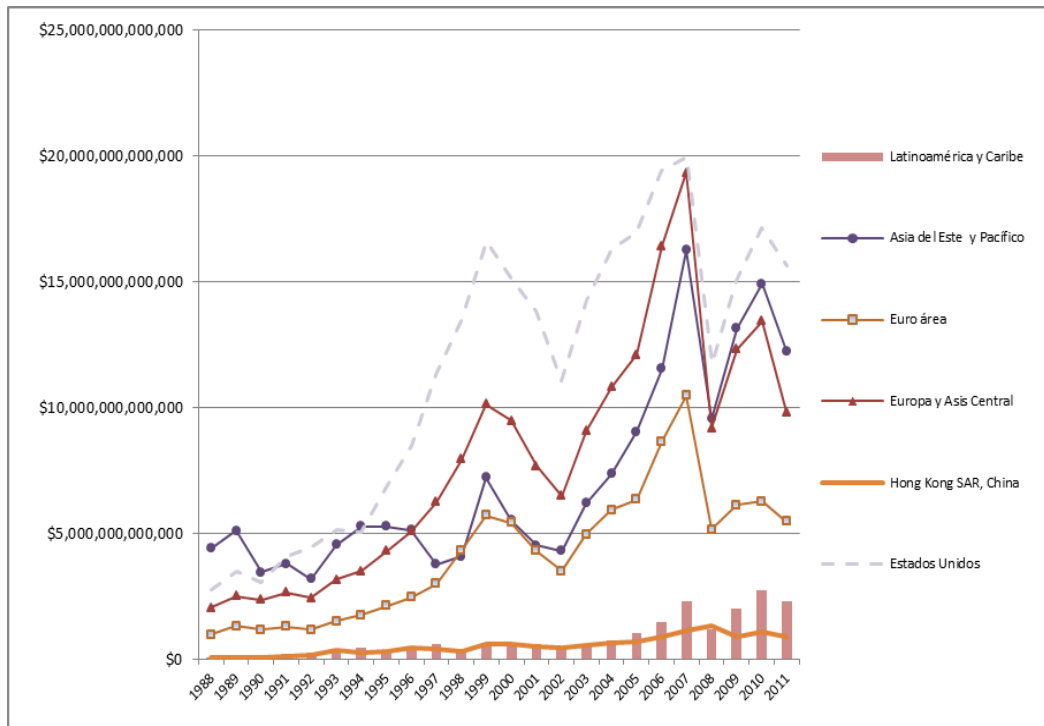
La disminución de las tasas de interés y la oferta mundial de fondos prestables, lejos de incentivar al sector real, permitieron al mercado financiero mantener una prolongada jaja especulativa e impulsar la inflación de los activos bursátiles globales. En las tablas 2 a la 3 y en el esquema 1, se puede apreciar el crecimiento del crédito en relación a la producción mundial, así como la reducción de la liquidez del sistema global en 2008.

Gráfica 22. Tasa de interés real, Alemania, Reino Unido y Estados Unidos 1978-2010



Fuente: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0804c.pdf recuperado el 11 de noviembre de 2012.

Gráfica 23. Capitalización de las bolsas mundiales en dólares corrientes 1988-2011



Fuente: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0804c.pdf Recuperado el 11 de noviembre de 2012.

Tabla 2. Dimensiones de los activos financieros globales en 2008

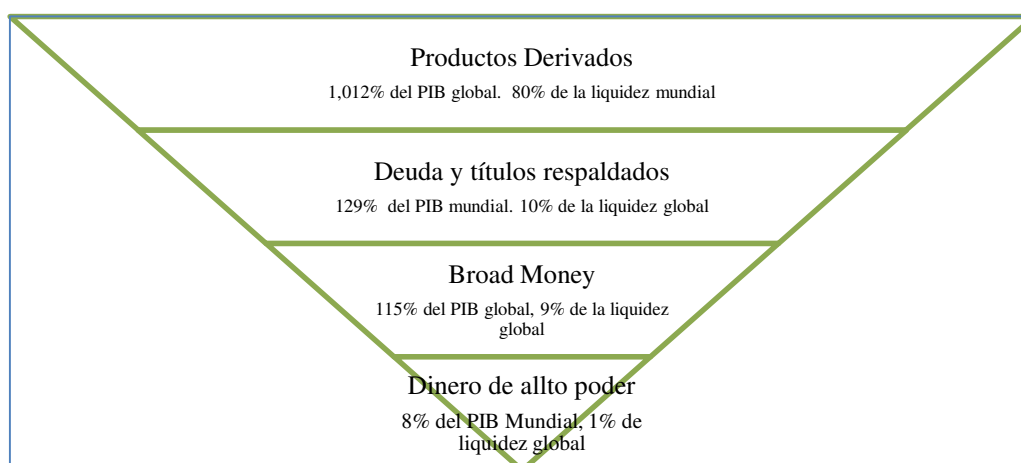
Región	PIB	Reservas totales (Excluyen do oro)	Capitalizaci ón Stock Market	Mercado de deuda	Activos bancarios	Total activos financieros	% GDP	Peso
Mundo	54.5	6.4	65.1	79.8	84.8	229.7	421.1	100
U. Europea	15.7	0.3	14.7	28.2	43.2	86.1	548.8	37.5
EUA	13.8	0.1	19.9	29.9	11.2	61	441.8	26.6
Japón	4.4	1.0	4.7	9.2	7.8	21.7	495.7	9.5
Asia/ Medio este	9.0	3.3	15.1	4.6	10.6	30.3	336.7	13.2
Resto del mundo	11.6	1.7	10.7	7.9	12	30.6	263.8	13.3
Asia incluyendo Japón	13.4	4	19.8	13.8	18.4	52	388	22.6

Fuente: (Sheng, 2009:332), FMI 2009.

Tabla 3. Comportamiento de la deuda bruta total de Estados Unidos 1952-2008 (%PIB)

	1952	1980	2008
Sector no financiero	124	136	234
Hogares	25	48	96
Negocios	30	51	78
Gobierno	68	37	60
Sector financiero	3	20	119
Total	126	155	353

Esquema 1. Apalancamiento y liquidez global para 2008.



Fuente: (Sheng, 2009: 333).

2.3.3.2. Fases de la crisis estadounidense

De acuerdo con *Dumenil y Levy*, la crisis de 2007 es la cuarta fase de una prolongada burbuja financiera que ocultaba los efectos de la declinación de la inversión en Estados Unidos.

- La *primera fase*, fue impulsada por el auge de la Tecnología de la Información, que se inició en 1995 y finalizó de manera súbita en 2001.
- La *segunda fase* fue soportada por el incremento en gasto del gobierno y por el inicio del boom hipotecario, que mantuvieron el crecimiento de la economía norteamericana hasta 2005.
- La *tercera fase* fue sostenida por la inflación de los precios en los activos hipotecarios entre 2005 y 2006.
- La *cuarta y última fase* tomaría lugar a finales de año de 2007 al iniciarse los defaults financieros generalizados (Duménil & Lévy, 2011, pág. 173).

2.3.3.3 La Crisis .com

La crisis *.com* o *high-tech* reflejó el agotamiento de las expectativas de *la nueva economía* como motor del crecimiento mundial, los orígenes de esta burbuja se pueden identificar en las enormes compras de activos denominados en dólares efectuadas por las economías asiáticas a partir de 1996, como alternativa de absorción de su superabundancia de ahorros, permitiendo al sistema financiero estadounidense contar con ingentes recursos y triangularlos hacia el financiamiento de su déficit comercial.

El indicador NASDAQ había reportado un incremento del 250% entre 1998 y el año 2000, llegando a un múltiplo precio/ganancia de 400:1; siendo que este sector aportaba tan sólo el 8% del PIB, absorbió la cuarta parte de la inversión en equipo de toda la economía provocando un enorme extravío de recursos y generando un exceso de capacidad de esta industria. Esta inflación en los precios de las acciones de alta tecnología suministró un ingente y accesible financiamiento para el sector por dos vías: la emisión de nuevas acciones a altos precios; y el incremento de su deuda apoyada en la garantía nominal del valor de sus acciones.

Hacia el fin de la *burbuja .com*, el cuadro financiero de la economía estadounidense era crítico, la apreciación del precio del dólar había incentivado el crecimiento del déficit comercial en un 350%, con un alto componente de importación de bienes y servicios relacionados con la tecnología. La confirmación de las magras ganancias obtenidas que no superaban el 3%, propició el desplome de los índices S&P y el NASDAQ. Para entonces, prácticamente todos los sectores de la economía habían incurrido en una amplificación considerable de sus deudas, cuyo servicio se había incrementado del 19% al 40.5% de sus beneficios.

A partir de la caída de los precios de las bolsas tecnológicas, los esfuerzos de los bancos centrales se concentraron en sostener a los mercados financieros ante el impacto de la *crisis .com* a través de una política expansiva que tenía como objetivo reducir el costo financiero del creciente déficit comercial norteamericano a la par de evitar una recesión derivada del endeudamiento de la economía y de la caída del consumo. Las empresas de tecnología cotizadas en bolsa reaccionaron reduciendo la inversión y realizando el despido de trabajadores con el objetivo de sostener su tasa de ganancia. Las 4,200 empresas tecnológicas que

integraban el NASDAQ tuvieron pérdidas equivalentes a las ganancias de todo el quinquenio 1995-2000, enfrentándose a condiciones de gran dificultad debido al exceso sus capacidades de oferta acompañada de la carga del servicio de sus deudas.

2.3.3.4. La Crisis *Subprime*

No obstante las bajas tasas ofrecidas por la FED a desde el año de 2001, el flujo de divisas hacia Estados Unidos se incrementó motivado por la percepción internacional de confiabilidad del sistema financiero norteamericano y por el exceso de liquidez que mostraba el sistema financiero derivado de los flujos de capital originarios de las economías superavitarias del orbe como por las altas reservas internacionales mantenidas por las economías emergentes de Asia y Latinoamérica. Estas condiciones coadyuvaron a duplicar las dimensiones del sistema financiero estadounidense del 4% al 8% del PIB en sólo seis años (Reinhart & Rogoff, 2009, pág. 210), en contraste con esta abundancia, la tasa de inversión de los países asiáticos como de las economías avanzadas mantuvo el desempeño más bajo desde 1945, (Brenner, 2013, pág. 79).

Las expectativas recesivas de la economía estadounidense, provocaron que para 2002 la FED redujera las tasas de interés a niveles históricos equiparables a las registradas el año de 1958, entre tanto la Guerra de Iraq impulsaba el gasto militar. Durante el periodo 2001- 2003 se registró una pronunciada caída de las tasas de corto plazo, oportunidad que los agentes financieros aprovecharon para obtener elevadas utilidades vía arbitraje de plazos en el mercado de bonos en detrimento del financiamiento de la economía real; en contraste, la inversión en

instalaciones y equipo mantuvieron una tendencia decreciente hasta alcanzar un 16%.

Las distorsiones en los plazos y en las tasas de interés generaron una fuerte especulación sobre los bonos de deuda para la obtención de ganancias, especialmente sobre los *treasury bills*, lo que provocó que en el mediano plazo se esfumaran los rendimientos en el mercado de bonos. Se llegó entonces a un punto crítico en el que las facilidades para la obtención de deuda para la especulación se ampliaron, sin embargo las posibilidades de ganancia se cancelaron. Como resultado de este proceso, las empresas pudieron saldar sus deudas en detrimento de la demanda del mercado del crédito.

El reflujo financiero derivado de la *superabundancia del ahorro mundial*³⁰ soportó una nueva disminución en las tasas de interés y la sobrevaloración del dólar, que alentó una nueva expansión de la oferta de crédito, el crecimiento de los precios de los activos cotizados en bolsa, la infravaloración artificial de las divisas asiáticas y la disminución de la tasa de ahorro en Estados Unidos a niveles negativos; estas condiciones darían lugar finalmente a la burbuja *subprime*. Por su parte, el *Banco Central Europeo*, con el objetivo de evitar una mayor apreciación del euro, se unió a la estrategia de disminución de tasas de interés.

³⁰ Brenner Op. Cit. identifica un falso “enigma” expresado por Greenspan y Bernanke al referirse a esta *superabundancia*, planteándola como consecuencia de las condiciones de dependencia de la economía asiática respecto de las exportaciones y el descenso de la tasa de inversión.

“En este contexto, la economía norteamericana gozó de importaciones baratas, mayor facilidad de endeudamiento, menor inflación y sobreconsumo subvencionado; de esta manera, Asia se beneficiaba a través de sus exportaciones a un tipo de cambio reducido, con un crédito abaratado artificialmente, resultado de una mayor oferta monetaria que financiaba la compra de activos en dólares, permitiendo el exceso de inversión que propició el incremento del precio de los activos” (Brenner, 2013, pág. 47).

Esta nueva burbuja alimentaría la movilización de una gran masa de crédito dirigida a facilitar la adquisición de viviendas a precios inflados, con perspectivas de ganancia patrimonial orientada al mercado de asalariados como al público en general. Estas condiciones facilitaron un mayor endeudamiento de las familias a través de mecanismos de hipotecas y rehipotecas ³¹, las instituciones financieras se sintieron tentadas a tomar cada vez más deuda para adquirir acciones de las bolsas mundiales como forma de acumulación basada en la especulación; impulsando una espiral de realimentación de precios.

La estabilidad del sistema financiero descansó en una nueva red de seguridad denominada *transferencia del riesgo* que permitiría garantizar una mayor certidumbre y resistencia del sector a través de instrumentos de cobertura como son los instrumentos derivados y una nueva generación

³¹ La innovación crediticia referida de la vivienda incluyó mecanismos de tasas ajustables, créditos con amortización negativa como los créditos híbridos, por otra parte, incluyó también las rehipotecas como mecanismo para acceder a condiciones de pago con menores anualidades, consolidar deudas y dar acceso a un mayor financiamiento a través de hipotecar nuevamente el activo inmobiliario con base a su nuevo valor nominal.

de activos resultado de la innovación financiera que esparcieron el contagio a todos los mercados financieros del mundo.

Los *activos sintéticos* fueron objeto de una enorme demanda por parte de un mercado global ávido de convertir sus activos líquidos en atractivas inversiones, permitiendo su propagación. Dados los bajos rendimientos ofrecidos por el mercado, los *hedgde funds* y los fondos de pensiones incorporaron ampliamente su participación en la adquisición de estos activos dentro de sus portafolios de inversión.

En el ámbito individual y familiar, el incremento en el *precio de los activos sintéticos* aunado a la burbuja hipotecaria (colateral) *fungieron como garantía para la adquisición de nuevas deudas* dadas las prácticas bancarias intensificadas a partir de los acuerdos de Basilea I y II en un agresivo incremento de la riqueza nominal.

Durante el período 2000 a 2005 se calcula que la tercera parte del aumento total del PIB como de la generación de empleo en Estados Unidos se derivaron de la burbuja hipotecaria, es decir el 0.7% del 2.3% del crecimiento promedio del quinquenio (Brenner, 2013, pág. 117).

Para el año 2005, el impulso dado a la economía por la burbuja *suprime* estaba agotado, por lo que los mercados financieros mostraban enormes riesgos. Para sostener el período de ganancia, la banca tomó dos caminos: la adquisición de activos cada vez más riesgosos y el incremento de su apalancamiento. Para tal fin, crearon nuevas *Sociedades Vehiculares* conocidas como el *Shadow Banking System*, a través las cuales se pudieron operar grandes cantidades de *MBS/CDO (mortgage-backed securities/collateralized debt obligation)* , cada vez menos líquidos, que

permitieron expandir su financiamiento por medio de deudas de corto plazo en el mercado *ABCP* (*asset backed comercial paper*) .

Para 2007, las condiciones estaban dadas para el estallido de la gran crisis hipotecaria de Estados Unidos, que marcaría el inicio de un evento que sería comparado con la Crisis de 1929 en tanto a su profundidad e impacto en el crecimiento económico mundial. La *crisis subprime* siguió fielmente el curso que prevé el modelo de auge y crisis ³² (Soros, 2008, pág. 125) cuya génesis se ubica en el relajamiento de las normas mínimas de otorgamiento de estos préstamos hipotecarios, como en la decisión de la banca de realizar su *securitización* a través de la conformación de activos compuestos por deudas de distinta calidad crediticia que fueron esparcidos en todas las carteras de inversión del orbe. El cuadro sintomático general de la crisis de 2007 fue muy semejante al de las crisis anteriores de la era global: crecimiento de precios y volumen en los activos financieros, ralentización de la economía real, incremento de los déficits en cuenta corriente y crecimiento de la deuda (Reinhart & Rogoff, 2009, pág. 217) acompañados de procesos alternos de crisis bursátil, bancaria y soberana. La crisis Subprime guardaría interesantes similitudes con la Gran Depresión de 1929 ³³ (Manchón C. F., 2010, págs. 189-193)

³² George Soros refuta el concepto de eficiencia del mercado por medio de principio de reflexividad, al cual atribuye su comportamiento (Soros, 2008, pág. 37) dado que la función cognitiva es reemplazada por una función manipulativa de la realidad, es decir, existe una falta de correspondencia entre las percepciones de los participantes y el estado de cosas, por lo que el conocimiento es sustituido por las expectativas. o elementos de juicio.

³³ Federico Manchón (Op. Cit.) identifica varias similitudes de la Crisis de 2008 versus la Crisis de 1929: a). existe un periodo previo de alto crecimiento mundial seguido de una pronunciada caída del PIB como del empleo, b) El epicentro de la crisis se localiza en Estados Unidos, c). la vulnerabilidad del sector financiero es provocada por la expansión de la actividad financiera acompañada de una fuerte innovación financiera d). los países en desarrollo sufren una afectación menor. Como principales diferencias identifica: a).una menor afectación en el PIB como en el empleo b). Una expansión crediticia de carácter global, b). Sí existe una respuesta contra cíclica como la intervención irrestricta de los Bancos Centrales, c). Existe una mayor fortaleza de los estabilizadores automáticos de la economía como de los seguros de depósito d) la insolvencia del sistema financiero no se deriva del retiro de depósitos sino de la incertidumbre sobre la riqueza neta de los intermediarios financieros.

La *Crisis Subprime* generó una contracción de la actividad de Estados Unidos superior a tres puntos porcentuales (gráfica 24), así como el disparo generalizado de la tasa de desempleo³⁴, la quiebra de numerosos bancos norteamericanos y su consecuente intervención por parte del gobierno de Estados Unidos. La destrucción de los valores de los activos financieros de todo el mundo calculada en la primavera de 2009 por el FMI fue de 50 trillones de dólares; esta minusvalía se concentró en el fondo de la pirámide social en un daño permanente³⁵ a diferencia de la inversión bursátil que mostró una rápida recuperación. (Stiglitz, 2013, pág. 49). Con el objetivo de zanjar la crisis, la FED implementó un paquete que contemplaba la inyección de un billón y medio de dólares en dos exhibiciones y el incremento del techo de endeudamiento para hacer frente a su deuda comercial con China.

La pronta contención de esta gran recesión radica en la coordinación de acciones que incluyeron la implementación de medidas contra cíclicas, el otorgamiento de préstamos de largo plazo, el mantenimiento de las condiciones de apertura comercial, la estabilización en los tipos de cambio y la participación de los bancos centrales como proveedores de liquidez del sistema financiero global. (Manchón C. F., 2011, pág. 3).

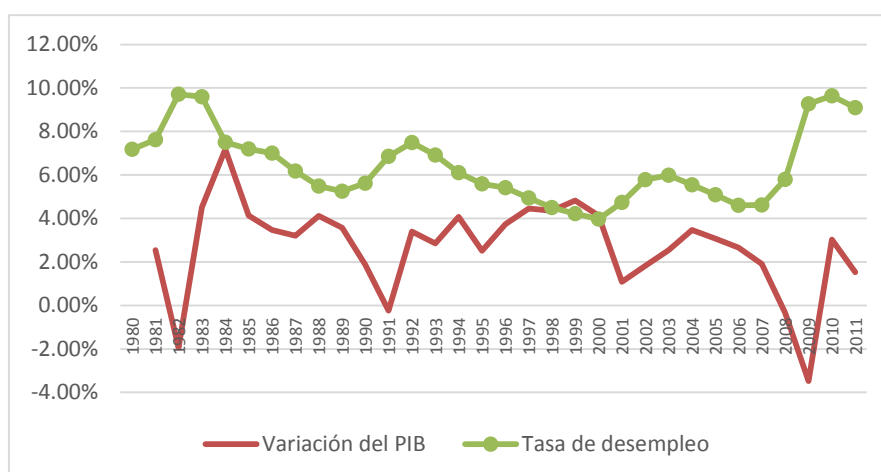
La preocupación generada por la cuarta y más severa crisis desde la posguerra obligó a la revisión de la arquitectura financiera mundial por

³⁴ *La gravedad de la crisis subprime sería ponderada por Paul Krugman como “La suma de todos los temores”: deuda, deflación y recesión.* (Krugman, 2009, pág. 171).

³⁵ *Este argumento se ve fortalecido por el hecho de que, para 2013, el valor de las bolsas mundiales se recuperó completamente, no así la inversión y los ahorros de los deudores hipotecarios quienes conforman la clase media y baja de la sociedad norteamericana y cuyo mayor patrimonio está concentrada en la adquisición de vivienda.*

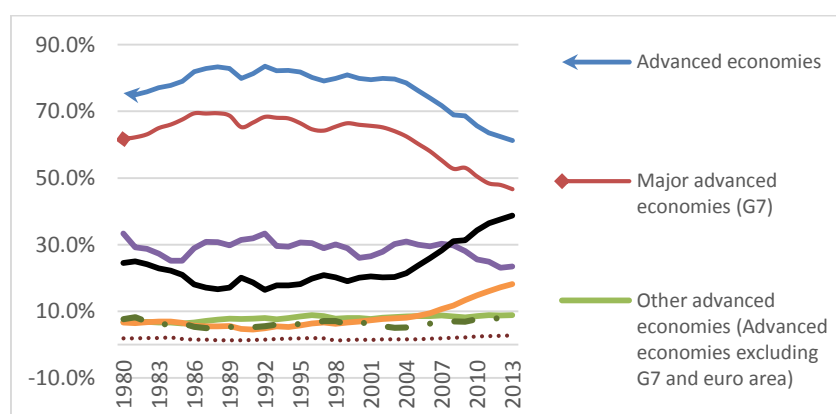
parte del G20 como por la AGNU en las agendas de 2009 y 2010. Durante este periodo los países avanzados dejaron de ser la locomotora del mundo, las economías emergentes se consolidaron como el epicentro del crecimiento mundial (Gráfica 25). Ante la crisis norteamericana en 2008, China enfrentó un serio dilema: redirigir sus excedentes para incentivar su mercado interno o facilitar más recursos para refinanciar el consumo de Estados Unidos. China optó finalmente por la segunda medida.

Gráfica 24. Evolución del PIB y de la tasa de desempleo en EU



Fuente: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, September 2011.

Gráfica 25. Composición del PIB global



Fuente: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, September 2011.

2.3.3.5. Desarrollo de la crisis europea

El euro surge como moneda mundial en 1999, después de un largo proceso de convergencia³⁶ de alrededor de treinta años, los criterios para su adopción se encuentran expresados en dos acuerdos fundamentales: los *acuerdos de Maastricht* (The European Communities, 1992) y los contenidos en *el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la Unión Europea*; emitidos por el Consejo Europeo (Staab, 2011, pág. 131).

Los objetivos fundamentales de la creación del euro serían: la consolidación de la integración económica de la zona a través de la eliminación de los costos de intercambio, la obtención de un blindaje ante los frecuentes ataques especulativos en contra de las principales divisas europeas (Marsh, 2009, pág. 15) (Askenazy, 2010, pág. 47) y la creación de una moneda mundial que funcionara como unidad de reserva para los países de la unión europea que ingresaran a la eurozona³⁷.

³⁶ Los criterios de convergencia establecieron la observancia de un alto grado de estabilidad de precios con un techo máximo de 1.5% por encima de los tres estados con mejor desempeño de la media aritmética no ponderada, con excepción de casos atípicos; las finanzas públicas deberían mantener déficits en niveles sostenibles no mayores al 3% del PIB, así como la deuda pública no debería exceder el 60% del PIB a menos que se encontrara en una disminución sustancial o que este exceso fuera temporal; se establecieron también como condiciones .que no hubiera existido una devaluación o desviaciones graves del tipo de cambio en los últimos dos años respecto al euro, así como un tipo de interés que no excediera al 2% sobre el promedio del interés nominal a largo plazo de los tres miembros con mejor desempeño. Los estados miembros así como el BCE serían los responsables de realizar esta evaluación

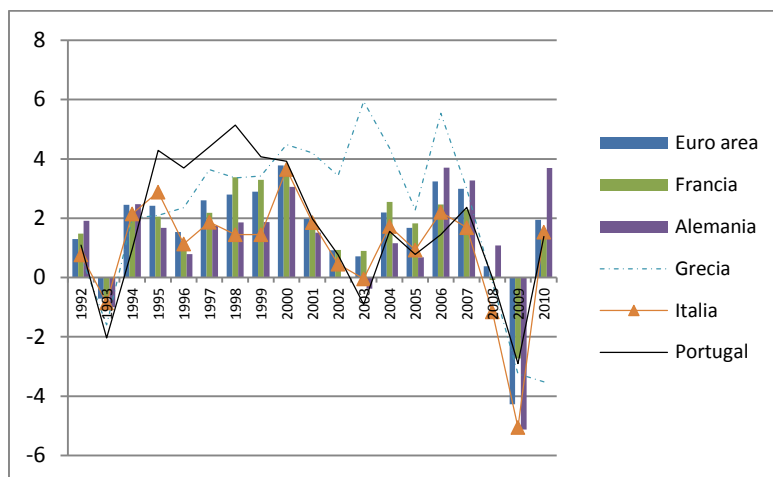
³⁷ La Unión europea está integrada por dos bloques de estados; diecisiete de ellos que participan en la moneda única o eurozona: Bélgica, Alemania, Estonia, Irlanda, Grecia, España, Francia, Italia, Chipre, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Austria, Portugal, Eslovenia, Eslovaquia y Finlandia; y diez que no se sumaron a la moneda única: Bulgaria, Dinamarca, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, República Checa, Reino Unido, Rumanía y Suecia (BCE, 2013, pág. Euromap)

El Banco Central Europeo, inspirado en el Bundesbank , fue fundado como la institución supranacional con facultades discrecionales e independencia absoluta para el manejo de la política monetaria de la zona.

Durante los primeros años de su implementación, el euro se consolidó como la segunda divisa en volumen de transacciones globales y la primera en liquidaciones; convirtiéndose en la única divisa mundial agregada al dólar americano. Durante la primera década de este siglo, la fortaleza del euro en relación al dólar ofreció una atractiva antítesis que aportó importantes beneficios tanto para la inversión real como para la inversión financiera. La inversión real percibió condiciones de estabilidad para realizar su ciclo, con la posibilidad de integrar a sus cadenas de producción insumos importados con bajo costo. Por otra parte, los activos financieros encontraron en el euro un mecanismo de conservación de su valor a pesar de las bajas tasas de interés ofrecidas por el mercado internacional. (Lapavitsas, 2012, pág. 43).

El euro ingresa por tanto a la competencia mundial por el negocio del financiamiento en un escenario internacional de competencia bancaria, de estabilidad y de bajo crecimiento (ver gráfica 26). Este ingreso se refleja en un enorme aumento de las dimensiones del sector bancario de la eurozona con una concentración muy superior a la mostrada por Estados Unidos y con una gran opacidad de la información respecto de su exposición de riesgo. Durante la primera década de este siglo, las altas ganancias reportadas por los bancos y las generosas valuaciones de las corredurías realimentaron la expansión del crédito.

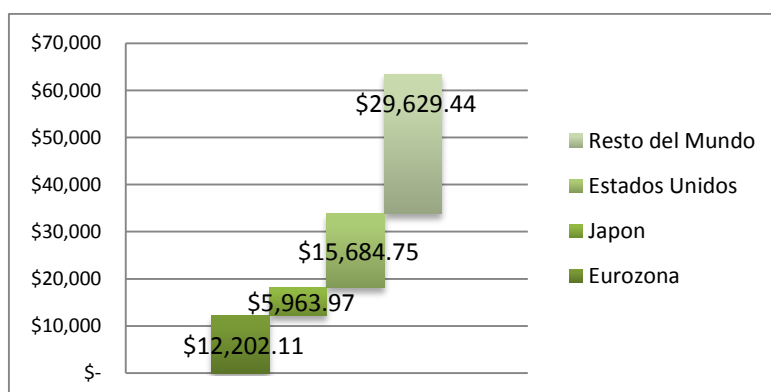
Gráfica 26. Tasa de crecimiento en la zona euro 1992-2010



Tomado de: Banco Mundial.

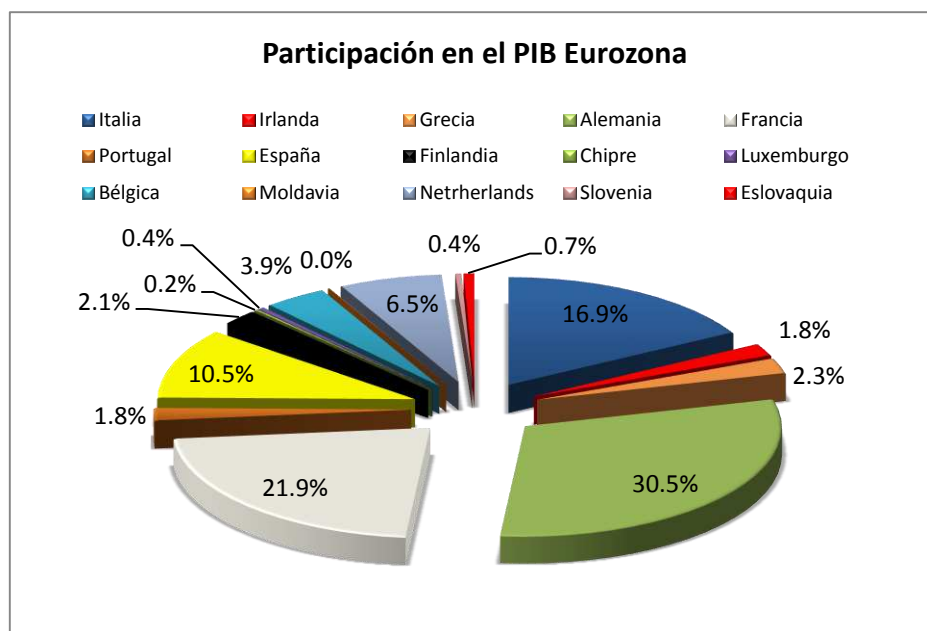
Entre 2009 y 2012, la economía de la eurozona representó alrededor del 19% de la economía mundial, el 79% de la economía norteamericana y más del doble de la economía japonesa; más del 50% de la producción de la región se concentró en Alemania con un 30.5% y Francia con un 21.3% de participación, como se muestra en las gráficas 27 y 28.

Gráfica 27. Dimensiones relativas del PIB de la eurozona y la economía mundial en 2012 (Cifras en billones de dólares)



Tomado de: FMI <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/weodata/download.aspx>
GDP en divisa nacional convertida al promedio anual del tipo de cambio del dólar Americano.

Gráfica 28.Composición del PIB de la eurozona para 2012



Tomado de: FMI <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/weodata/download.aspx> recuperado el 9 de mayo de 2013.

Durante la *crisis subprime*, el euro permaneció en apariencia inmune a sus efectos, sin embargo, el *BCE* había centrado su atención únicamente en el control de la inflación, cuyo desempeño mostraba una considerable distorsión derivada de los bajos precios ofrecidos por las economías emergentes; entre ellas, China. Es en el año 2009 cuando se revelan las dimensiones de la deuda de sus integrantes, de da inicio a una nueva crisis; la *crisis de la eurozona* con un ataque especulativo frontal, desatado por las posiciones de los *CDO'S* sobre la deuda soberana griega en el que las calificadoras internacionales jugarían un rol central dada la degradación violenta que realizaron de la calificación de deuda de Grecia, España, Portugal, Italia e Irlanda.

Para entonces, el *BCE* habría cuadruplicado el crédito neto ofrecido al sistema bancario en relación al año 2004. El monto del rescate para 2010 sumaría 110 bn de euros y un segundo paquete de 70 bn adicionales; para 2012 los fondos disponibles para el rescate sumarían 440 bn de euros; facilitados a través del *EFSF* (*European Stabilization Facility*) y en una menor medida por el *FMI*.

Durante el desarrollo de la crisis europea, el peso del rescate financiero se transfirió principalmente hacia la sociedad, al llevarse a cabo el congelamiento del sistema de pensiones en España, la disminución de salarios en Grecia de hasta un 30%, un importante incremento en la tasa de desempleo y una disminución generalizada del gasto público en toda la zona euro. El objetivo de estos ajustes fue contar con recursos para realizar el rescate de los bancos comerciales; exponiendo a la zona a un considerable riesgo social y deflacionario. La crisis europea mostró durante su desarrollo varios rasgos inéditos: ataques especulativos centrados en el mercado de deuda soberana, un epicentro ubicado en una zona de economías avanzadas y el primer rescate financiero realizado en una divisa distinta al dólar americano. Otro rasgo que no debemos pasar por alto, fue el relevo de gobiernos en los países en crisis, especialmente en Grecia y España que tuvieron la finalidad de facilitar la aplicación de medidas de ajuste.

2.3.3.5.1 Análisis estructural de la crisis de la zona euro

La crisis de la eurozona se originó de dos fuentes estructurales: la asimetría de las economías integradas al sistema euro y la ausencia de mecanismos de transferencia fiscal resultantes de la implementación de criterios monetarios unificados combinados con políticas fiscales autónomas. Esta defectuosa estructura, expuso a la zona a un elevado riesgo.

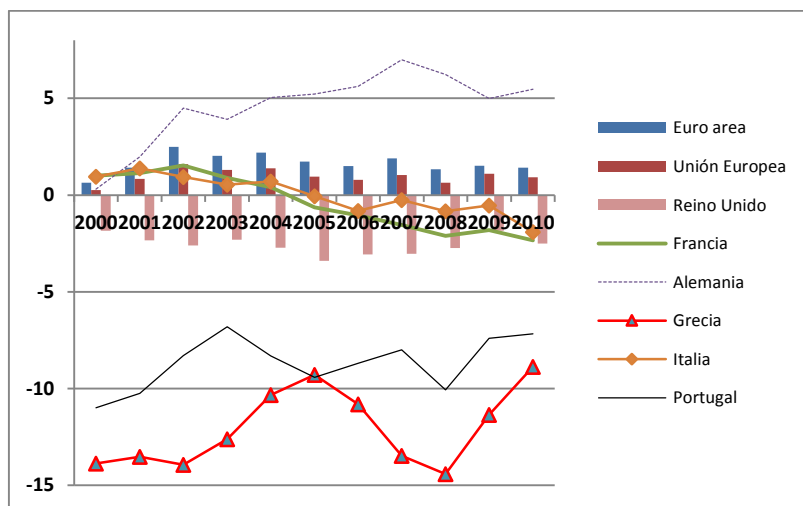
Un primer factor externo que propició la crisis en el sistema euro fue la presión ejercida por la depreciación continuada del dólar americano, seguida por el yuan que provocaron su encarecimiento, con la consecuente disminución de la competitividad de la eurozona (Authers, 2013, pág. 55). La estrategia de depreciación del dólar americano estuvo fundamentada en una aguda y prolongada disminución de la tasa de interés estadounidense; la consecuente reacción de las tasas de interés mundiales, provocó un segundo efecto de gran importancia; dados los rendimientos negativos registrados por las inversiones en el mercado global de renta fija, se generó una fuerte presión sobre la sustentabilidad de los fondos de pensión como de la cartera mundial, que incentivó a los inversionistas a buscar ávidamente nuevas alternativas; impulsando la actividad de innovación financiera como opción de inversión de estos recursos. Los instrumentos de inversión apoyados en activos sintéticos y la deuda gubernamental ofrecieron en apariencia, la alternativa para la obtención de mayores rendimientos. La cobertura generada por la intensificación de estas prácticas de inversión descansó en las infalibles técnicas de control de riesgo.

Un segundo factor de presión externa sobre el sistema euro fue el apalancamiento intensivo que acusaba la economía global incitado por el alto precio de los activos financieros mundiales aunados a la emisión de los *Credit Default Swaps*³⁸ que tenían como objetivo realizar la cobertura ante posibles pérdidas de los cuantiosos fondos colocados en cielos prometedores; sin embargo serían estos instrumentos los detonantes de la crisis (Beim, 2009, pág. 2); su revulsión marcaría el fin de un largo período de expansión artificial de la economía mundial soportada en un desproporcionado crecimiento del crédito cuyas dimensiones llegarían a representar más de cuatro veces el PIB global.

En relación a los factores internos, podemos señalar la enorme dependencia que muestra la economía alemana en sus exportaciones para sostener su crecimiento; aunada a la necesidad de transformar los flujos originados en su intercambio superavitario en inversión. Para el año 2010, la concentración de las exportaciones alemanas en la zona euro, alcanzaron el 75% (Lapavitsas, 2012, pág. 30). La alta productividad de la economía alemana; sumada a sus elevadas tasas de ahorro y a un importante estancamiento salarial, contrasta con el desempeño de economías como la griega, la italiana y la portuguesa, las cuales al ingresar a la zona euro pronunciaron su brecha de competitividad por lo que experimentaron durante los primeros años un persistente déficit comercial y un descenso en el ahorro interno aunados a un agudo incremento de la deuda en sus hogares como se puede apreciar en las gráficas 29 y 30.

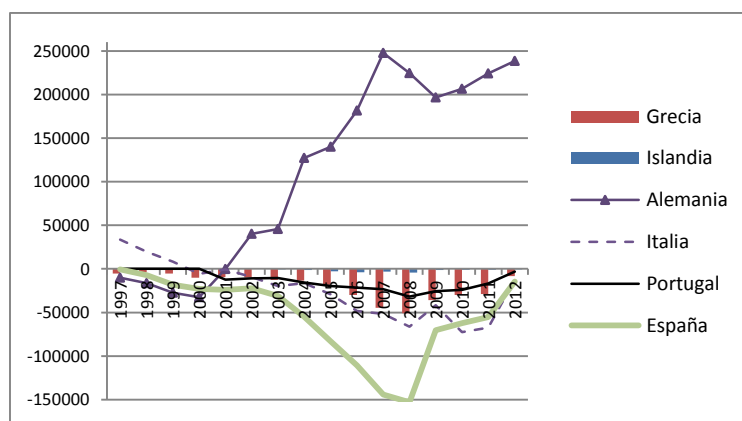
³⁸ Los *Credit Default Swaps* son seguros por impago de los emisores de bonos. Antes de la crisis el 80% de estas emisiones eran posiciones desnudas (o al descubierto) cuyo único objetivo era especular sobre el incumplimiento de pagos para la obtención de ganancias. El gran inversionista norteamericano Warren Buffet como el especulador George Soros opinan respectivamente que estos instrumentos "son un arma de destrucción masiva", "Son activos tóxicos que deben ser prohibidos".

Gráfica 29. Déficit / superávit en cuenta corriente en % del PIB



Tomado de: Banco Mundial.

Gráfica 30. Cuenta corriente en millones de dólares. Selección de países europeos



Data extracted on 09 Jun 2013 02:08 UTC (GMT) from OECD.Stat.

España junto con Irlanda, padecieron constantes oleadas especulativas en el sector de inversión real (Lapavitsas, 2012, pág. 21). La acumulación de la deuda de las economías en crisis denotan en los primeros doce años de vida del euro un claro comportamiento espejo en relación al desempeño de la economía alemana.

No obstante la amplia difusión que se dio sobre la deuda soberana griega, el eslabón más endeble y riesgoso de la crisis fue la economía española, cuyo déficit comercial para 2010 llegó a niveles del 9.3% y cuya expansión bancaria y de cajas de ahorro colocaría a la eurozona en situación de contingencia debido a las posiciones de riesgo acumuladas (Lynn, 2011, pág. 185), muchas de ellas, resultantes de su participación en la enorme expansión de crédito para la vivienda con precios sumamente sobrevaluados. Italia, por su parte, ingresó a la eurozona con una alta deuda pública acumulada durante el período de 1970 a 1989 como con una larga historia de devaluaciones de su divisa, la lira italiana. El euro representó por tanto, una atractiva alternativa de estabilidad que ofrecía la reducción de los servicios de su deuda; sin embargo, durante la primera década de su permanencia en la eurozona, mostró al menos cuatro períodos de recesión, con una expansión promedio del 0.6% anual y con una competitividad descendente.

A pesar de que la eurozona mantuvo una política conservadora relativa al gasto público durante la primer década del siglo XXI; ante la caída de los ingresos causada por la crisis financiera estadounidense; los países más débiles, imposibilitados para solicitar financiamiento al Banco Central Europeo, recurrieron al financiamiento de los bancos comerciales con costos muy superiores con el fin de financiar sus desequilibrios de balanza comercial y mantener sus niveles de gasto interno (Overtveldt, 2011, pág. 84) con la expectativa de la transitoriedad de la recesión.

La política del BCE de inyección de liquidez en el sistema bancario europeo al iniciarse la *crisis subprime* (Lapavitsas, 2012, pág. 48) acompañada por la intervención de la FED en el mercado abierto ofrecieron *en una primera instancia*, condiciones de expansión de la oferta de crédito que permitieron

solventar un mayor endeudamiento en la zona, por lo que las economías más débiles pronunciaron su *déficit gemelo* estimulado por el arribo de capital especulativo como por la baja complementariedad de la inversión directa.

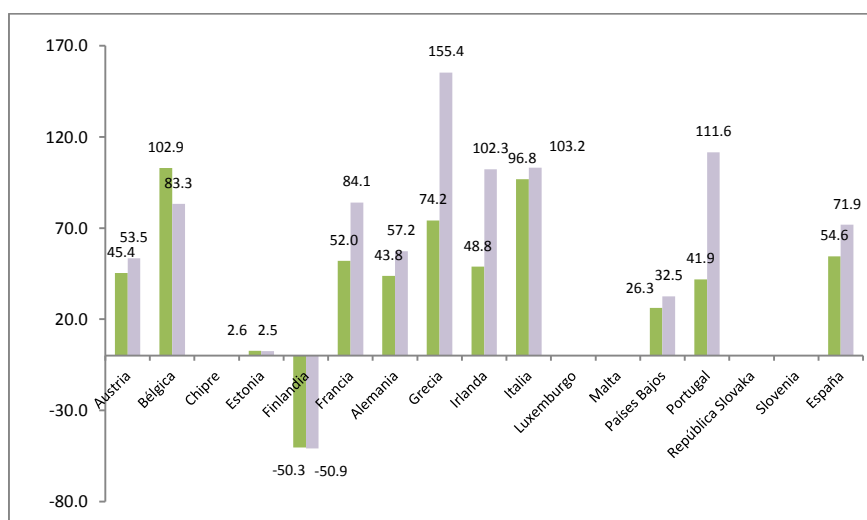
Como reflejo del inminente riesgo crediticio mostrado por la zona euro, se experimentó un súbito endurecimiento de las políticas de otorgamiento de crédito, registrándose un importante aumento de las tasas de interés y la reducción de los períodos de redención de los préstamos otorgados por la banca privada, que imposibilitó el refinanciamiento de los países más endeudados. Europa quedó por lo tanto, atrapada en un mecanismo de realimentación de *contracción del crédito-desplome del consumo*, acompañado de una parálisis del financiamiento empresarial, que provocó un enorme paro económico reflejado en la caída del PIB y en el incremento del déficit público. Ambos factores derivaron en el aumento de las primas de riesgo de los préstamos ofrecidos por dos vías: la refinanciación creciente de los gobiernos y los ataques especulativos sobre la deuda soberana³⁹ (Zaragoza, 2012, pág. 6). En orden descendente, los países que experimentaron un mayor incremento de deuda en la zona euro fueron: Grecia, Portugal e Irlanda, seguidos por España y Francia. La crisis italiana se derivó directamente del aumento en las tasas de interés más que por un incremento en su deuda pública, sin embargo, cabe señalar que exceptuando a la crisis griega; la crisis de la eurozona se originó en el sector privado⁴⁰; (ver gráficas 31 y 32), es decir, *la crisis europea fue más*

³⁹ Los principales actores de los mercados financieros son los bancos de inversión, fondos de inversión, fondos de pensiones, fondos soberanos y fondos de alto riesgo; los cuales demostraron una alta concentración y enorme opacidad (Sirvent, 2012:10).

⁴⁰ en España, la participación de la deuda del sector privado superó el 70% del total; en el caso de Portugal se ubica por encima del 60% y en Grecia supera levemente el 40%.

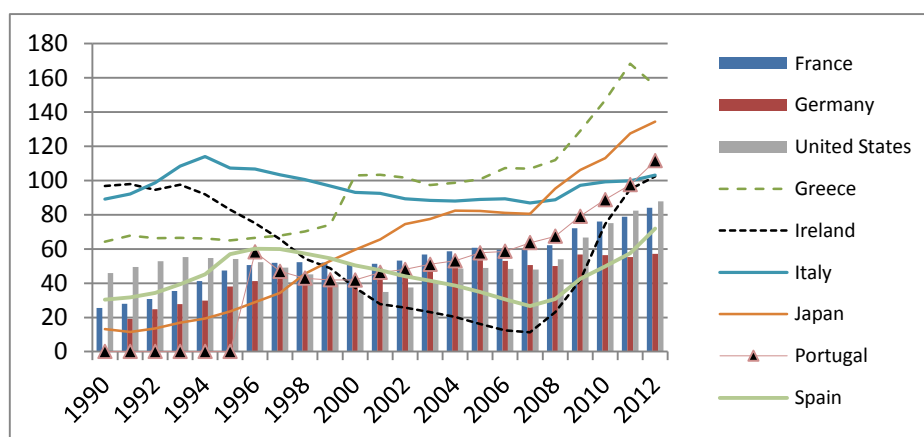
bien un resultado del colapso de la inversión privada (Lapavitsas, 2012, pág. 116).

Gráfica 31. Comportamiento de la deuda soberana en la eurozona en 1999 vs 2012, % del PIB.



Tomado de: FMI <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/weodata/download.aspx> recuperado el 9 de mayo de 2013.

Gráfica 32. Comportamiento de la deuda soberana en la eurozona y EU de 1990 a 2012 (% del PIB)

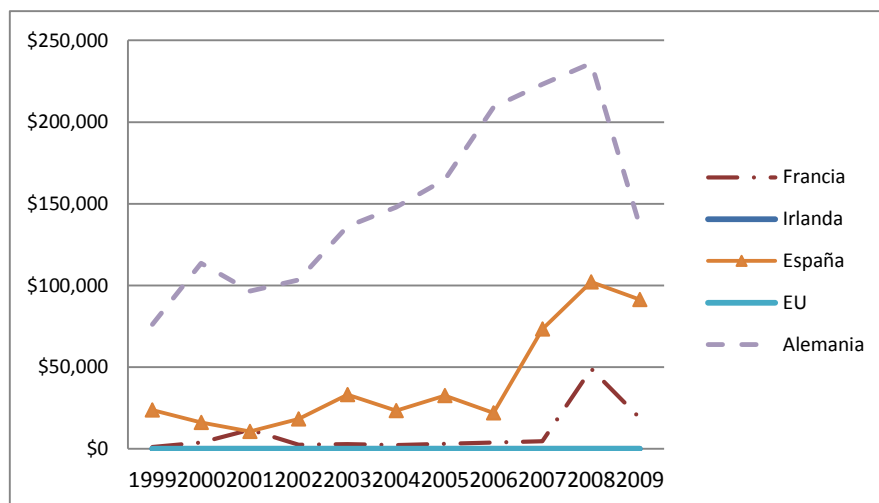


Tomado de: FMI <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/weodata/download.aspx> recuperado el 9 de mayo de 2013.

Para el cierre del 2009, España acumuló una deuda total del 502%, Portugal del 464% y Grecia del 296% en relación su PIB. Los tenedores de estos activos financieros se concentraron en Alemania y Francia, en una proporción del 48%, en el caso de España y Portugal y en un 40% en Grecia.

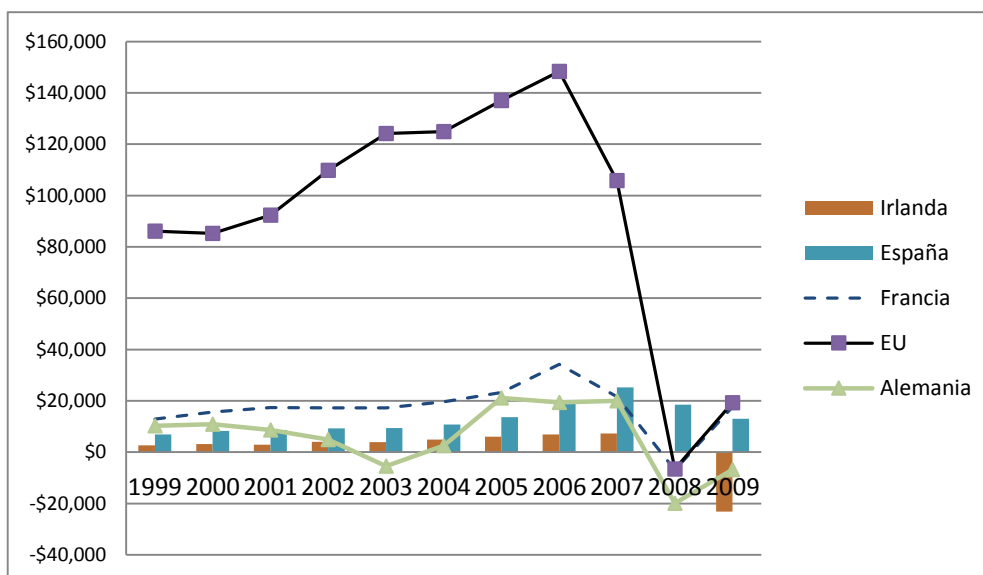
Durante el período de 1999 a 2010, la banca comercial alemana quintuplicó la colocación de créditos en la eurozona financiada por los préstamos del banco central europeo. La banca comercial estadounidense, francesa y española incrementaron de manera importante la *securitización* de sus activos. Para 2008, después de casi una década en el crecimiento de las utilidades de la banca internacional, éstas sufrieron un súbito desplome, reportando enormes pérdidas con la consecuente paralización del crédito, como se puede apreciar en las gráficas 33 a la 35.

Gráfica 33. Préstamos del Banco Central a la banca comercial
(Cifras en mdm. moneda local)



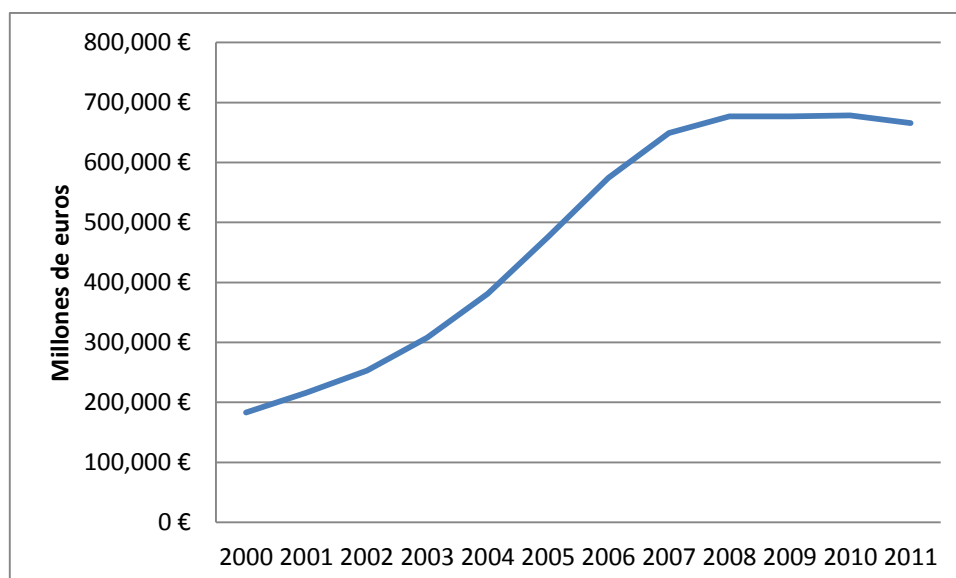
Fuente: <http://stats.oecd.org/> OECD.Stat recuperado el 09 Jun 2013 02:37 UTC (GMT).

Gráfica 34. Ganancias netas de los bancos comerciales (cifras en millones de dólares)



Fuente: <http://stats.oecd.org/> OECD.Stat recuperado el 09 Jun 2013 02:37 UTC (GMT).

Gráfica 35. Comportamiento de los préstamos dirigidos al sector inmobiliario en España



Fuente: <http://stats.oecd.org/> OECD.Stat recuperado el 09 Jun 2013 02:37 UTC (GMT).

2.3.3.5.2 El debate para afrontar la crisis europea

La crisis europea reabrió un intenso debate sobre los criterios globales de política económica, las alternativas se agruparon en dos posturas de solución: la primera, impulsada por el BCE y el FMI que postulaba la permanencia de las economías en crisis dentro de la zona euro con la aplicación de un severo paquete financiero de corte clásico, y una segunda propuesta que planteaba su separación de la eurozona para facilitar el ajuste macroeconómico (Lapavitsas, 2012, pág. 7).

La alternativa implementada por el FMI y el BCE, contempló la permanencia de las economías en crisis dentro de la zona euro con la consecuente aplicación de planes de austeridad que incluyeron la elevación de impuestos, el ajuste en el gasto público, y el aceleramiento de las privatizaciones, con el objetivo de disminuir las presiones alcistas en los mercados financieros provocadas por los requerimientos de financiamiento de estos estados, buscando en consecuencia, inducir a las tasas de interés internacionales a un considerable descenso. Estas medidas fueron acompañadas por la flexibilización de los precios internos para incrementar la competitividad y la productividad y reducir simultáneamente las probabilidades de *default* financiero. Sin embargo, esta propuesta pasó por alto dos graves fallas: la retracción de la inversión privada como resultado de la imposibilidad de estos estados para sostener la inversión durante la crisis y la incapacidad de las economías locales para compatibilizar su producción y su tecnología con la demanda del sector externo en el corto plazo.

Las posibilidades de lograr una expansión y transferencia de recursos fiscales (Intercambio de bonos de deuda), de deflación de la deuda, como

de refinanciamiento de las economías en crisis fueron excluidas de los paquetes de rescate⁴¹.

Una segunda alternativa contemplaba la salida de los países en crisis de la zona euro con el propósito de devaluar las monedas locales y nivelar, en una primera instancia el sector externo. La adopción de esta alternativa previa asumir varias consideraciones:

- La efectividad de esta medida dependería de la existencia de una capacidad productiva mercable con tecnología compatible con el sector externo.
- La caída de los precios de los activos financieros resultado de la devaluación de la moneda local acompañada de un consecuente ataque especulativo en contra de la nueva divisa nacional generaría la salida de reservas internacionales , induciendo a la economía a una espiral devaluatoria y a una inflación por costos.
- Se requerirían establecer controles del sistema bancario y de inversiones en contravención del sistema de mercado y de la estructura financiera global.

⁴¹ Esta última alternativa se refiere a la emisión de eurobonos para apoyar a los países cumplieran con su disminución de su déficit (Zaragoza, 2012, pág. 6) que facilitarían el refinanciamiento de sus economías con mayores plazos de redención y menor tasa que les permitieran sostener su crecimiento económico.

La implementación de la alternativa impulsada por el BCE y el FMI ha mantenido a la economía europea en un prolongado periodo recesivo acompañado de una profunda astringencia financiera, priorizando la recapitalización bancaria. En Junio de 2013, el FMI, a través de un comunicado de prensa, anunció un nuevo tramo de ayuda por 1,700 millones de euros para Grecia, reconociendo notables *fallos* en la aplicación de la *Troika*; tomando en cuenta que las disminuciones proyectadas del 5,5% para el PIB y el incremento al 20% en la tasa de desempleo entre 2009 a 2011 terminaron reportando respectivamente más del 17% y 25% respectivamente, provocando un profundo daño social y sobreestimando la capacidad de Grecia para operar las reformas (Rice, 2013).

La hasta entonces nombrada recuperación mundial a dos velocidades (IMF, International Monetary Fund, 2013, pág. 1); se transformó, dada la ralentización de las economías avanzadas, en una recuperación a tres velocidades, en la que la eurozona ha mantenido la estimación menos favorable. En tanto las economías emergentes y en desarrollo mostraron una proyección de crecimiento del 5.3% para 2013 y 5.7 para 2014, el comportamiento de las economías avanzadas se ha bifurcado, Estados Unidos obtuvo el 1.9% y 3% mientras la eurozona mostró el -.3% y 1.1%.

Desde el ámbito de la política monetaria, no obstante la inyección ingente de recursos, el sector financiero europeo se encuentra estacionado en una trampa de liquidez, manteniendo altas tasas de interés por parte de los bancos, que se explican en gran parte por el deseo de recuperación de pérdidas generadas por la crisis, lo que dificulta aún más la recuperación económica. En el ámbito de la política fiscal, *la consolidación o secuestro*

fiscal ha agravado la recesión y ha tenido efectos negativos sobre el sector soberano.

Finalmente, cabe señalar que la posición ante la crisis por parte del BCE ha sido diametralmente opuesta a la de la FED; mientras que el BCE adoptó una política liquidacionista, la FED decidió intervenir el sistema bancario a través de una política fiscal expansiva para su recapitalización, tomando los activos con baja calificación y revaluando la economía con miras a que estos recursos pudieran ser recuperados en parte a través del mecanismo de redención constituido por la venta de las instituciones bancarias intervenidas como por el diferimiento de pagos en amortizaciones a lo largo de varios años.

La solución recesiva y liquidacionista impulsada por el BCE muestra riesgos y costos sumamente elevados; la exigencia de llevar a cabo un ajuste fiscal de enormes dimensiones que garantice el cumplimiento del pago de la deuda de los países en crisis inhabilita al Estado para sostener la inversión en la economía ante la renuencia de los agentes privados para invertir; lo que puede provocar eventualmente una caída del PIB más vertiginosa que el superávit fiscal al que se desea inducir.

Por lo anteriormente expuesto, la deuda europea, representa el tema de mayor complejidad de la crisis actual; su dificultad de solución radica en tres obstáculos fundamentales: el anclaje de las economías endeudadas en el euro (España, Grecia y Chipre), la inexistencia de la política fiscal como instrumento regional, y los criterios adoptados por el BCE.

2.4 La banca central autónoma y la banca privada como cogeneradoras de la Gran Recesión

La crisis financiera iniciada en 2008 ha sido, evidentemente una crisis generada desde los balances de los agentes privados del sistema financiero mundial; específicamente desde el sistema bancario.

El largo periodo de aplicación de una política monetaria expansiva por parte de los bancos centrales a través de la disminución sostenida de la tasa de interés aunada al aumento en las dimensiones del agregado monetario *M2* en un ambiente de desregulación; contrariamente a estimular la economía real, no sólo permitió subsidiar la acumulación de préstamos y posiciones de baja calidad viciando el reconocimiento de pérdidas por parte de los agentes financieros; sino que adicionalmente dotó al sistema de recursos accesibles para sostener el proceso especulativo al facilitar la obtención de extensiones de crédito a bajo costo, circunstancia que generó una fuerte presión sobre los fondos de largo plazo para buscar mayores rendimientos , agudizando los riesgos y la fragilidad de la estructura financiera global (Caruana, 2013, pág. 368). Otros efectos de mediano y largo plazo fueron la realimentación circular de las deudas privadas, el crecimiento de la deuda pública y la debilidad crónica de los balances del sector bancario.

En resumen, podemos aseverar que el relajamiento de la política monetaria tuvo como resultado el incremento de las dimensiones del endeudamiento de los agentes económicos, una excesiva apreciación de los activos financieros y la toma desproporcionada de riesgos. Esta política expansiva se vio reforzada por los *superávits* históricos registrados en los balances de las economías emergentes que permitieron disponer de

recursos líquidos que fluyeron a través de los bancos globales hacia los bancos regionales que entre otros usos, fueron destinados para financiar los imbalances de las economías con deficiencias estructurales integradas al euro, o bien, para la adquisición de activos tóxicos. Durante el período de la gestación de la crisis, la perspectiva macroeconómica ha tenido poco que aportar en tanto a las dimensiones y el origen de los flujos de financiamiento de las operaciones internacionales dado que en las cuentas de balanza de pagos es imposible identificarlos (BIS, mayo 2011:1).

De acuerdo con la perspectiva de Caruana (Caruana, 2013), el proceso de crisis global se inicia con la colocación errada de los recursos generados durante el boom financiero, sucedida por un insuficiente crecimiento de los ingresos de la economía. Estas circunstancias generaron una gran presión sobre los activos en bolsa que provocaron la disrupción de los intermediarios financieros. En consecuencia, los bancos centrales se vieron obligados a asegurar niveles suficientemente bajos en las tasas de interés con el objetivo de facilitar la recomposición de balance de la banca privada; como corolario del proceso, se vieron forzados a intervenir como intermediarios generando una respuesta de histeria financiera.

Las dimensiones alcanzadas por esta crisis sólo pueden ser explicadas por las prácticas adoptadas de manera intensiva por parte del sector financiero como fueron entre otras, el registro de operaciones fuera de balance, la transferencia de riesgos y la toma de posiciones apalancadas⁴².

⁴² Esta observación hace evidente la validez de la crítica de la escuela neomarxista en el sentido de que el riesgo es resultado de un conjunto de prácticas más que una condición propia del sistema económico; aporta también elementos que sustentan la validez y la vigencia de la operación autónoma del sector financiero valorada por Karl Marx en *El Capital*, Op. Cit. en el tomo III Vol. 7 libro tercero pp. 455-519 en donde Marx desarrolla “la figura autónoma de del capital que devenga interés y la autonomización del interés con respecto a la ganancia” ver pág. 457.

El desempeño de los bancos centrales durante el periodo 2000 a 2011 pone sobre la mesa dos cuestiones cruciales: la legitimidad de su independencia y la eficiencia de la política monetaria como instrumento macroeconómico e institucional; dado el resurgimiento del dominio de la política fiscal como único instrumento efectivo en la contención y resolución de la crisis ⁴³.

Lo anteriormente expuesto, nos llama a incorporar un marco teórico que por una parte; reconozca la importancia esencial de la actividad bancaria como del banco central en el funcionamiento de la economía global; por otra parte, nos permita estudiar las decisiones en política monetaria en relación a la expansión del agregado M2⁴⁴ cuyo comportamiento pro cíclico lo identifica como agente causal directo de las crisis financieras y cuyos niveles dependen de la decisión de los agentes económicos en la asignación de recursos en portafolios de activos con distintos grados de liquidez e iliquidez (Kim, Shin, & Yun, 2013).

De acuerdo con varios análisis, el origen de la crisis ha sido un profundo desequilibrio de balance, resultado de la combinación del déficit comercial de las economías con mayor consumo; combinado con la necesidad de colocación de los recursos derivados de las balanzas superavitarias. Sin

⁴³ Keynes identifica en su obra *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero* (Keynes, 2010) a la inversión en bolsa como inhibidora de la economía como de la inversión real, así como el concepto de trampa de liquidez. Ambos conceptos aplican perfectamente como factores causales dentro del último período de crisis. Estas definiciones han sido revisados a lo largo del capítulo I del presente trabajo.

⁴⁴ Dada la relación de balance entre el efectivo y la expansión de los préstamos de la banca global se hace clara la contraparte de los agregados monetarios con la expansión del crédito. De acuerdo a la clasificación del BCE, la clasificación de los agregados es la siguiente: Currency in Circulation M1, M2, M3. Overnight Deposits M1, M2, M3. Deposits with an Agreed Maturity up to Two Years M2, M3, Deposits Redeemable at a Period of Notice up to three months M2, M3, Repurchase Agreements M3, Money-Market Fund (MMF) Shares/Units, M3. Debt Securities up to Two Years: M3.

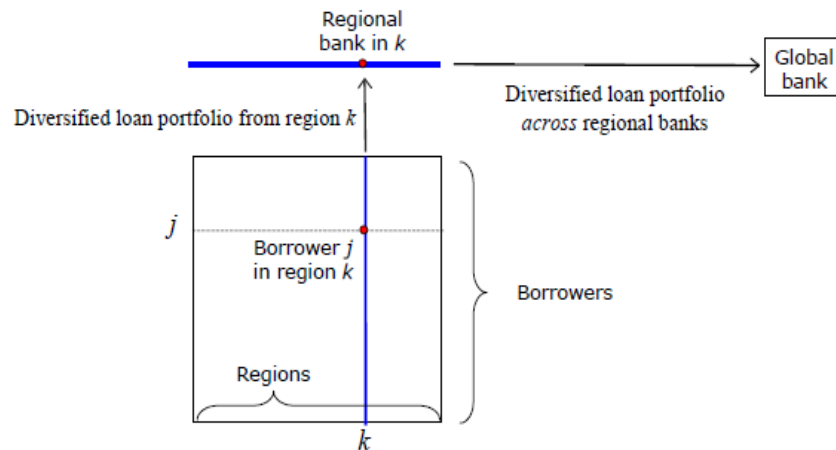
embargo, no se debe pasar por alto que este fenómeno no es nuevo y que en esta crisis la expansión del crédito en manos privadas facilitó el uso de los recursos disponibles para el financiamiento transfronterizo dadas las prometedoras tasas de ganancia esperadas; la confianza de redención de estas colocaciones masivas descansó en la omnipotente ingeniería financiera y en la creación de infalibles innovaciones en la administración de riesgo, en lugar de fijar sus expectativas en el crecimiento económico.

En palabras de Hyun Song Shin se puede describir el proceso de la siguiente manera:

“Esta crisis, como muchas otras, es difícil de explicar sin colocar en el centro el papel de los intermediarios financieros. La titularización tuvo como objetivo dispersar el riesgo del crédito hacia los agentes que estaban en mejores condiciones para absorber pérdidas. Los intermediarios financieros estaban destinados a desempeñar su papel en la dispersión del riesgo crédito, que terminó finalmente en una concentración del riesgo; por lo que existe la necesidad de un marco teórico que otorgue un papel a los intermediarios financieros acorde con su importancia en la práctica.”. (Shin & Geanakoplos, 2009, p. 2).

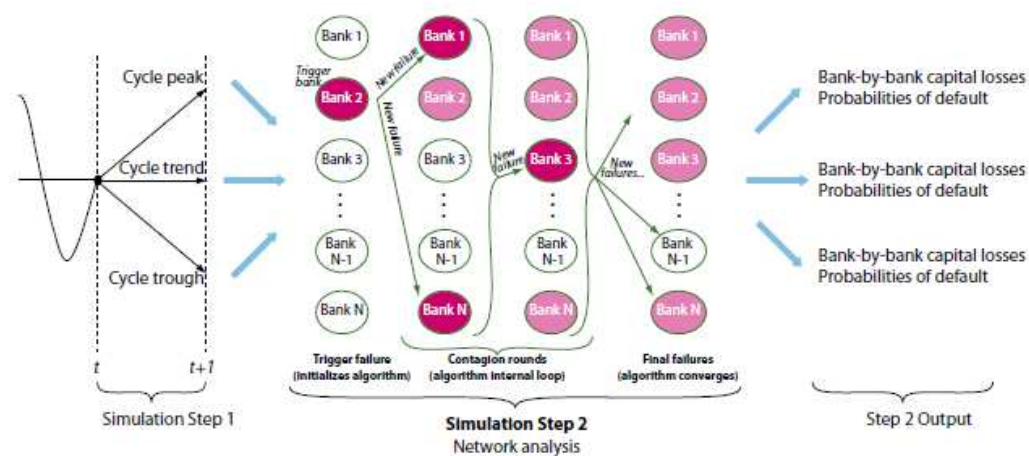
La expansión de crédito hizo confluír simultáneamente el efecto *supply-push*, con el efecto *demand – pull*, acelerando la absorción transfronteriza de los flujos financieros a través de los bancos globales dado el agotamiento de las fuentes centrales de fondeo de los bancos locales cuyo flujo de recursos se muestran en el esquema 2 y 3.

Esquema 2. Cross Border Banking



Tomado de: *Capital Flows, Cross-Border Banking and Global Liquidity*, Valentina Bruno, Hyun Song Shin, December 1, 2012 pag. 16.

Esquema 3. Ilustración del efecto contagio en las diferentes fases del ciclo de crédito

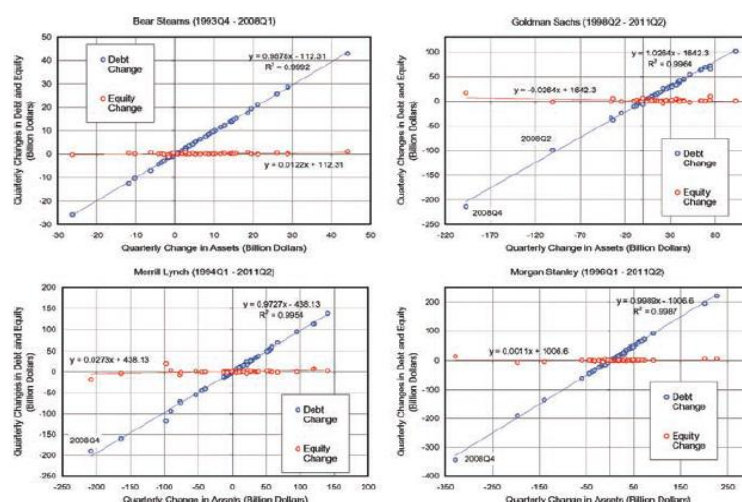


Tomado de: *International Monetary Fund* / April 2010 :69.

Consecuentemente la disponibilidad de recursos y el bajo riesgo ponderado mostrado por los mercados provocaron un incremento en las dimensiones de la banca global con un viraje de actitud hacia el hambre ilimitada de riesgo; los intermediarios financieros como maximizadores de

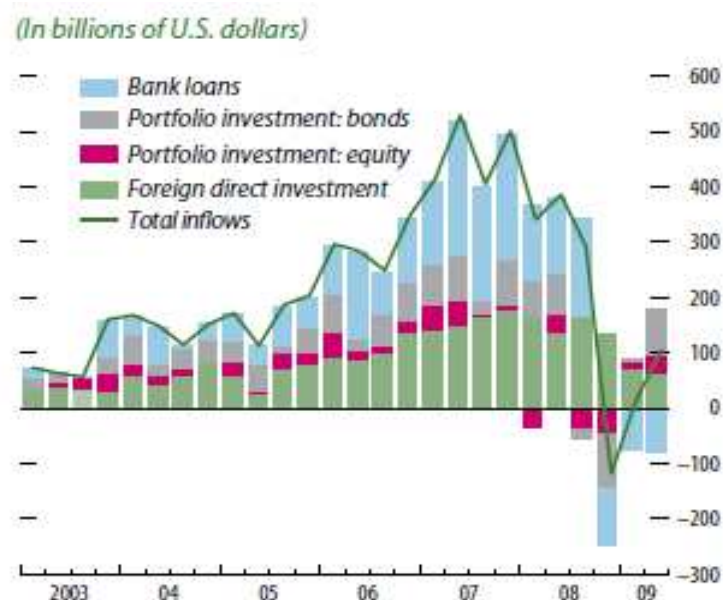
beneficios alentaron la manutención de posiciones altamente apalancadas que mostraron cada vez una mayor sensibilidad a las condiciones de riesgo presentadas en el mercado. Adicionalmente; la aplicación de criterios acordes al *modelo estandarizado de administración de balance (carga de deuda)* promovió la disminución en la emisión de acciones y la multiplicación de las dimensiones de colocación de crédito global. Dadas las condiciones de asequibilidad y de bajo costo comparativo de la deuda, las empresas optaron también por la sustitución de su capital contable por deuda sin generar un incremento de activos en los balances de sus subsidiarias, promoviendo la toma de mayores riesgos, dada la mínima exposición de la inversión propia y la posesión de recursos de terceros. La generalización de estas condiciones en la economía provocó un efecto de *apostadores* en los agentes con acceso al apalancamiento financiero. Este efecto puede apreciarse en las gráficas 36 y 37.

Gráfica 36. Dispersión de cambios trimestrales en la composición de deuda-acciones de los principales bancos de inversión de Estados Unidos



Source: SEC 10Q filings.

Gráfica 37. Categorías de flujos de capital de 41 economías abiertas emergentes como avanzadas (cifras en millones de dólares)



Tomado de: Fondo Monetario Internacional (2010, p. 123).

En la zona euro, como se ha expuesto en el apartado anterior, el control inflacionario utilizado como pilar único para el logro de la simetría entre sus miembros, siguiendo un enfoque ricardiano de dinero como intermediario entre mercancías, desestimó la naturaleza de la deuda derivada de los déficits fiscales y comerciales. La imposibilidad del BCE para mantener bonos de los gobiernos desvió el origen del financiamiento hacia la banca privada regional la cual realizó una triangulación de los recursos provistos por la banca central para aumentar el financiamiento a los gobiernos en problemas.

3. La estructura financiera internacional en la crisis y el nuevo riesgo global

El funcionamiento del sistema económico global descansa en la red financiera mundial, en la que discurre el crédito, la inversión y los medios de pago que habilitan al proceso capitalista. Al interior de su estructura, la actuación de la banca central y el vínculo entre el sistema bancario-bursátil representan aspectos esenciales dadas sus significativas funciones de concentración de liquidez y transferencia de la propiedad de la inversión.

Durante las últimas dos décadas, la liberalización progresiva de la actividad bancaria de inversión aparejada a la aplicación de criterios de intensificación del capital, han estimulado la concentración y el flujo de recursos hacia la esfera financiera, provocando un descomunal incremento en sus dimensiones relativas como de su valor respecto del sector real. A manera de un proceso inmanente, estas condiciones indujeron al sistema financiero a lo largo del periodo citado hacia un intenso proceso de desarrollo de vehículos de transferencia, cobertura y especulación (*securitización / financiarización*) con un doble objetivo: *el primero*; orientado a favorecer la canalización y la absorción del capital financiero ofertado en su totalidad aún en periodos de saturación; y *el segundo*; para habilitar a las entidades financieras para la toma de mayores riesgos y la optimización de ganancias⁴⁵. Ante la magnitud alcanzada por las

⁴⁵ El desarrollo de vehículos CRT (*Credit Risk Transfer*) y el crecimiento de estos mercados como respuesta de la gran demanda de los inversionistas por productos rentables, tuvieron papel esencial en la crisis de 2007. El gran crecimiento de los mercados CRT desde 2005 a través de la creación de nuevos activos subyacentes: los *asset-backed securities* (ABS) y *leveraged loans*, *collateralized debt obligations referencing ABS* (ABS CDOs) and *collateralised loan obligations* (CLOs), significaron enormes emisiones de estos productos. Los ABS CDOs orientaron sus inversiones en portafolios de US subprime residential mortgage-backed securities (RMBS), mientras que los CLOs se orientaron hacia portafolios de préstamos apalancados orientados a la fusión corporativa como

estructuras financieras sostenidas por un enorme apalancamiento, la administración de la exigua liquidez propia de este sistema se convirtió a su vez en un móvil añadido para la creación de nuevos mercados basados en el *Credit Default*.

A partir del colapso del proceso de liberalización financiera comprendido en el período 1990 - 2008, y de la grave falla de los mecanismos de autorregulación de los mercados; los Estados y los bancos centrales han buscado realizar un relanzamiento de los mercados financieros haciendo uso de sus facultades extensivas; sin embargo, este esquema de relanzamiento muestra dos profundas contradicciones: Por una parte, impulsa un incremento exponencial de las estructuras y mecanismos de supervisión y control financiero, medidas que contravienen los supuestos de eficiencia y autorregulación de los mercados; por otra parte, y quizás la más notable contradicción, es que, a pesar de los procesos de crisis experimentados; el monitoreo y control de riesgos se mantiene bajo la supervisión del *gobierno corporativo* por medio de sistemas de reporte y criterios propios de medición.

Durante el presente capítulo, se pretende revisar y exponer el funcionamiento del marco de supervisión actual del sistema financiero global establecido a partir del año 2009, en contraste con las prácticas de mercado; ejercicio que nos permitirá identificar las principales externalidades y riesgos que prevalecen en el sistema y constatar la vigencia de cuatro de los planteamientos centrales de la presente tesis:

a las adquisiciones apalancadas (BIS, Credit Risk Transfer Developments from 2005 to 2007 ,Consultative Document, 2008).

-
- 1.- El planteamiento keynesiano sobre la preferencia de los mercados financieros por la liquidez como concepto contrapuesto a la inversión y al riesgo.
 - 2.- El planteamiento keynesiano de la inhibición de la inversión real derivada de la especulación financiera.
 - 3.- El concepto de fragilidad inherente del sistema financiero de H. Minsky.
 - 4.- El concepto marxista de autonomización del capital financiero como apología de la naturaleza especulativa del sistema de mercado.

3.1. Exposición teórica sobre la medición global del riesgo financiero

Durante el comité de Basilea (BIS, Strengthening the resilience of the banking sector, 2009, p. 9) fueron diagnosticadas las principales fallas de los mecanismos de detección de riesgos que propiciaron las condiciones de pre crisis, determinando como causas las siguientes:

- La selección de escenarios moderados para el análisis de estrés.
- La incorporación de estadísticos históricos de horizontes de tiempo sumamente limitados y recientes los cuales no incorporaron riesgos contingentes ni de fondeo.
- La omisión de series estadísticas de periodos de alta inestabilidad financiera.
- La medición segmentada del riesgo; por área, portafolio, por tipo o por producto; sin considerar posiciones fuera de libros.
- La alta complejidad de los productos financieros y la omisión del riesgo base y riesgo crédito en su diseño.
- La carencia de indicadores de concentración de riesgos, como del *feed-back* del sistema.

Con el objetivo de evitar la recurrencia de estas fallas, se diseñaron procesos de implementación de redes y estándares de información para la supervisión del riesgo global respaldados por el *FMI como por el FSB* y se llevó a cabo la convergencia de un cuerpo teórico general de medición unificado con el fin de monitorear la actividad bancaria.

Las herramientas establecidas para la administración del riesgo con aplicación general son fundamentalmente dos: el *Stress Testing* y el *VAR*, definidos como modelos centrales de observancia obligatoria para la medición del riesgo global y como modelos de ensamble dentro del *FSAPs* (*Financial Sector Assessment Programmes*).

3.1.1 Stress Testing y modelos de shock

El *Stress Testing* tiene como objetivo realizar una simulación de los niveles de solvencia y liquidez de las instituciones bancarias ante la materialización de escenarios severos (*Shocks*) del clima macroeconómico y financiero (Bunn, 2005, pp. 1-25) con una aplicación general para la medición de la vulnerabilidad de portafolios (*bottom-up*), instituciones y del sistema financiero (*macro stress test*) (*Top-down*) incorporando las posiciones de cobertura como en extra libros.

El análisis de estrés debe contemplar todos los niveles de cada institución, líneas de negocio y portafolios que componen su exposición al riesgo.

Esta técnica se estableció como obligatoria para la banca en el pilar I de *Basilea II*, relativa a los requerimientos mínimos de capital (BIS, Strengthening the resilience of the banking sector, 2009, p. 14) unificada a los modelos internos que podían ser desarrollados por cada institución para la determinación el riesgo del mercado de capitales; constituyendo, una pieza fundamental del *Capital Adequacy Process* (*ICAAP*).

De acuerdo con el *FMI* (IMF, Macrofinancial Stress Testing—Principles and Practices, Monetary and Capital Markets Department, 2012) la

solvencia de una institución crediticia depende de la suficiencia de capital para hacer frente a sus operaciones y obligaciones en macro ambientes severos medidos bajo modelos macro financieros internos y externos (*TIER 1*).

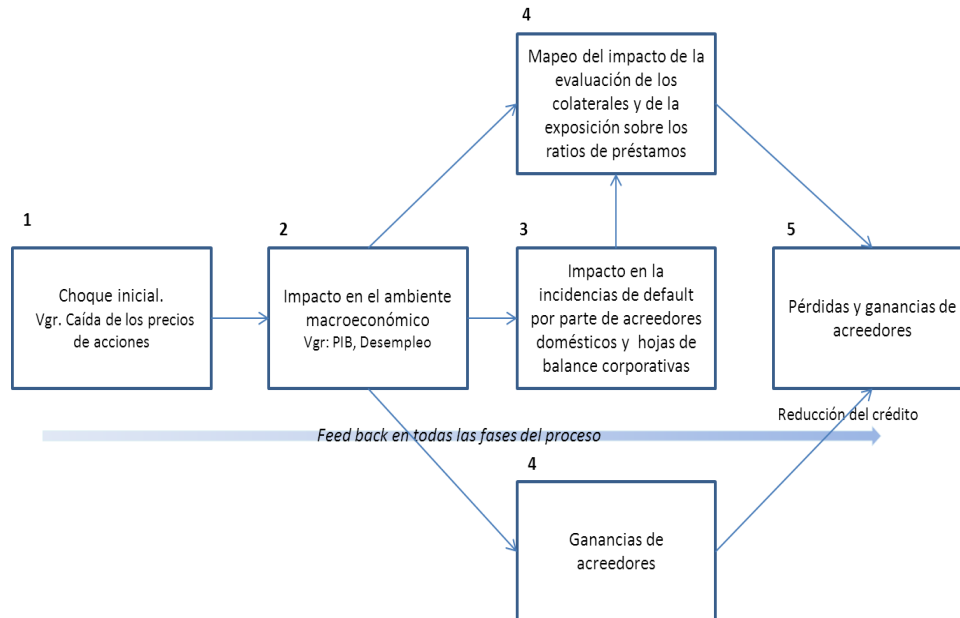
Los mencionados modelos internos están integrados por tres indicadores: *Non Performing Loans (NPL)*, *Probability of Default (PD)*, *Loss Given Defaul (LGD)*. Los modelos externos incorporan el impacto de las variables macroeconómicas como son: el *PIB*, *finanzas públicas*, *balanza de pagos*, *tasa de interés y de cambio* como *la tasa de desempleo*.

La medición de la solvencia se realiza a través de los ratios de capital, *Risk- Weighted (RWA)*, *Leverage Ratios (Capital to Assets)* y *Pérdidas Porcentuales* en relación a capital.

Por otra parte, la liquidez se define como la capacidad de una institución financiera para mantener flujos de ingreso y activos líquidos suficientes para hacer frente a un *shock de fondos líquidos* derivados tanto del ***mismatch maturity*** como de las ligas financieras entre los activos de mercado que mantiene en posición.

Las técnicas de modelación de shocks son variadas; una forma integral es mostrada en el modelo del Bank of England (Bunn, 2005, p. 3) en el esquema 4.

Esquema 4. Modelo de Shock según el Banco de Inglaterra



Los modelos de shock se encuentran generalmente integrados por tres fases:

Fase 1. La elección del modelo de choque o combinación de choques que utiliza cuatro métodos fundamentales:

- *El método histórico* en el que se aplican choques tomados de indicadores en períodos similares con el escenario modelado.
- *El método probabilístico* que calibra los eventos pasados en una distribución probabilística.
- La generación de escenarios *hipotéticos-probables*.
- *Shocks de ingeniería reversiva*; que calcula el tamaño de un shock específico que induzca a la empresa a pérdidas en exceso.

Fase 2. Mapeo de impacto sistemático del shock inicial en la evolución futura del ambiente macroeconómico, considerando las interconexiones de las ligas de crédito como las correlaciones que determinan el crédito.

Fase 3. Medición de impacto en las pérdidas de los portafolios.

De acuerdo con el Banco de Inglaterra, los métodos para medir los choques pueden ser lineales o no lineales, estos segundos se aplican fundamentalmente cuando el impacto inicial puede llegar a tener un efecto multiplicativo.

El modelo propuesto incorpora el desarrollo de las ecuaciones siguientes agrupadas en dos grupos fundamentales: impago de cartera vencida y ratio de ingresos bancarios:

Impago de cartera.

D1. Liquidaciones corporativas anuales

D2. Créditos hipotecarios con un atraso mayor a seis meses.

D3. Crédito al consumo con un atraso mayor a tres meses.

Ratio de ingresos.

B1. Tasa de interés de créditos corporativos.

B2 Tasa de interés en tarjeta de crédito.

B3. Tasa de interés de ingreso real

3.1.2 Método del VAR

El VAR parte de la modelación del riesgo mercado traducido como la pérdida máxima posible derivada de las posiciones tomadas por el banco. Define al riesgo mercado como la variación simultánea de los precios de las posiciones abiertas de activos y pasivos financieros (Jorion, 2013, p. 32). En esta medición debe incluirse el riesgo base (*riesgo gamma*) dadas las relaciones no lineales entre el precio de los derivados y el valor subyacente. El riesgo mercado es concebido en dos acepciones: riesgo absoluto y riesgo relativo, el primero se refiere a la pérdida materializada medida en unidades monetarias, expresada generalmente en dólares americanos; la segunda está relacionada con un índice base. El riesgo crédito es definido como el incumplimiento de las obligaciones (de pago como prepago) de las contrapartes en operaciones de mercado sea por imposibilidad como por indisposición; en este riesgo se incluye al riesgo soberano.

El riesgo operativo, legal y de liquidez ⁴⁶ que complementan la taxonomía general del riesgo en los mercados financieros no son medidos por el VAR. Cuya fórmula global es: $dV = V(S_1) - V(S_0)$

Estos resultados deberán seguir un contraste rápido contra *el Stress Test* exigido por el Comité de Basilea como por el *G30*, como una de las siete condiciones que deben cumplir el uso de los modelos internos. (García, 2010, p. 15).

⁴⁶ El riesgo de liquidez se refiere a la incapacidad de conseguir obligaciones de efectivo que inducen a realizar liquidaciones anticipadas de activos financieros para la obtención de recursos líquidos, también se refiere a la liquidez mercado-producto en la que los precios de mercado se redimen a precios menores debido a la falta de demanda efectiva.

3.2 La nueva arquitectura financiera hacia Basilea III

En 1999, como respuesta a la crisis asiática, se constituyó el G-20 que incorpora a los ministros de finanzas y gobernadores de los bancos centrales de las diecinueve economías más grandes del mundo, que representan el 90% del PIB global y el 85% del comercio del orbe⁴⁷ con el objetivo de generar una serie de acuerdos para la estabilidad financiera mundial, mismos que han sido profundamente reforzados después de la crisis de 2008⁴⁸. Como resultado, se llevó a cabo la constitución del *Financial Stability Board* y el reforzamiento del *Bank for International Settlements*, instituciones que tendrían un papel central en el monitoreo de la solvencia del sistema financiero internacional.

3.2.1 El Financial Stability Board

The Financial Stability Board (FSB) es constituido con el objetivo de coordinar a nivel global el trabajo de las autoridades financieras nacionales con los cuerpos normativos internacionales (*International Standard Setting Bodies; SSBs*) para el desarrollo e implementación de sistemas efectivos de regulación. En colaboración con las instituciones financieras internacionales, el *FSB* tiene el mandato de abordar las vulnerabilidades

⁴⁷ Fuente: www.g20.org, recuperado el 1º de febrero de 2013.

⁴⁸ Como resultado del reconocimiento de la profundidad de la crisis de 2008, se formularon dos iniciativas, una "multilateral ampliada y otra restringida" en tanto a la reestructuración del Sistema Financiero Global se refiere (Manchón C. F., 2011), la primera formulada por la comisión de las Naciones Unidas y la Comisión Stiglitz, la segunda apoyada por el G20; siendo los criterios de esta segunda los que se impusieron dadas las condiciones estructurales fundamentales del SFG derivadas del peso relativo de las economías en el sistema financiero mundial como a las condiciones de soberanía de cada estado que impidieron la aplicación de criterios de gobernanza supranacional como de un mayor peso relativo de los integrantes distintos al G7.

que afecten al sistema financiero internacional. **(FSB. 2012: 2)**, funciona como un consejo consultivo que tiene como objetivo implementar y supervisar las reformas financieras establecidas por el G-20 y es responsable del diseño y ejecución del sistema de monitoreo⁴⁹, que se centra fundamentalmente en la actividad del sistema bancario, en la supervisión del *Shadow Banking System* y en el control de riesgos.

Las funciones del *FSB* comprenden el intercambio de información entre las autoridades financieras, la asesoría, el desarrollo de controles, la transferencia de mejores prácticas, el manejo de las crisis sistémicas y la colaboración directa con el *FMI*; con una estructura integrada por seis niveles: Pleno, Comité Directivo, Comité Permanente, Equipos de Trabajo, Grupos Consultivos Regionales⁵⁰, Dirección y Secretaría.

Como resultado de los procesos de crisis experimentados por la economía mundial, el *G20* amplió las facultades del *Financial Stability Board* en la cumbre de Seúl, ratificando su rol como coordinador a nivel internacional de las autoridades financieras nacionales para la implementación eficiente de sistemas de regulación y supervisión global con un programa de trabajo que será cumplido de manera integral en 2019; dentro de estos planes se ubica Basilea III. Estas iniciativas enfatizaron las medidas para evitar el daño sistémico y moral en caso de quiebra de las instituciones financieras cuyas dimensiones y complejidad en sus interconexiones pueden generar un enorme impacto (*Systematically Important Financial Institutions, SIFIs*)

⁴⁹ Fuente: <http://www.financialstabilityboard.org>, recuperado el 31 de enero de 2011.

⁵⁰ Integrados por el *FSB*: *Regional Consultative Group for the Americas*, *Regional Consultative Group for Asia*, *Regional Consultative Group for the Commonwealth of Independent States*, *Regional Consultative Group for Europe*, *Regional Consultative Group for the Middle East and North Africa*, *Regional Consultative Group for the Sub-Saharan Africa*.

(FSB, Policy Measures to Address Systemically Important Financial Institutions, 2011)

El *FSB* fue por tanto, el organismo encargado de dirigir un programa de reforma financiera internacional que consistió en el desarrollo de herramientas macro prudenciales que fortalecieran las capacidades de las autoridades financieras para detectar y resolver o reducir riesgos sistemáticos (FSB, Understanding Financial Linkages: a Common Data Template for Global Systemically Important Banks Consultation Paper, 2011).

Podemos englobar sus funciones en dos grandes líneas:

a).- La función del FSB, relativa a la regulación.

b).- La resolución de los gaps de información, por medio del establecimiento de un templete global que revele las posiciones que guardan los principales agentes del sistema financiero (*G-SIBs*), *non-bank G-SIFIs* así como sus enlaces de forma oportuna y precisa, incluyendo el reporte de posiciones en productos derivados como *hedge funds*. La información deberá contar con la colaboración de los bancos centrales y autoridades financieras. Esta función es establecida dentro de las recomendaciones 8 y 9 de la reunión del *G-20 en 2009* sobre el reporte conjunto FMI/FSB.

El templete global deberá ofrecer la siguiente información:

- Efectos de los vínculos financieros y de exposición común a riesgos de los agentes globales importantes que pueden desatar una crisis.

-
- Mejoras en el diseño de políticas de estabilidad financiera.
 - Concentración del riesgo.
 - El riesgo mercado, riesgo de fondeo y riesgo de contagio.

Se plantea realizar la adquisición de la infraestructura requerida por medio de la participación de los agentes interesados como los son: las entidades financieras, accionistas, inversionistas, analistas y académicos como de las empresas de tecnología de la información. Los considerables costos derivados de estas adquisiciones pretenden ser amortizados con los beneficios derivados de la eliminación de la duplicidad de esfuerzos de análisis a nivel local y regional.

3.2.2 Regulación del sistema bancario y del Shadow Banking System

Para este fin, se establece la cooperación para el intercambio de información entre las instituciones bancarias denominadas globales. (*Global Systemically Important Financial Institutions, G-SIFIs*)⁵¹ así como la supervisión de las funciones de riesgo, estas medidas están acompañadas por la generación de nuevos estándares de operación de mayor exigencia para estas instituciones financieras que garanticen el incremento de su capacidad para absorber pérdidas; así como el mejoramiento de la ponderación del riesgo de sus activos en concordancia con la metodología desarrollada por la *BCBS (Basel Committee on Banking Supervision)* cuya publicación periódica deberá darse cada mes de noviembre.

Este marco de tratamiento del riesgo es complementado con la evaluación de los *Domestic Systemically Important Banks (D-SIB)* con el objetivo de monitorear el impacto sistémico en bancos de baja presencia global pero de gran importancia local, por lo que sus procesos y normas de operación deberán estandarizarse en compatibilidad con los establecidos para los *G-SIFIs*. Las medidas descritas se han hecho extensivas a la *International Association of Insurance Supervisors (IAIS)* la cual fue emplazada a

⁵¹ **29 G-SIFIs**,: De acuerdo con el documento **Update of group of global systemically important banks (G-SIBs)** emitido el 11 de noviembre del 2013, por el FSB, la lista de bancos globales junto con la respectiva subclasificación de acuerdo a los aumentos solicitados de reservas para pérdidas son los siguientes:

5- (3.5%) (Empty).
4- (2.5%) HSBC JP Morgan Chase.
3 (2.0%) Barclays, BNP Paribas, Citigroup, Deutsche Bank.
2 (1.5%) Bank of America, Credit Suisse, Goldman Sachs, Group Crédit Agricole, Mitsubishi, UFJ FG.
Morgan Stanley, Royal Bank of Scotland, UBS.
1 (1.0%) Bank of China, Bank of New York, Mellon, BBVA Groupe, BPCE, Industrial and Commercial Bank of China Limited, ING Bank, Mizuho FG, Nordea Santander, Société Générale, Standard Chartered
State Street Sumitomo, Mitsui FG, Unicredit Group, Wells Fargo .

desarrollar una metodología aplicable a sus actividades para junio de 2012 y para su aplicación a partir de 2013.

Dentro de la actividad financiera global, el *Shadow Banking System* ⁵² prevalece como uno de los factores de mayor riesgo del sistema financiero debido al enlazamiento que mantienen sus operaciones con el sistema bancario regular y a su proclividad a incrementar su apalancamiento como resultado de sus actividades de transformación de madurez-liquidez. Cabe señalar que la constitución de estas entidades fue una constante durante el período *pre-crisis* ya que representó una oportunidad de ingreso al negocio crediticio de participantes que no cumplían con las exigencias de capitalización requeridas por el sistema crediticio regular.

A partir de octubre de 2011 el FSB emitió medidas para su regulación a través del diseño de un templete por parte de la *Standing Committee on Assessment of Vulnerabilities (SCAV)*; las normas para la interacción de los bancos con el *Shadow Banking System* han sido emitidas por *The Basel Committee on Banking Supervision (BCBS)*; las cuales giran en torno a los siguientes ejes: la consolidación, límites en la exposición con las *shadow banking entities*, el incremento de la base de capital de riesgo y el tratamiento de los vehículos de *securitización*.

En concordancia con la categorización de la banca regular, las *shadow banking entities* han sido clasificadas bajo una corriente especial de trabajo (WS3) para determinar aquellas entidades que por su exposición al

⁵² Nombrado en los albores del G-20 se refiere al crédito dado por el mismo mercado o intermediación crediticia basada en el mercado. Está integrado por entidades económicas que fungen como una fuente alternativa de crédito fuera del sistema bancario regular que provee de liquidez a la economía real a través de los participantes de cada sector.

riesgo y por sus dimensiones tendrán un seguimiento cercano, considerando su experiencia como los factores de riesgo derivados de su apalancamiento como la transformación de madurez.

Se han desarrollado paralelamente metodologías especiales para los *non-Bank G-SIFIs* que se encuentren bajo presión y que puedan representar riesgos significativos de ruptura en la actividad financiera.

3.2.3. El control del riesgo global

Con el objetivo de controlar el riesgo de insolvencia global y evitar corridas especulativas que desemboquen en un efecto de desplome en los precios, el *FSB* creó mecanismos de amortiguamiento de los choques de liquidez a través de la *International Organization of Securities Commissions (IOSCO)* cuyo desarrollo de métodos generales de valuación de activos del *money market funds (MMFs)* busca proveer al mercado de una evaluación “real” de los precios en sustitución de los métodos anteriores que pronunciaron los procesos de insolvencia. El *IOSCO*, en coordinación con la *BCBS* ha implementado medidas para elevar la transparencia y estandarización relativa a la *securitización*.

Como medida fundamental se ha limitado la influencia de los indicadores de las *Credit Rate Agencies (CRA)* en la evaluación de activos, incorporando estándares crediticios alternativos que eviten *influnciar a los participantes del mercado a actuar de forma uniforme*, fundamentalmente ante procesos de degradación de las calificaciones de activos, que motiva la amplificación de los ciclos económicos y el deslinde de responsabilidades por parte de los administradores de riesgo; por tanto las instituciones financieras deberán tener el *expertice* como los recursos

suficientes para administrar el riesgo crédito al que estén expuestos, incorporando los *CRA* como un elemento de juicio para su análisis.

De la misma forma, se estableció la responsabilidad de los bancos centrales para la evaluación independiente de los instrumentos financieros adquiridos o aceptados como colaterales en operaciones de mercado. En el mismo sentido la banca comercial deberá mantener el cumplimiento del *Pilar III* del marco normativo establecido por los acuerdos de Basilea y reducir la proporción de inversiones basadas en los *CRA* dentro de sus portafolios financieros. Adicionalmente deberá considerar la deducción directa de su capital de la *securitización* que no compruebe garantías, absteniéndose de realizar inversiones en productos financieros complejos de los que no pueda llevar un análisis suficiente; adicionalmente deberá revelar en sus hojas de balance su exposición al riesgo incluyendo los factores que pudieran afectar su desempeño incorporando los criterios de administración de riesgos adoptados y revelando a los inversionistas de manera suficiente y sencilla la información necesaria para formar su propio juicio de riesgo.

Dado que uno de los elementos de construcción del riesgo sistémico en la crisis de 2007 fue el mercado de derivados *over-the-counter (OTC)*; se establece que las nuevas prácticas regulatorias del *FSB OTC Derivatives Working* deberán incorporar la operación y la liquidación de los contratos por medio de plataformas electrónicas centralizadas, así como ofrecer un reporte diario del incremento de requerimientos de capital.

Estas disposiciones pretenden disminuir las dimensiones del apalancamiento global y la exposición al riesgo de quebranto financiero propio de los mercados no organizados que no cuentan con las exigencias

de capital suficiente para garantizar sus operaciones. Los sistemas de monitoreo y control deberán proveer de la siguiente información:

- Índice de concentración de posiciones en derivados o índice Herfindahl, (BIS, Statistical release: OTC derivatives statistics at end of december 2012, 2013, pág. 6) ⁵³.
- El importe nominal de los montos colocados (que proveen las dimensiones del mercado de contratos de derivados)⁵⁴.
- El valor bruto del mercado, definido como el valor absoluto de los contratos abiertos descontando los valores respectivos de reposición como de la significancia relativa entre los distintos mercados.
- La exposición bruta del crédito como de las obligaciones acumuladas.
- Fechas de madurez de los contratos.
- En el caso de los *Credit Default Swaps* se requerirá reportar su rating público o en su defecto, el rating interno ⁵⁵.

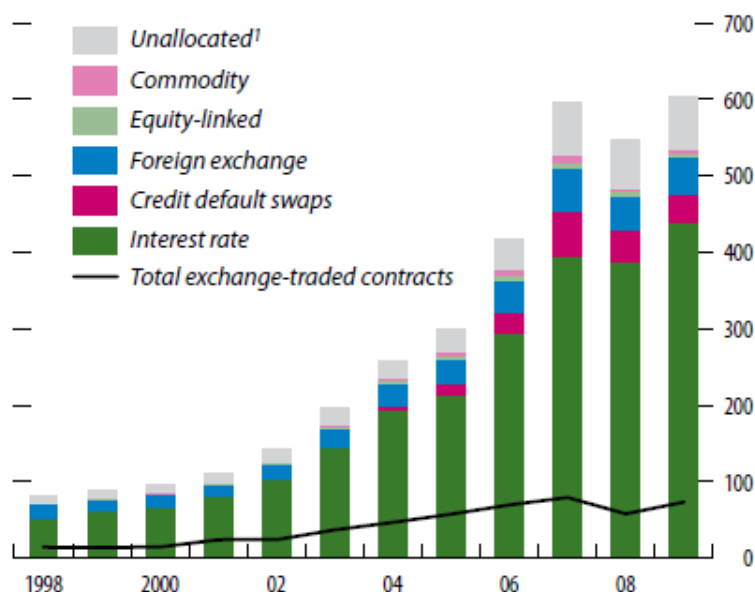
⁵³ El índice Herfindahl calcula la concentración del mercado definido como la suma de los cuadrados de la participación de cada institución financiera del mercado de rango de 0 a 10,000.

⁵⁴ El riesgo del volumen de los contratos de derivados es una función de los niveles de precios y/o la volatilidad del índice financiero de referencia usado para la liquidación de los contratos, la duración y liquidez de los contratos, como de la calidad crediticia de las contrapartes (**BIS;2012:6**).

⁵⁵ Las categorías de grado de inversión son las siguientes: AAA-BBB: grado alto de inversión: (AAA y AA), bajo grado de inversión: (B y BBB), debajo del grado (BB y menos), y los no gradados.

Los instrumentos que estarán bajo esta normalización son: *contratos forward, swaps (divisas e intereses), opciones, CDS nombre único, CDS multinombre y los productos indexados*⁵⁶, cuyos *subyacentes pueden ser commodities, divisas, tasas de interés, deudas o acciones*. El comportamiento de estas operaciones durante la etapa precisis se puede apreciar en la gráfica 38.

Gráfica 38: Dimensiones de las posiciones globales de los derivados Over the Counter (Cifras en trillones de dólares, montos nacionales)



Fuente: Bank for International Settlements.

Nota: Datos Over-the-counter de junio de 2009; datos exchange-traded, diciembre 2009. Incluye derivados sobre divisas, tasa de interés equity, commodities y créditos de instituciones no reportadoras.

⁵⁶ Son contratos cuya referencia está constituida por una canasta de crédito. Son credit default swaps referidos a un cupón determinado por un administrador de CDX índices e índices iTraxx. Estos productos incluyen tramos de índices de credit default swaps.

3.2.4 The Bank for International Settlements y el rol de los Bancos Centrales

El BIS⁵⁷ tiene actualmente como función primordial, mantener la liquidez del sistema financiero global, haciendo uso de sus facultades para actuar como *banco de los bancos centrales*; siendo contraparte y a la vez garante de sus operaciones, proveyendo préstamos *colateralizados de corto plazo*. Ofrece también servicios financieros tales como la administración las reservas internacionales, el desarrollo y colocación de emisiones de activos complejos entre bancos centrales y la administración de activos soberanos altamente calificados como lo son los bonos asiáticos ABF1⁵⁸. En su seno se lleva a cabo la discusión y la definición de las políticas internacionales de estabilidad financiera y monetaria a través de reuniones bimestrales⁵⁹.

⁵⁷ El BIS es la institución financiera internacional más longeva, fue creada en 1930 a raíz de los tratados de Versalles con el objetivo de garantizar las liquidaciones de las anualidades derivadas de las sanciones impuestas a Alemania después de la primera guerra mundial, cobrando desde entonces una gran importancia durante las reuniones de los bancos centrales en Basilea. En la era de la posguerra fungió como medio de liquidaciones en Europa brindando apoyo técnico para la convertibilidad monetaria y sosteniendo hasta principios de los años setenta la implementación de las medidas adoptadas en los acuerdos de Bretton Woods, administrando los imbalances entre los bancos centrales como el manejo de reservas y swaps de oro. Entre 1979 y 1994 apoyó el proceso de unificación monetaria europea. A partir de los años ochenta, impulsó las transferencias de capitales cross boarded. En la historia reciente ha representado uno de los pilares principales del proyecto de lanzamiento de la economía global con estabilidad financiera a través de los primeros acuerdos de Basilea en 1986, ver <http://www.bis.org>.

⁵⁸ Los bonos asiáticos ABF1 son administrados por el BIS y los ABF2 a través de por un grupo de administradores externos en un esquema conocido como BISIF umbrella. Actualmente el BIS administra el 4% de las reservas internacionales globales.

⁵⁹ Tales comités ofrecen soporte y recomendaciones de implementación de políticas monetarias y financieras: El Basel Committee on Banking Supervision, The Committee on Global Financial System, the Committee on Payments Settlement Systems, the Markets Committee, Irving Fisher Committee of Central Bank statistics. Sus funciones son desarrolladas de manera conjunta con organizaciones independientes como son el FSB the International Association of Insurance Supervisors, the International Association of Deposit Insurers. Fuente:

Como soporte de la estrategia para garantizar la liquidez global *the Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS)* ha establecido como una responsabilidad esencial de los bancos centrales elevar la eficiencia en los sistemas de pagos y de liquidación nacionales que soporten la transmisión segura de dinero entre los agentes económicos y mantengan el balance entre el dinero emitido por ellos y el emitido por las instituciones privadas, mitigando los riesgos de crédito y de liquidez asegurando los servicios de pago y de liquidación *cross border* y *multidivisa* de cualquier operación financiera internacional.

Para el logro de este objetivo, deberán ser implementados los 10 principios establecidos por el *CPSS* en concordancia con lo publicado por los gobernadores del *G10*. Este reporte se centrará en las operaciones de liquidación y pago y deberá contener los resultados de los servicios que provee cada banco central, en qué divisas y a qué agentes, exponiendo la concentración de sus operaciones⁶⁰, en observancia de los contenidos, alcances y técnicas de análisis y criterios de política sancionados⁶¹.

Dado el enorme crecimiento reciente del volumen de la colocación de los *securities*, fundamentalmente en las economías del *G10*, se incrementará su supervisión en los mercados de fondeo, tanto en sus funciones de *colateralización* como de apalancamiento, liquidación y reporto; este

<http://www.bis.org/about/index.htm?l=2>.

⁶⁰ El *CPSS* estima que tan solo entre los integrantes del *G-10* transfieren varios trillones de dólares por día, cuyo monto de operaciones relacionadas a liquidaciones de operaciones de los mercados financieros ocupa una porción mayoritaria.

⁶¹ Actualmente muchos de los bancos centrales del *G10* han implementado un sistema denominado *real-time gross settlement (RTGS)* para conocer estas operaciones a tiempo real transacción por transacción.

monitoreo comprenderá el análisis de los participantes del mercado, e incluirá el establecimiento de criterios y prácticas de control del riesgo.

Se incorporarán simultáneamente límites de crédito para sus participantes así como la valoración por día de los activos en garantía con el objetivo de controlar la exposición al riesgo del sistema de fondeo. La operación y monitoreo de este sistema de liquidaciones descansará en estructuras automatizadas estandarizadas que permitan el análisis a tiempo real de *Delivery versus Payment (DVP)*. Los criterios de este sistema de supervisión y liquidación serán ampliados al mercado de derivados *OTC (Over the counter)* con el objetivo de monitorear su crecimiento y garantizar su liquidez.

3.2.5 Los Acuerdos de Basilea

Los acuerdos de Basilea representan la piedra angular de la administración del riesgo de las operaciones bancarias globales; su objetivo fundamental es la implementación de criterios operativos precautorios para la protección del sistema bancario ante impactos adversos sobre sus ingresos, resultado de su exposición al riesgo⁶² como derivación de sus posiciones de balance como fuera de balance.

Las fases de estos acuerdos fueron las siguientes: 1988 Acuerdo Original (Basilea I), 1996 Riesgo de Mercado, 1999 Principios Básicos de Supervisión Bancaria (Core Principles), 1999 Propuesta Basilea II, 2001 2° Ronda consultiva, 2003 3° Ronda consultiva, 2004 Presentación del Acuerdo definitivo (Basilea II), 2006 Implementación, 2010 Acuerdo definitivo Basilea III, 2013 Implementación Basilea III. **(Ver anexo 4).**

⁶² El FSB (FSB, Policy Measures to Address Systemically Important Financial Institutions, 2011, p. 7) establece la siguiente clasificación del riesgo del sistema bancario: **riesgo de concentración:** referente al apalancamiento e inversión de largo plazo con instrumentos complejos difíciles de evaluar con fondeo de corto plazo que masivamente origina estructuras financieras proclives a la reacción común. **Riesgo de fondeo:** referente a la dislocación del mercado interbancario, reporto y crédito de largo plazo como el mercado de swaps de moneda extranjera. **Riesgo de contagio:** resultado del deterioro de confianza de las instituciones financieras respecto de sus contrapartes que convierte una crisis de liquidez en una crisis de solvencia aunado a las rupturas de las ligas de alto riesgo. **Riesgo soberano:** resultado del debilitamiento de la posición fiscal del sector oficial resultado del apoyo a instituciones financieras débiles. **Riesgo de mercado** derivado de la eliminación de los productos estructurados por parte de los participantes, evaporando la liquidez del sistema provocando el desplome de los precios "Mark to Market" impidiendo la valorización objetiva de las posiciones y la consecuente liquidación de exposiciones entre participantes. Basilea II define al riesgo de mercado como la posibilidad de que un intermediario financiero incurra en pérdidas por movimientos de los precios en relación a sus exposiciones dentro y fuera de balance debido a: negociación de valores, operaciones con derivados, variaciones en la tasa de interés, divisas y el riesgo de tipo de cambio, así como del precio de los commodities.

Los acuerdos de Basilea II establecen los tres pilares de la estabilidad bancaria: el Pilar I ⁶³ instaurando los criterios para determinar los requerimientos mínimos de capital de las instituciones bancarias para hacer frente a los riesgos fundamentales: riesgo crédito, riesgo mercado y riesgo operativo. El Pilar II referente a la supervisión bancaria y el Pilar III referente a la disciplina de mercado. Los tres pilares establecidos por los Acuerdos de Basilea se pueden resumir en el Anexo 2.

De manera condensada, podemos decir que la formulación de *Basilea II* (2004) tuvo dos objetivos fundamentales: el reforzamiento de los requerimientos mínimos de capital exigidos a la banca y la mejora de los mecanismos de sensibilidad de riesgo operacional. *Basilea 2.5* (2009) se centró en la implementación de mecanismos de medición y control de la exposición al riesgo relacionada con la *securitización* y las *trading book exposures* con miras a su ejecución en 2011.

Basilea III busca reforzar las prácticas establecidas por *Basilea II*: integra en el *Riesgo Crédito (Pilar I)* la evaluación de la *securitización* e incorpora los criterios de requerimientos adicionales de liquidez; define también nuevas medidas de mitigación del riesgo sistemático para la detección de

⁶³ Los tres niveles de capital se establecen de la siguiente forma: *TIER 1 = Acciones Ordinarias + Acciones Preferentes + Reservas Publicadas Capital de segundo nivel, suplementario (TIER2)*: Constituido de la siguiente manera: *Capital de Segundo Nivel = Reservas no Publicadas + Reservas de Revalorización + Previsiones genéricas para futuras pérdidas hasta el 1.5% de los Activos Ponderados por Riesgo + Instrumentos Híbrido de Deuda - Capital + Obligaciones o Deuda Subordinada de mediano y Largo Plazo*), hasta el 50% del Capital de Primer Nivel. Sus componentes pueden ser sustituidos por *Capital de Tercer Nivel (TIER 3 Capital)* hasta un 250%, siempre y cuando el *Capital de Segundo Nivel (TIER 2 Capital)* no exceda el *Capital de Primer Nivel (TIER 1 Capital)* y la *Obligación Subordinada de Largo Plazo* a su vez, no exceda el 50% del *Capital de Primer Nivel (TIER 1 Capital)*.

debilidades en los bancos a través de los siguientes sistemas que fortalecen los *Pilares II y III*:

- *EWS (Early Warning Systems)* para la estimación de insolvencia a través de las probabilidades de pérdidas futuras.
- *Análisis de Estados Financieros.*
- *Supervisory Rating Systems* que incluye la calidad de los activos de los bancos, administración, ganancias, liquidez como sensibilidad ante los riesgos de mercado como de riesgos operativos.
- *Auditoría externa y cruce de información con autoridades reguladoras.*
- *Implementación de template* de información que contemple la concentración y ligas de las principales instituciones financieras.
- *Nuevos requerimientos de sistemas e información y reportes.*

Basilea III define también las acciones correctivas de inyección nueva de capital, suspensión del reparto de dividendos a ciertos accionistas, remoción de directivos, eliminación de compensaciones, manutención de ratios de solvencia, *downsizing* y limitación de líneas de negocio.

En lo relativo a la medición del riesgo operativo, Basilea III incorpora el análisis de escenarios (*scenario-based approaches*) como el desarrollo de técnicas propias de modelación avanzada de riesgos (*Advanced Measurement Approach o AMA*). (Greg, 2009, pág. 3) que permitan cubrir la exposición de riesgo en un 99.9% (Op Var); reconociendo dentro de su cuerpo analítico dos técnicas de análisis: *ex-ante* referida a la distribución de frecuencia y severidad y el análisis *ex-post* como el sistema de controles y reportes de monitoreo.

Los métodos estadísticos incorporados son: *distribución de Poisson* cuando se cuenta con antecedentes estadísticos, ponderación de opiniones expertas y el modelo supra bayesiano. Los cambios establecidos por Basilea III pueden ser apreciados de manera sucinta en los anexos 3 al 7.

Resumidamente, *Basilea III* (BIS, Report to G20 Leaders on Basel III Implementation, 2012), pretende fortalecer los estándares de supervisión (*Pilar 1*) y revelación pública (*Pilar 3*), elevar la calidad del capital y fortalecer el sistema bancario ante la absorción de pérdidas. Incorpora adicionalmente mecanismos novedosos de aseguramiento de la solvencia del sistema financiero a través de la formación de *buffers* complementarios de capital nutridos por las instituciones sistémicas más importantes, cuyo objetivo será su uso para la contención de los efectos provocados por las etapas de estrés financiero e incorpora la creación de un sistema armonizado de niveles de apalancamiento.

El programa de implementación de los acuerdos de Basilea III establece tres niveles:

Nivel 1.- *Dictamen de condiciones domésticas* para la adopción de las medidas y estándares de Basilea III y su viabilidad de “ensamble” internacional en los tiempos fijados.

Nivel 2.- *Consistencia regulatoria*: que se refiere al aseguramiento de la armonización de las regulaciones domésticas con los requerimientos mínimos internacionales.

La evaluación se llevará a cabo en tres subniveles: cumplimiento, cumplimiento suficiente, incumplimiento relativo e incumplimiento, en de acuerdo al marco de trabajo establecido en el *Scope of the assessment key components of the Basel framework* ; el proceso de evaluación estará integrado por las siguientes etapas expuestas en el esquema 5:

Esquema 5. Etapas de implementación de Basilea III:

I.	Fase preparatoria	a).- Establecimiento de equipos de trabajo integrados por 5 a 7 personas incluyendo cuando menos a un miembro del comité así expertos seleccionados por las autoridades b).- Recopilación de información
II.	Fase de evaluación	a) Off-site assessment (análisis del cumplimiento de las regulaciones domésticas provista por el país o región) b) On-site assessment c) Drafting of assessment report (Reporte final)
III.	Fase de revisión	a) Revisión del estudio por el Standards Implementation Group (SIG) b) Aprobación por el comité de Basilea c) Publicación del resultado a través del sitio web del comité y su transmisión al FSB y en el Progress report on Basel III
IV.	Seguimiento	

Nivel 3.- Análisis ponderado de los riesgos de activos integrados en el balance bancario

Se refiere a la detección de diferencias relevantes en la evaluación propia de las instituciones bancarias (*risk-weighted assets RWAs*, bajo el enfoque de *IRB*⁶⁴ *Internal Rating Based*) en relación a un portafolios hipotético. Este análisis incluye un análisis *top-down* de los datos reportados por los bancos como el análisis *bottom-up*, incorporando la vigilancia de rangos de riesgo con un enfoque amplio transbancario y transfronterizo que determinen una calibración más precisa de las estimaciones de *probability default (PD)* y *Lost Given Default (LGD)* acorde con el perfil de las estrategias de negocio. Basilea III ofrece una actualización del riesgo general de los activos financieros que conforman el *RWA* (ver esquema 6).

Esquema 6. Niveles de seguridad de liquidez.

Categories for outstanding maturing secured funding transactions	Amount to add to cash outflows
Backed by Level 1 assets or with central banks.	0%
Backed by Level 2A assets	15%
Secured funding transactions with domestic sovereign, PSEs or multilateral development banks that are not backed by Level 1 or 2A assets. PSEs that receive this treatment are limited to those that have a risk weight of 20% or lower.	25%
Backed by RMBS eligible for inclusion in Level 2B	
Backed by other Level 2B assets	50%
All others	100%

⁶⁴ El IRB realiza una valoración del riesgo fundamentado en la segmentación de cada una de las líneas de negocio, reconoce seis tipos de riesgo: corporativos, soberanos, retailing, financiamiento de proyectos y de capital. Como componentes de riesgo el IRB incorpora los conceptos de PD y LGD. The probability of default (PD) se refiere al riesgo de impago de un deudor o grupo de deudores, the Loss Given Default (LGD), se expresa como porcentaje de riesgo referente al valor de los colaterales, por otra parte Exposure at Default (EAD) que se refiere al monto de pérdida. Toma en cuenta también la madurez de las exposiciones.

3.2.6 El ratio de liquidez bancario

La liquidez, es el elemento primordial del sistema financiero dado que representa la capacidad de un banco para financiar los incrementos en sus activos sin incumplir con el vencimiento de sus obligaciones y sin incurrir en pérdidas inaceptables, su preponderancia deriva de la naturaleza de la actividad fundamental de la banca como transformadora de las inversiones de corto plazo en préstamos de largo plazo cuyo proceso tiene como característica inherente una enorme vulnerabilidad y un alto riesgo en la disposición de recursos líquidos. Los principios de supervisión de la liquidez establecidos por el *BIS* (BIS, Principles for Sound , Liquidity Risk, 2008) se subdividen en 5 áreas:

Área 1 Fundamental:

Principio 1 (único). La principal obligación de las instituciones bancarias es la administración adecuada de su liquidez; para asegurar su cumplimiento, deberán adoptar los esquemas establecidos para su aseguramiento manteniendo un stock de resguardo de *high quality liquid assets (HQLA)*, dentro de estas actividades se encuentra el cálculo de probabilidades y la administración de impariamento de operaciones.

Área 2 Gobernanza en la administración del riesgo-liquidez.

Principios 2 al 4: referentes al mantenimiento de ratios de liquidez acordes con la línea de negocios de cada banco cuyas estrategias de manutención deberán ser autorizadas por la junta directiva. En relación a la valoración de los precios de sus activos líquidos, éste cálculo deberá incorporar obligadamente costos de liquidación, los beneficios y los riesgos, debiéndose implementar un sistema de medición de niveles de liquidez como de exposición al riesgo tanto de manera agregada como de

manera particular para cada una de las actividades relevantes del negocio; independientemente que su registro se lleve a cabo dentro o fuera de balance. Como resultado de este proceso, deberá emitirse periódicamente un informe preciso y detallado.

Área 3: Medición y Administración del riesgo de liquidez.

Principios 5 al 12: Establecen la obligación del banco de implementar sistemas de monitoreo y seguimiento de la liquidez así como la iteración constante de flujos de caja, realizando estudios permanentes sobre la obtención de liquidez por cada línea como el seguimiento *intradía* de sus posiciones como de los riesgos de liquidación.

Respecto de las actividades de fondeo deberá establecer políticas y criterios que garanticen su efectiva diversificación como el monitoreo de los colaterales de sus inversiones. Se establece la responsabilidad de las instituciones para formular planes de contingencia (*Contingency Funding plans: CFP*) como proyecciones que garanticen la tenencia suficiente de *HQLA* para afrontar cualquiera de los escenarios probables ante condiciones de estrés.

Área 4: de revelación pública.

Principio 13: referente a la publicación de posiciones y resultados de manera regular que permita a los participantes del mercado fundar una opinión sobre la posición de liquidez de la institución.

Área V de supervisión:

Principios 14 al 17: establecen un proceso permanente de examen de resistencia del sistema bancario combinando reportes financieros, con

información de mercado para determinar requerimientos de liquidez necesarios.

El *Liquidity Coverage Ratio (LCR)*, es un ratio tradicional de cobertura usado internamente por los bancos para hacer frente a eventos de contingencia de liquidez en un escenario de estrés de 30 días calendario; sus dimensiones deberán ser equivalentes al monto de sus flujos netos durante este periodo (BIS, The Liquidity Coverage Ratio and Liquidity Risk Monitoring Tools, 2013). Estos recursos deberán permanecer en *high quality liquid assets (HQLA)*, que consisten en monedas o activos financieros que pueden ser convertidos en efectivo con casi ninguna o ninguna pérdida aún en períodos de estrés financiero. Este stock deberá ser mantenido en proporciones mostradas en el anexo 5.

Como se puede observar; hay una distinción en dos niveles de los *HQLA*⁶⁵ en la conformación del portafolio que conforma las reservas del *LCR*, los considerados en el nivel 1 cuya incorporación es ilimitada, los pertenecientes al nivel 2A cuyo límite de inversión es del 40% y 15% para los de clasificación 2B.

Como excepción a esta normatividad, en caso que se demuestre la escasez de *HQLA*, será posible seguir criterios estrictos de elegibilidad para sustituirlos.

⁶⁵ La fórmula de cálculo del *HQLA* es la siguiente: Nivel 1 + Nivel 2^a + Nivel 2B- ajuste del 15% cap-ajuste del 40% cap.

De forma alternativa se puede expresar : Stock de *HQLA* = nivel1 + nivel2A + nivel 2B – Max ((nivel ajustado 2A + nivel ajustado nivel 2B) – 2/3* nivel 1 ajustado, nivel ajustado 2B – 15/85 * (nivel 1 ajustado + nivel ajustado 2^a), 0).

3.2.7 Consideraciones relativas a los mecanismos de regulación

El control de la actividad financiera bancaria, dada su importancia fundamental en la economía mundial como depositaria de las prerrogativas para el manejo de los medios de pago y crédito, no debe ser delegado enteramente a la iniciativa privada. Los períodos de liberalización financiera coinciden con las etapas más severas de crisis globales; tales han sido los casos de las crisis de 1929, la crisis asiática, *subprime* y europea; eventos en los que la banca ha sido el epicentro de la disrupción financiera demostrando con ello la naturaleza endógena de las crisis en el sistema de mercado.

No obstante que existen avances importantes en Basilea III respecto al reconocimiento de la necesidad de incrementar el nivel de reservas líquidas de la banca comercial, la limitación de la *securitización* y el control de las dimensiones de colocación de derivados; prevalecen tres problemas fundamentales en la banca:

El primero, derivado de su naturaleza *maximizadora* de beneficios, que le hace conservar su proclividad hacia la especulación. En una primera etapa postcrisis sus operaciones se concentrarán nuevamente en las actividades de mayor rendimiento esperado con un pronunciado spread en las tasas de interés para recuperar pérdidas con menores plazos de redención y menores riesgos; conduciendo de nueva cuenta a una pronta saturación que impedirá el financiamiento armónico y suficiente de las actividades económicas cuya tasa promedio de ganancia se encuentre por debajo de sus objetivos corporativos. En una segunda etapa, como resultado de esta saturación y de la recapitalización bancaria, reaparecerá

nuevamente el apetito por el riesgo, con la apuesta de una nueva intervención del Estado en caso de surgimiento de una nueva crisis.

El segundo problema se refiere a que los criterios de inversión de las reservas líquidas establecidas por *Basilea III* descansan en la deuda del Estado como reserva segura (*HQLA*), por lo que la banca finalmente asigna de nueva cuenta a este agente la función de subsidiario de la red de seguridad financiera mundial.

El tercer problema, se refiere a la prevalencia de la *prociclicidad* del modelo de crédito mundial como del riesgo dentro del ciclo económico, que amplificará los ciclos de auge y depresión.

En relación al rol de la banca central como agente autónomo separado del control del Estado, comprometido con el funcionamiento de los mercados mundiales, se generaran nuevamente condiciones de crisis.

Finalmente, cabe la reflexión referente a que la “economía de mercado y la moderna y eficiente banca global y regional”; no solo han sido incapaces de promover el crecimiento y la eficiencia económica sino han sido incapaces de hacer frente a sus errores, siendo el Estado el único actor que ha tenido la capacidad de intervenir para garantizar la solvencia del sistema económico global.

3.3 El nuevo Riesgo Global

En este apartado, se pretende analizar el comportamiento del sector financiero durante el periodo reciente de desregulación, por medio de la evidencia estadística y a través del análisis teórico expuesto en el capítulo I, confirmando la proclividad de este sector hacia el endeudamiento y la potenciación del riesgo como mecanismos de obtención de ganancias; se incorpora una exposición de los efectos de las prácticas del sector en el deterioro de las condiciones financieras globales como de la inversión real. Adicionalmente, se hace una exposición de los procesos de revaluación potencial de la deuda derivada de la apreciación de las monedas globales como de los costos de servicio determinados por el aumento en las primas de riesgo en periodos de crisis.

3.3.1 Consideraciones preliminares sobre el desempeño económico global

Con el objetivo de ofrecer un contexto que nos proporcione elementos para valorar los resultados de la actividad financiera durante el período de liberalización, se incluyen algunas consideraciones sobre el desempeño de los indicadores sistémicos.

Una primera consideración de análisis es la *reducción de la tasa de crecimiento* en la formación bruta de capital fijo en un 6.02%, entre 1966 y 1973; y del 1.2%, entre 1976 y 2102 (ver gráfica 39), acompañada por una tendencia de disminución en la tasa anual promedio de crecimiento mundial en un 5.6% (3.70% como tasa promedio de 1966 a 2012 y del 2.89 a partir de 1980, ver anexo 8). Se constata por tanto que la liberalización de la producción no provocó efectos positivos en la inversión.

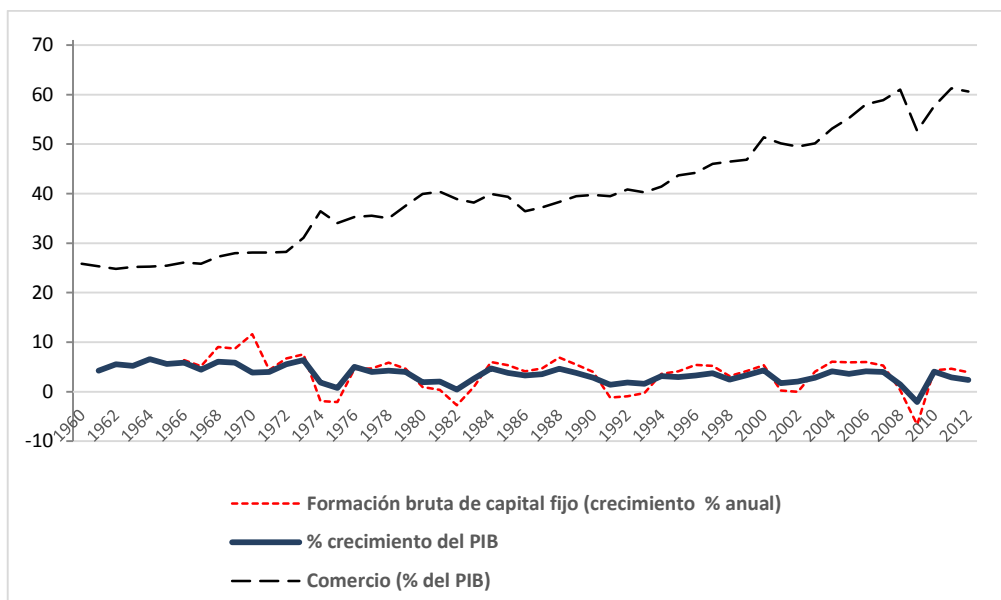
En perspectiva, es posible identificar dentro del periodo de 1951 a 1974, una tasa de crecimiento mundial promedio del 4.8%; muy superior a la observada de 1974 hasta 2009, que promedió el 3.2%, etapa que además experimentó seis períodos recesivos. Para Skidelsky (Skidelsky, 2010, págs. 117-120) un factor fundamental en la inestabilidad del crecimiento mundial ha sido el incremento de la volatilidad de las tasas de cambio.

Una segunda consideración es la caída de la tasa de ganancia observada en la economía global, cuyos efectos directos sobre la inversión⁶⁶ muestran un comportamiento similar a una *trayectoria a la Marx o de decremento en la tasa de ganancia* (Astarista, 2014) que coincide, con el comportamiento descrito por *Brenner* (Brenner, 2013, pág. 145), ilustrado en la gráfica 40. Salta a la vista el contraste del desempeño de ambos indicadores respecto de la potente tasa de incremento en los precios de los *activos bursátiles*⁶⁷, así como con el persistente aumento en los precios internacionales de los *commodities*, cuyo índice (2005=100) tuvo un incremento de 54.76 en 1992 a 180.31 para 2008.

⁶⁶ (Astarista, 2014) Ofrece otra aproximación del cálculo de la tasa de ganancia, cuyos resultados son consistentes con los calculados por Brenner, con la reserva de la indisponibilidad de datos sobre el capital de trabajo invertido. Establece un rango de tasa de ganancia en EEUU entre 1989 y 2009 que va del 7% al 12%, identificando en 1989 y 2001 dos mínimos del 7%; y para 2008 un mínimo del 5%. Las manufacturas muestran caídas en 2001 del 8% y los demás resultados en un rango de entre el 6 y el 14. No se disponen de datos globales para este cálculo.

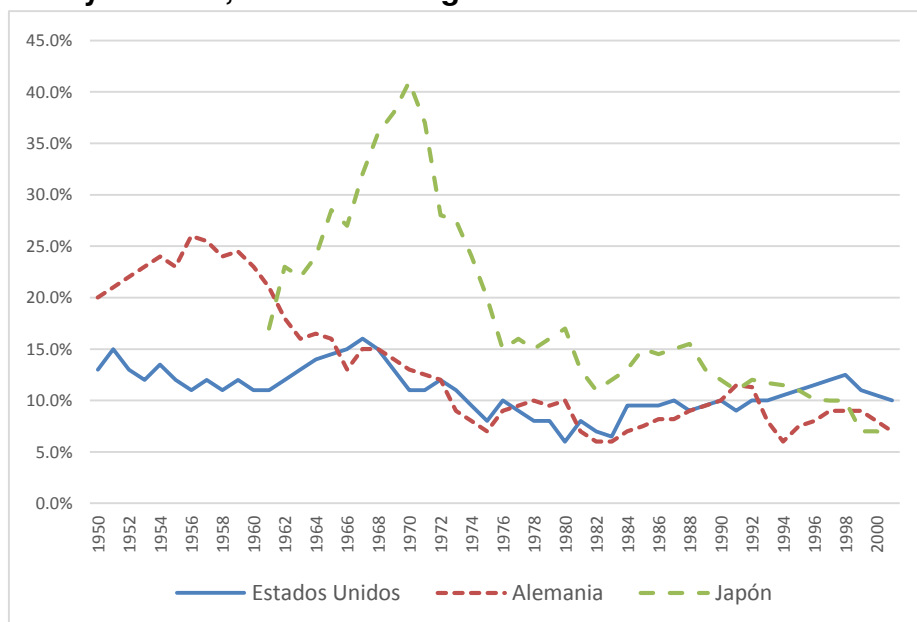
⁶⁷ Los activos bursátiles mundiales mostraron una tasa promedio anual de crecimiento del 5.75% en relación al PIB global a partir de 1989 hasta 2007, tocando un valor máximo, que representó el 52.97% de la producción mundial hasta antes de la crisis. Tomando en cuenta el periodo comprendido entre 1989 y 2011, esta tasa se promedia al 2.25% considerando el ajuste post crisis subprime. Ver: FMI, Financial Development59-41ac-9b90-da9968f96158_With_Metadata, al 3 de mayo de 2014.

Gráfica 39. Comparativo de tasa de crecimiento del PIB- formación bruta de capital fijo versus composición del comercio en el PIB mundial



Tomado de: Worldbank database recuperado el 4 de mayo de 2014.

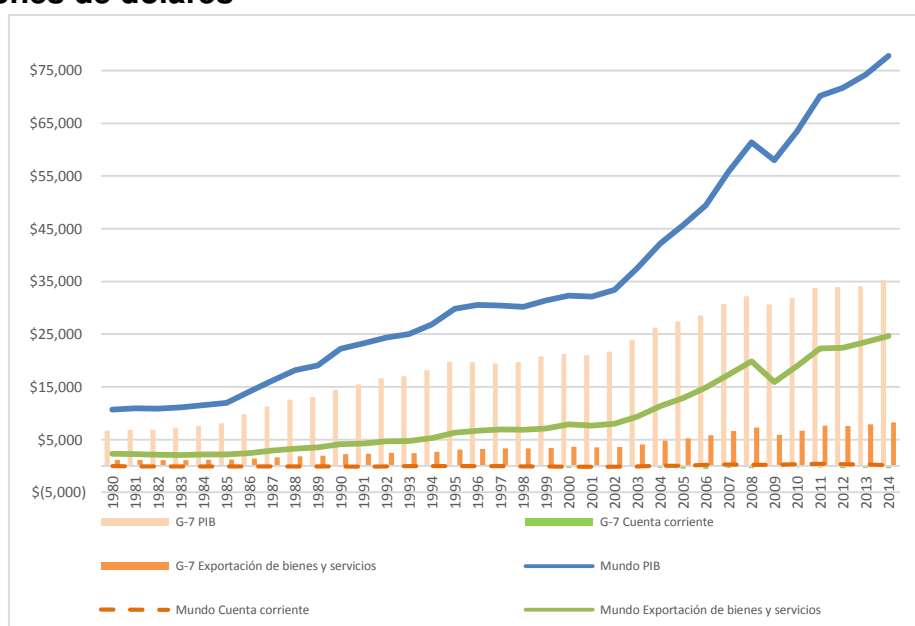
Gráfica 40 Tasa de ganancia neta del sector privado estadounidense, Japonés y Alemán, 1950-2001 según Brenner



Tomado de Brenner: Op. Cit. Pág. 145.

En lo relativo a la composición de la producción, puede apreciarse un considerable descenso en la participación de las economías integrantes del G-7 en el PIB global, del 69% en 1987 a un 45% para 2014; (ver gráfica 41 y tabla del anexo 9). Podemos también observar, que la economía mundial muestra una reiterada acumulación de *imbalances* derivados del desequilibrio de la cuenta corriente agregada, cuya sustentabilidad ha dependido de manera creciente del soporte proporcionado por el sistema financiero. Es importante hacer notar que en el caso de las economías integrantes del G7 se mantiene un balance agregado positivo, no obstante el comportamiento deficitario de la economía norteamericana.

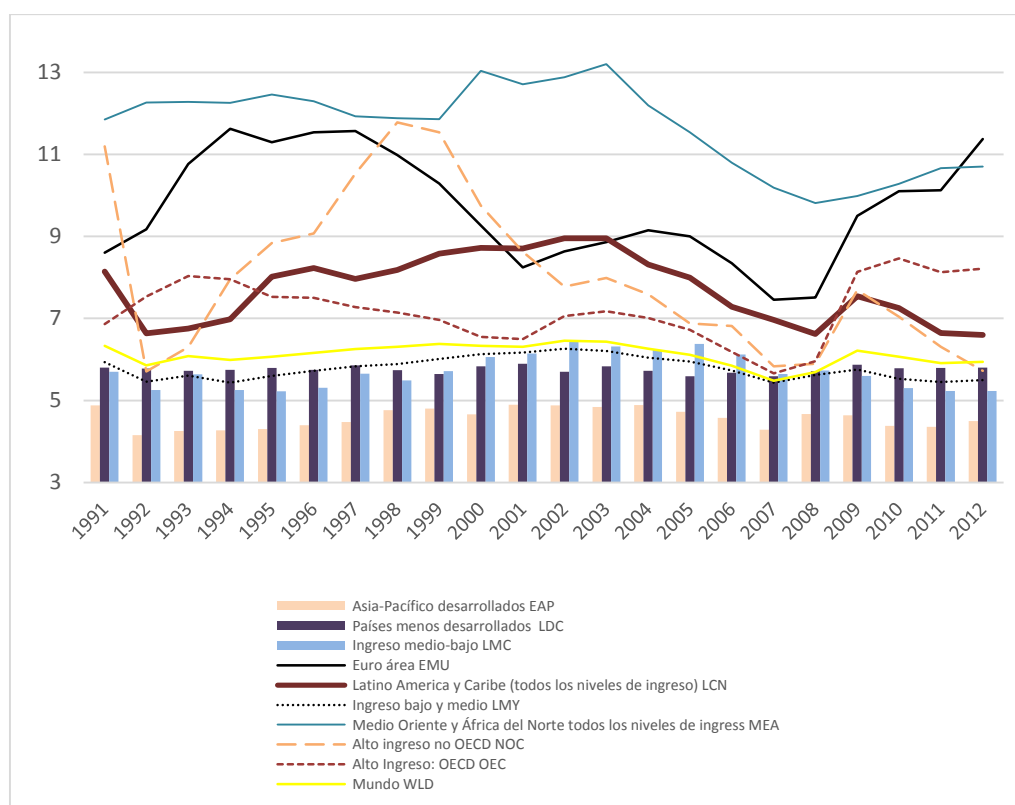
Gráfica 41 PIB, exportaciones y cuenta corriente global y G-7 en billones de dólares



Fuente: <http://data.worldbank.org/topic/labor-and-social-protection> recuperado el 27 de mayo de 2014

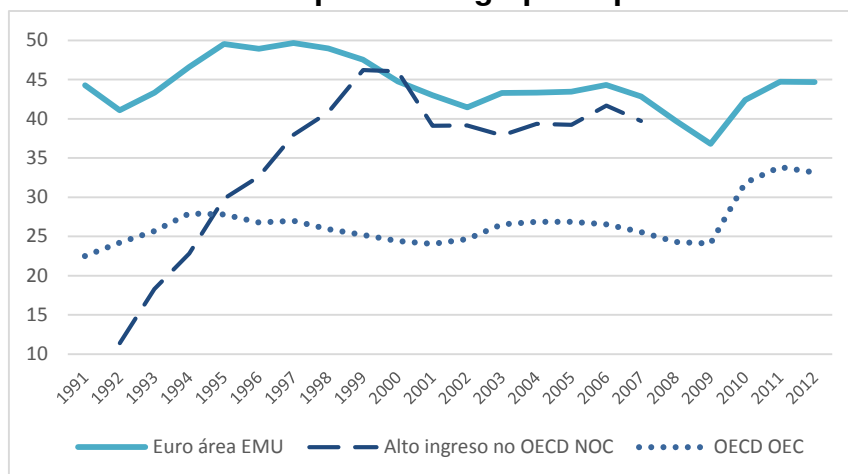
En lo concerniente a la tasa de desempleo, la eurozona en conjunto con las economías con altos ingresos, y Latino América-Caribe, muestran las más altas tasas de desocupación desde 1990; sólo superados por África y Medio Oriente. Se aprecia también un repunte en la tasa de desempleo de largo plazo en las economías más desarrolladas (gráficas 42 y 43, anexo 10).

Gráfica 42. Tasa de desempleo por zona, % del total de la población



Fuente: <http://data.worldbank.org/topic/labor-and-social-protection> recuperado el 27 de mayo de 2014.

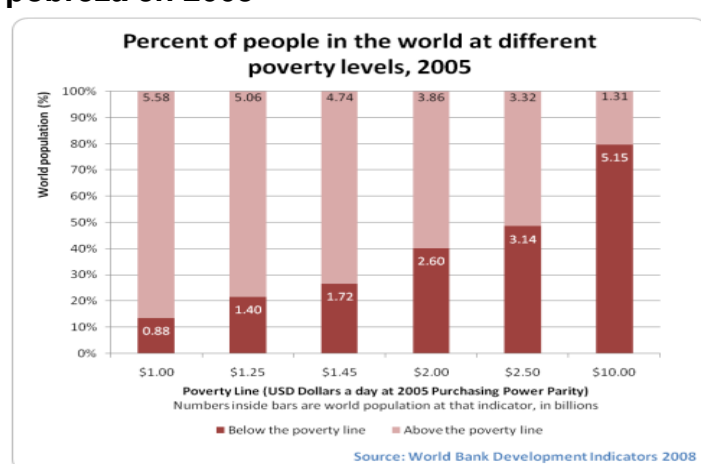
Gráfica 43. Tasa de desempleo de largo plazo por zona



Fuente: <http://data.worldbank.org/topic/labor-and-social-protection> recuperado el 27 de mayo de 2014.

Una última consideración sistémica que cabe en este análisis preliminar, es el indicador de pobreza, el cual muestra una notable desigualdad en la distribución del ingreso: 50% de la población mundial subsiste con un ingreso menor a dos dólares y medio al día y un 80% tiene un ingreso menor a 10 dólares diarios, como se expone en la gráfica 44.

Gráfica 44. Distribución de la población mundial en los diferentes niveles de pobreza en 2005



Tomado de: <http://www.globalissues.org/article/26/poverty-facts-and-stats>. Recuperado el 25 de mayo de 2014.

3.3.2 El desempeño del sector financiero y los componentes del riesgo financiero global

Este apartado está orientado a exponer de manera sintética el agravamiento de las condiciones de fragilidad de la economía mundial posterior a los dos decenios de instrumentación del modelo globalizador, en el entendido que las crisis financieras muestran efectos más negativos que las crisis económicas.

Podemos identificar el alto endeudamiento global como factor causal y como multiplicador de los eventos recesivos del sistema económico ante escenarios de aumentos en las primas de riesgo, revaluación de las monedas mundiales, incremento en los imbalances y de la volatilidad en los precios de los activos financieros que inhiben y encarecen la actividad económica real. Es posible afirmar que las dimensiones del apalancamiento global actual, son inequívocas a las de cualquier otro período en la historia económica, cuyo origen se puede identificar en la incapacidad que ha mostrado el sistema de mercado para generar flujos suficientes para la conclusión de su ciclo de capitalización (Taylor, 2012)⁶⁸.

Durante las últimas dos décadas, los precios de los activos bursátiles se han desempeñado como el soporte referencial de liquidez del sistema financiero. El sistema bancario, por su parte, ha actuado como la principal fuente de financiamiento de los Estados, del sector privado y como

⁶⁸ Taylor (Taylor, 2012), *identifica como factor primordial de las crisis recientes al proceso de financiarización al que define como el crecimiento del agregado monetario M2 por encima de las dimensiones del PIB; coincide en que las presiones de crisis provienen los actuales niveles de endeudamiento privado como público y de la magnitud de los balances bancarios. Taylor refiere la represión financiera como el factor explicativo fundamental de la ausencia de crisis económicas durante las décadas de los años 40 a los 70.*

impulsor del valor de los activos financieros a través del incremento de las dimensiones de sus balances.

En la lógica expuesta, definiremos los siguientes componentes del riesgo financiero global:

- El comportamiento inmanente del sector financiero (bancario-bursátil).
- La dimensión de la deuda de los Estados.
- El servicio de la deuda externa mundial.
- Las tasas efectivas de interés y la tasa de cambio de las monedas mundiales⁶⁹.

3.3.3. El comportamiento inmanente del sector financiero

Podemos observar que el sector bancario experimentó hasta finales de los años noventa, tasas moderadas de retorno sobre su capital propio; sin embargo, a finales de la década, se pudo advertir una recomposición de las carteras de inversión las cuales mostraron un marcado apetito por la adquisición de activos en el dinámico y volátil sector bursátil que ofrecía a esas fechas, un formidable crecimiento de precios con un valor acumulado equivalente al 20% del PIB global; tendencia que se mantendría hasta el estallido de la crisis *subprime*, alcanzando un valor equivalente al 52.97% de la producción mundial. Aunado a lo anterior, la banca llevó a cabo una

⁶⁹ Este factor tiene una relevancia fundamental en los niveles de solvencia mundial en el mediano plazo, considerando un posible agotamiento del largo periodo de disminución de la tasa de interés primaria en Estados Unidos que inició en el año 2000, aunado a las altas primas de riesgo que se suman a la tasa base en los mercados financieros mundiales y cuyos niveles se incrementan en períodos de crisis y se mantienen por largos lapsos de tiempo.

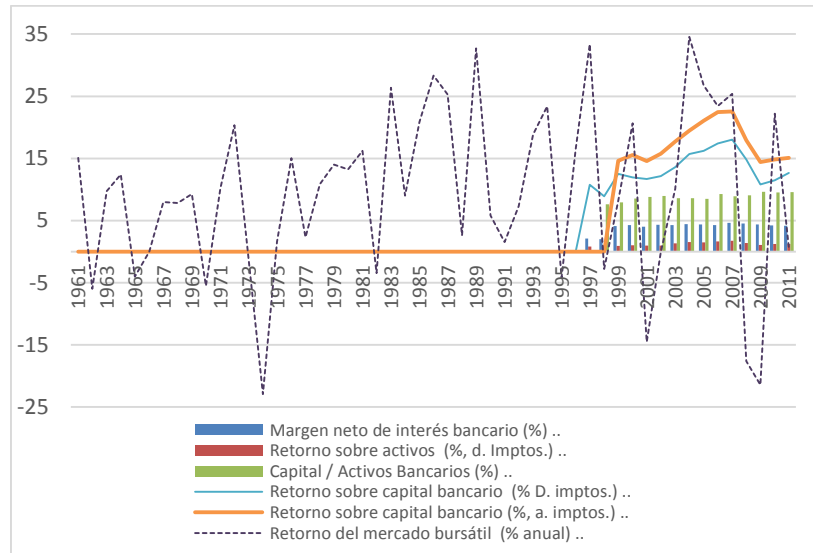
fuerte expansión real como ficticia de las dimensiones de sus balances, por medio del impulso que ofreció la banca central incrementando *M2* y a través de la innovación intensiva de productos financieros.

Alternadamente, se evidenció una orientación intensiva del crédito como de los fondos de ahorro hacia inversiones financieras con alta inestabilidad y con una marcada sobre capitalización, como se pueda apreciar en la gráfica 45. Esta estrategia le permitió al sector bancario reportar tasas de ganancia muy superiores a las tradicionales hasta antes de la crisis *subprime*, no obstante el enorme aumento del número de créditos incobrables.

Las prácticas intensivas de cobertura y especulación con productos derivados *OTC*, así como la participación del *Shadow banking System*, ampliaron las dimensiones del riesgo sistémico. Las dimensiones de los productos derivados emitidos sobre las operaciones bancarias superaron 14 veces el valor de los créditos otorgados en Estados Unidos. En la euro área, los activos financieros de los agentes no bancarios representaron el 117% del PIB para 2012 y a nivel global tan solo los activos financieros de los *non Banks* representaron aproximadamente, una proporción del 223% en relación al PIB (anexo 11).

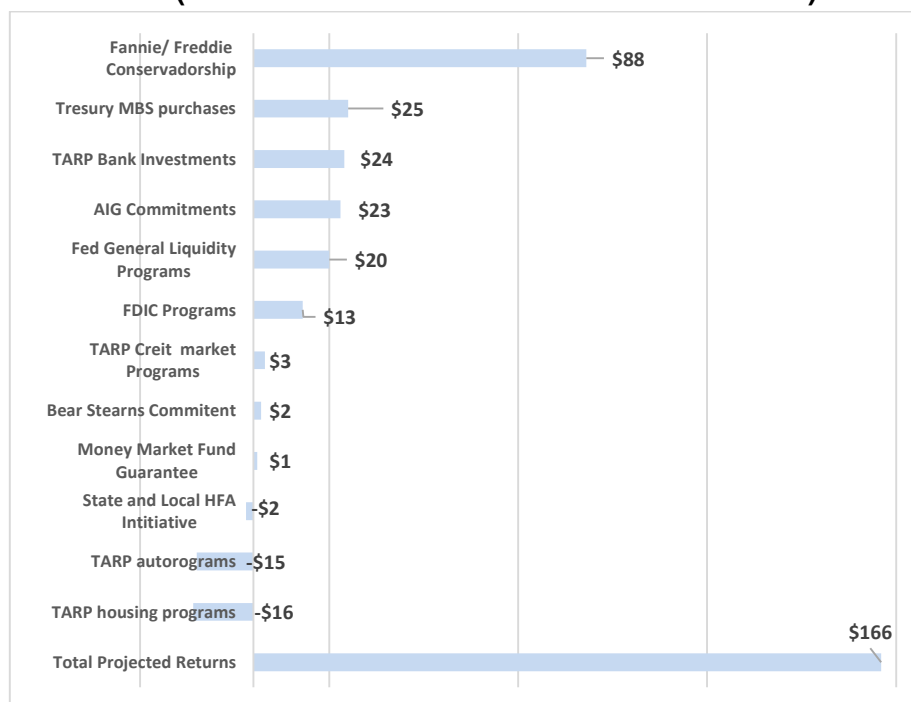
Resultado de estas prácticas, las pérdidas bancarias en Estados Unidos hacia finales del 2013, sumaron un total de 166 billones de dólares (gráfica 46), equivalentes al 1.03% del PIB estadounidense y al 74.8% de la inversión extranjera directa para 2012 en ese país (Geithner, 2014, pág. 497). Sin embargo para Skidelsky el daño global de la crisis derivado de la dispersión de los activos tóxicos estadounidenses fue equivalente a 14 trillones de dólares (Skidelsky, 2010, pág. 17).

Gráfica 45. Comparativos de retorno sector bursátil y bancario



Tomado de: Financial Development59-41ac-9b90-da9968f96158_With_Metadata, recuperado el 3 de mayo de 2014.

Gráfica 46. Proyección de retornos y pérdidas de los contribuyentes, cierre de 2013 (Cifras en billones de dólares americanos)



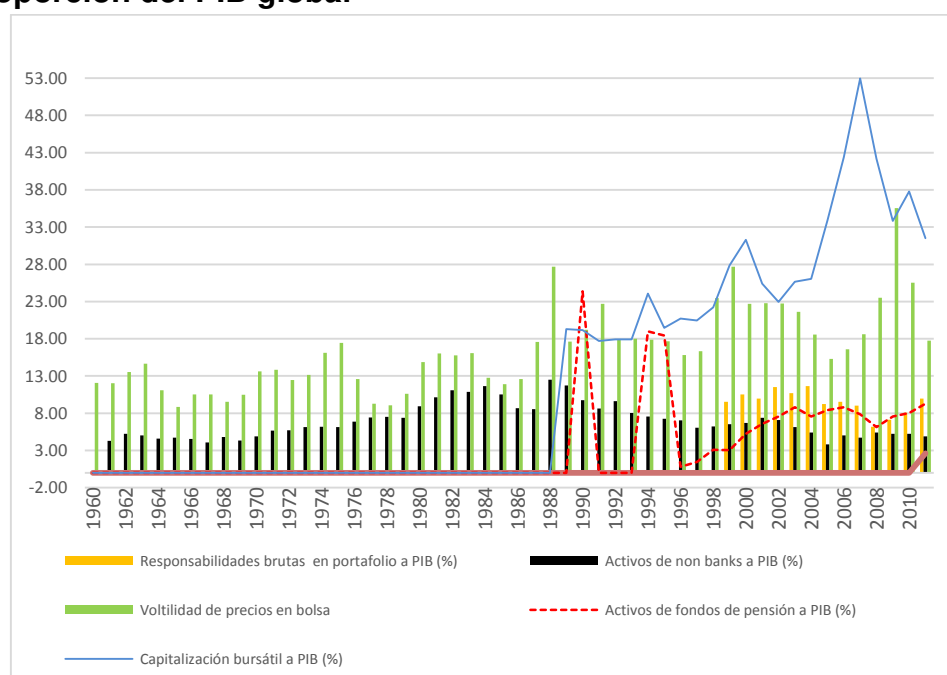
Tomado de: (Geithner, 2014, p. 497).

Durante el periodo 1990 al 2010, los activos financieros emitidos sobre fondos de pensión, (principalmente estadounidenses) representaron en promedio el 6.81% del PIB mundial, equivalentes a alrededor de una cuarta parte de la capitalización promedio de los activos bursátiles globales, la participación de los fondos de pensión en Estados Unidos representaron una proporción del 72% del PIB de ese país, lo que demuestra la dependencia que tienen estos derechos en su colocación en los mercados globales para su sustentabilidad. Durante este mismo periodo, el crédito doméstico a empresas privadas se amplió del 25% al 41% del PIB mundial, en Estados Unidos representó un aumento del 121% al 191% de su producción doméstica. El ingreso de capitales foráneos a la bolsa de valores de Estados Unidos a partir de 1997 contribuyó de manera importante a financiar el déficit de cuenta corriente.

La economía mundial mostró desde inicios de la década de los noventa un extraordinario incremento en las dimensiones de los activos financieros de deuda provocada por operaciones dentro y fuera de balance, tanto de la banca constituida como del *shadow banking system*, se experimentó también, una expansión redundante de productos derivados bursátiles como extrabursátiles sobre un número limitado de subyacentes. Gran parte del crédito bancario ofrecido fue utilizado de manera intensiva para soportar posiciones en activos financieros que coronaron el proceso con una enorme inflación de precios (ver gráficas 47 y 48, anexo 12). No obstante las medidas tomadas después del año de 2008, para mediados del 2013, el incremento de préstamos no bancarios provocaron un nuevo período de volatilidad como de presiones alcistas en las tasas de interés internacionales (IMF, Global Financial Stability Report, 2014).

Al día de hoy, la banca internacional mantiene una creciente administración de depósitos con un valor aproximado del 40% del PIB global, los cuales están altamente concentrados en cinco instituciones que representan la tenencia de 82% de los activos financieros del sector, como lo muestra el reporte del Banco Mundial (Financial Development59-41ac-9b90-da9968f96158_With_Metadata, recuperado el 3 de mayo de 2014). Las posiciones de los *G-SFIs* (*Global Systemic Financial Institutions*) aún se desconocen, dado que no han sido publicadas a la fecha ⁷⁰.

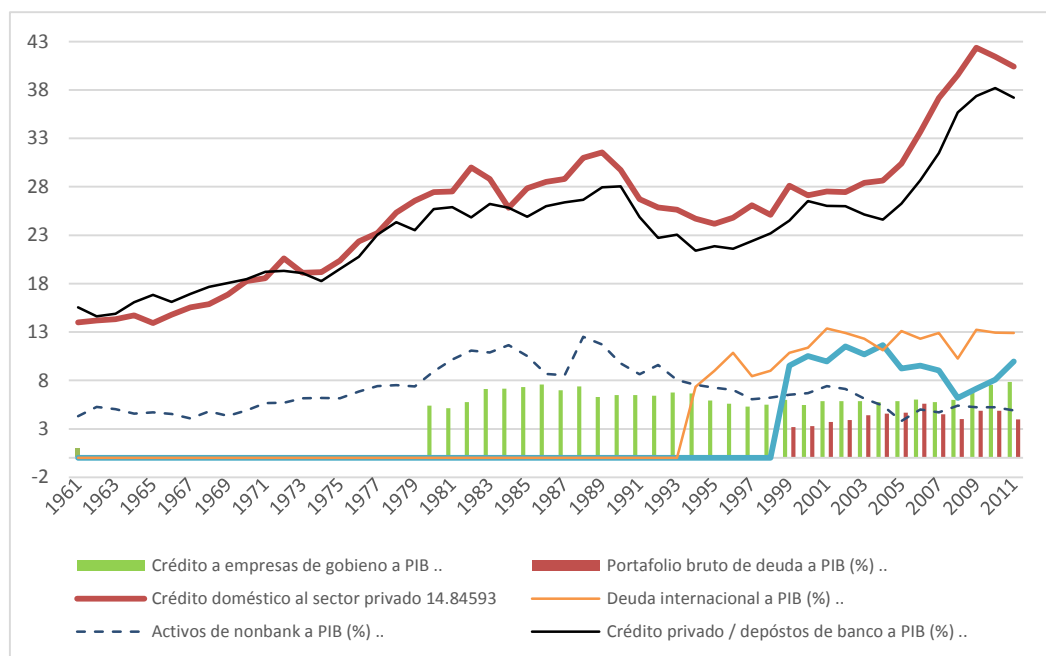
Gráfica 47. Evolución de las dimensiones de activos financieros en proporción del PIB global



Tomado de: Financial Development59-41ac-9b90-da9968f96158_With_Metadata, recuperado el 3 de mayo de 2014.

⁷⁰ Adicionalmente hay que considerar la limitante en la disponibilidad de los datos financieros, debido a que las cifras publicadas por parte del FMI como de BM al 21 de mayo de 2014, reportan únicamente resultados hasta el 2011 y 2012 respectivamente.

Gráfica 48. Dimensión de los valores de deuda en todos sus vencimientos (cifras en porcentaje del PIB).



Tomado de: [Financial Development59-41ac-9b90-da9968f96158_With_Metadata](#), recuperado el 3 de mayo de 2014.

No obstante que la aplicación de los principios de Basilea III en la banca a nivel global, busca incrementar el ratio de liquidez del sistema, aumentando la calidad y la cantidad de sus depósitos líquidos (del 8% al 13%) como una medida para contener la expansión crediticia, la necesidad de financiamiento de los *imbalances* de la economía mundial sigue en aumento y las medidas adoptadas ofrecen como fórmula fundamental ampliar los umbrales de desatamiento de las crisis de impago y perpetuar el riesgo moral de una actividad bancaria autónoma demasiado grande e importante para que los Estados se abstengan de rescatarla de nueva cuenta.

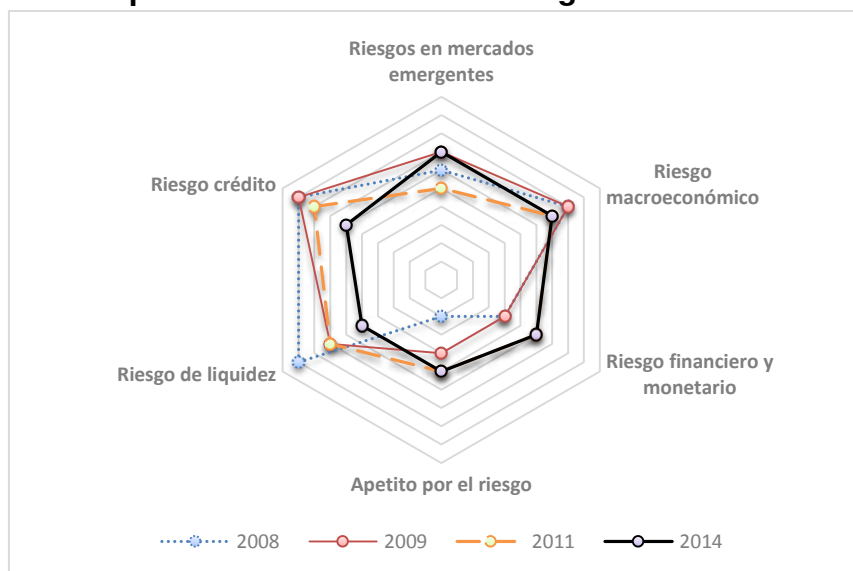
En concordancia con lo recientemente expuesto, el informe de estabilidad financiera global del FMI (IMF, Global Financial Stability Report, 2014) muestra para 2014, un repunte en el apetito por el riesgo por parte de los agentes financieros (Gráfica 49) , un reinicio de la volatilidad provocada por la presión de los flujos de capitales y la adquisición de bonos en un número cada vez mayor de economías que presentan desbalances progresivos (específicamente en las economías emergentes), generando un creciente *Systemic liquidity mismatch*, que representa una severa brecha entre la capacidad de los *market makers*, (bancos internacionales) y las dimensiones del capital financiero.

Las dimensiones de M2 se mantienen en alrededor de los 52 trillones de dólares (gráfica 50), niveles de crédito superiores a 7 trillones respecto del 2009.

Estas condiciones muestran un escenario de reinicio de una intensa actividad especulativa alentada por el equilibrio de la política monetaria norteamericana; no obstante prevalece un escenario compuesto por una eurozona con fuertes restricciones crediticias y con una gran fragilidad financiera, acompañada por un nuevo proceso de desbalance por parte de los mercados emergentes y una canalización sostenida de subsidios globales a los bancos denominados *too important to fail (TITF)*. IMF, en un marco de bajo crecimiento mundial y de inminentes riesgos recesivos.⁷¹

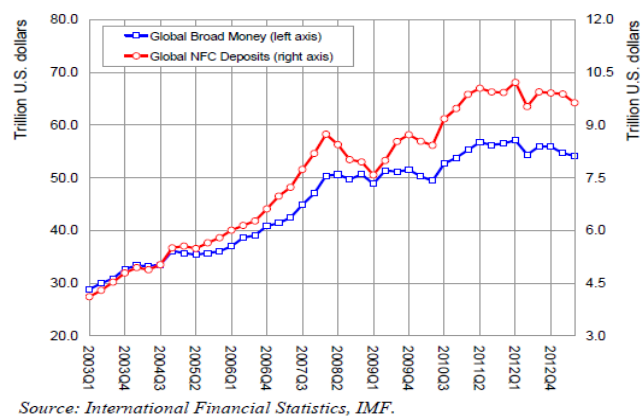
⁷¹ Se refiere fundamentalmente a los G-SIFI ; en el IMF Staff discussion note, 2011 se establecen tres criterios que conforman esta clasificación: cobertura (local, regional o global), modelo de negocio (inversión, universal y comercial) y actividad transfronteriza (menos del 40%, más del 40% y del 100% de sus operaciones con el extranjero). El objetivo de esta clasificación fue redefinir el rango de operaciones autorizadas por estas instituciones, regular su tamaño, complejidad y riesgo. Durante el periodo de 2000 al 2009, los activos financieros en poder de los TITF pasaron de 22 trillones de dólares a alrededor de 58 trillones , crecimiento concentrado fundamentalmente en la banca universal y comercial (IMF, Staff discussion note, 2011:7.)

Gráfica 49. Mapa de estabilidad financiera global



Fuente: FMI, Global Financial Stability Map, Global Financial Stability Report 2008, 2009, 2011 y 2014.

Gráfica 50. Dinero en sentido amplio M2 y liquidez global en dólares GL en depósitos NFC⁷² en trillones de dólares 2012Q1-2013Q2



Tomado de: IMF WP/14/9, **Working paper Global Liquidity through the Lens of Monetary Aggregates**, Kyuil Chung, Jong-Eun Lee, Elena Loukoianova, Hail Park, and Hyun Song Shin.

⁷² Se refiere a la suma de dinero transferible y otros depósitos públicos como privados de corporaciones no financieras a otras corporaciones depositarias (ODCs), en divisa nacional y moneda extranjera.

3.3.4. La dimensión de la deuda de los Estados

Durante el período de 1990 a 2013 se puede apreciar un importante crecimiento de la deuda de los Estados dirigida al financiamiento del sector privado como hacia la mitigación de los efectos de las crisis financieras como de la atonía económica. Los países pertenecientes al G-7, específicamente Japón, Francia, reino Unido y Estados Unidos muestran un importante incremento en su deuda en relación al PIB. (Ver gráfica 51).

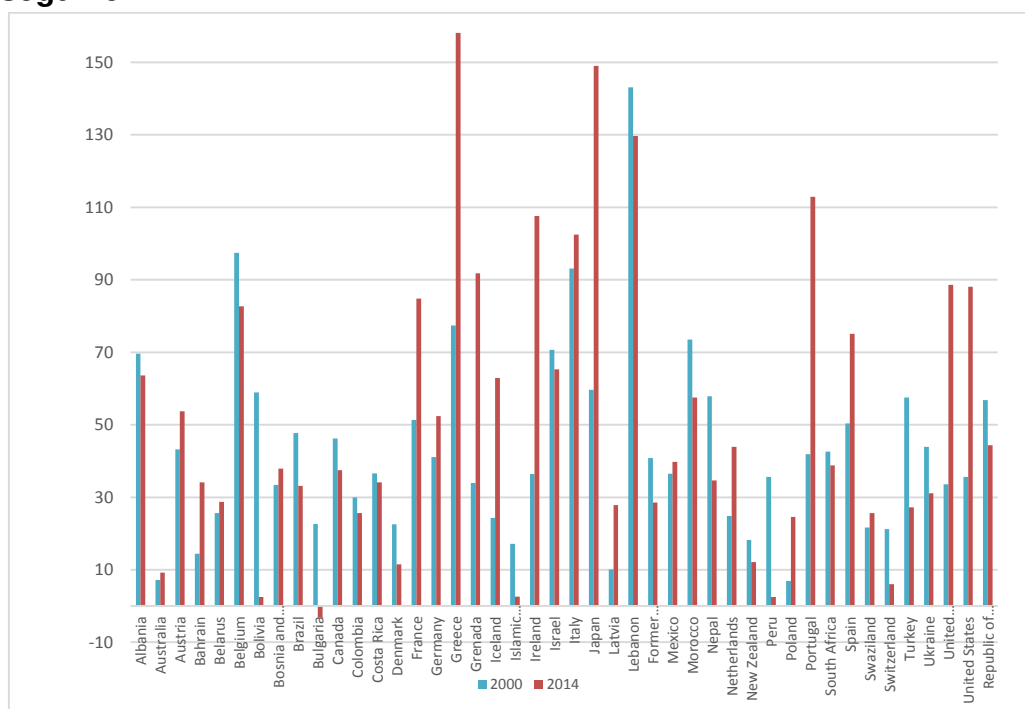
En el caso particular de Estados Unidos, esta condición aparejada con una cuenta corriente persistentemente negativa a niveles superiores al 8% del PIB, sitúan a la economía norteamericana en un Estado de alta vulnerabilidad; al respecto cabe señalar que la fragilidad se convierte en sistémica ya que el consumo global depende en gran medida de los límites de endeudamiento de ese país el cual está sustentado en la emisión de bonos del tesoro y en el ingreso de flujos financieros de portafolio en bolsa.

Para 2014, el *Global Financial Stability Report* (IMF, Global Financial Stability Report, 2014, págs. 2-26) exhibe un sostenido aumento del endeudamiento global, tanto de las familias, del sector privado, como de los Estados, no obstante la deuda bancaria ha disminuido marginalmente; sin embargo, este escenario muestra sensibles riesgos ante las probabilidades de un repunte en la tasa ofrecida por los bonos de 10 años en Estados Unidos.

Lo anteriormente expuesto, denota el alto nivel de vulnerabilidad en el que se sitúa la economía mundial ante cualquier impacto provocado por eventuales aumentos en las tasas de interés o por la desaceleración del crecimiento global que pudieran provocar una disminución del flujo

internacional de divisas, y con ello, la disminución de la liquidez, principalmente de las economías que muestran altos índices de endeudamiento, cuyo desempeño, depende en gran medida de la estabilidad financiera internacional

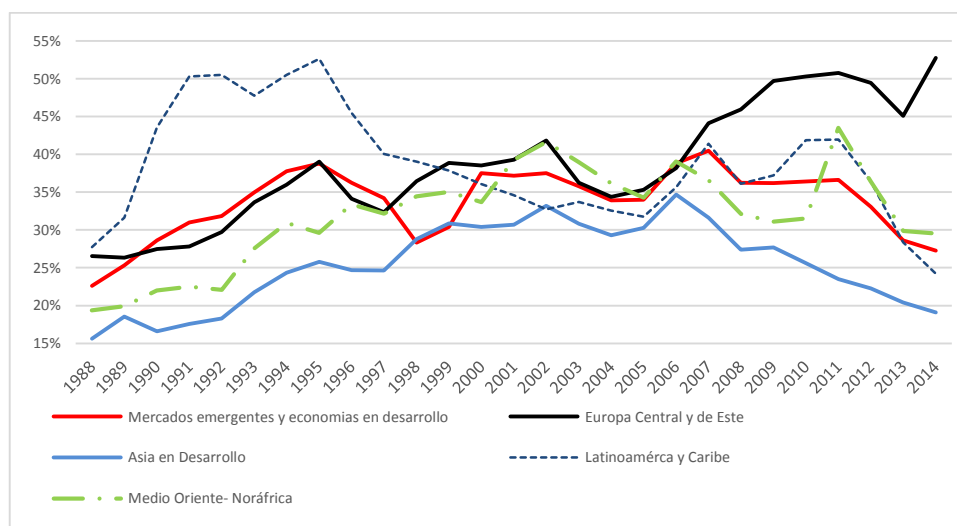
Gráfica 51. Deuda neta de los Estados, % del PIB, datos disponibles según el FMI



3.3.5 El servicio de la deuda externa mundial

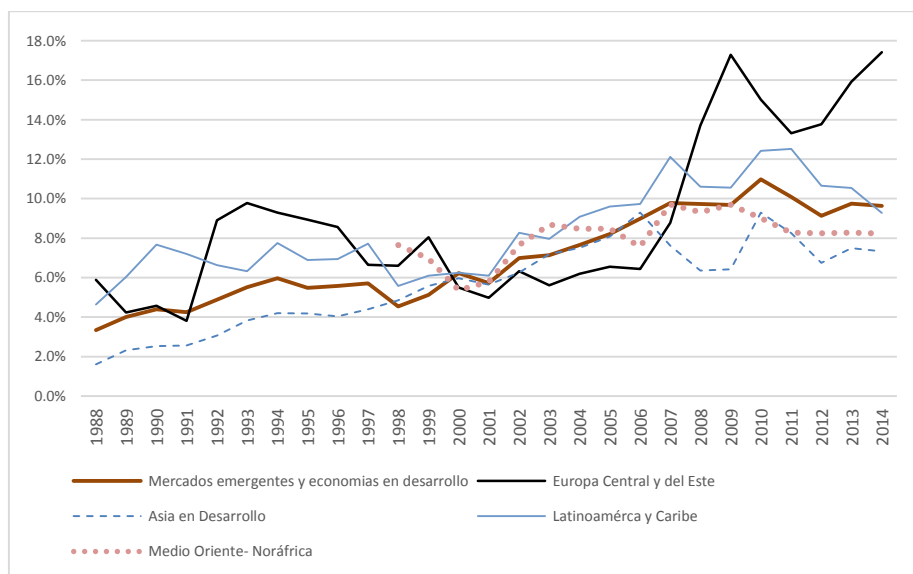
En lo relativo a las dimensiones de la deuda externa, Europa Central y Europa del Este exhiben un considerable aumento en sus obligaciones netas, en contraste con los bloques de Asia en desarrollo, Latinoamérica y Caribe las que, junto con las economías emergentes en general muestran una importante reducción de sus obligaciones totales; sin embargo, el costo del servicio de la deuda ha tendido a mantenerse en los mismos niveles e incluso a incrementarse. (Ver gráficas 52 y 53) (anexos 13 al 15). Estas condiciones contribuyen a mantener una considerable presión sobre el sector externo, fundamentalmente en el caso de las economías deficitarias cuya estabilidad depende de tres factores: la disponibilidad de los flujos en los mercados financieros, la regularidad sus exportaciones y los niveles en las tasas de interés internacionales.

Gráfica 52. Deuda externa en proporción al PIB por región



Fuente: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2013, 2013 y 2014 son proyectados, recuperado el 30 de abril de 2014.

Gráfica 53. Servicio de la deuda externa en proporción al PIB por región



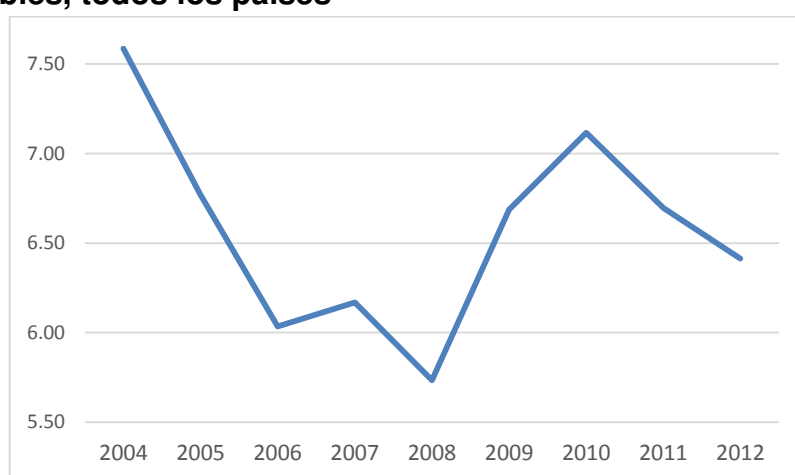
Fuente: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2013, 2013 y 2014 son proyectados, recuperado el 30 de abril de 2014.

3.3.6 Las tasas efectivas de interés y la tasa de cambio de las monedas mundiales

Durante el periodo de referencia, observamos el predominio de altas tasas efectivas de interés en los mercados mundiales, cuyos niveles inciden directamente en el costo del servicio, tanto de la deuda externa como la deuda interna de los Estados. No obstante la disminución experimentada por las tasas de interés primarias en el último decenio, las primas de riesgo han mantenido el encarecimiento del costo internacional del fondeo, como se puede apreciar en la gráfica 54, induciendo consistentemente a la tasa real de fondeo a superar la tasa de crecimiento económico.

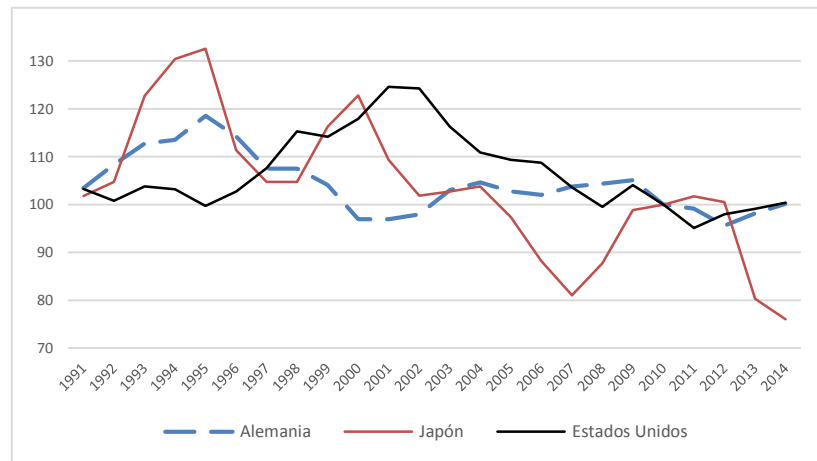
El segundo factor que ha determinado la revaluación de la deuda es la recuperación del precio de las monedas internacionales, como lo son el dólar americano, el euro y el yen; que han mostrado una tendencia hacia la sobrevaluación a partir del 2008. Ambos factores conducen a una revaluación en términos reales de la deuda mundial. (ver gráfica 55).

Gráfica 54. Tasa de premio por el riesgo, promedio de datos disponibles, todos los países



Data from database: WDI Last Updated: 05/06/2014, Risk premium on lending (lending rate minus treasury bill rate, %).

Gráfica 55. Tasa de cambio de las monedas mundiales 100= equilibrio



Fuente: Global Economic Monitor599d43c4-6fa8-49a7-9319-1be816927790_With_Metadata, recuperado el 12 de mayo de 2014.

Finalmente, la liberalización de las tasas de interés como en las tasas de cambio, han resultado poco favorables para disminuir el costo del financiamiento internacional dada la inestabilidad permanente que han mostrado los mercados financieros.

3.3.7 Definición de un mapa de shock global

Con base en el análisis desarrollado en el presente trabajo, se propone el siguiente ***mapeo de shock*** basado en una corrección del esquema de modelación del Banco de Inglaterra (Bunn, 2005, pág. 3) ***ya que se ha demostrado en el presente trabajo que las dimensiones del shock no se derivan únicamente del impacto del impago, sino de la amplificación generada por el retardamiento del estallido de las crisis financieras producida por la financiarización y por la ingeniería financiera, que permitieron a los intermediarios financieros ampliar el periodo de ganancias***; para este efecto, se incluyen las siguientes variables.

Índice de capitalización bursátil en relación al PIB mundial: se define como el primer agente que inicia el shock, dado que la solvencia del sistema financiero depende del valor de la evaluación de los activos que integran las carteras líquidas.

Impago de la cartera corporativa y de consumo: versus ganancias bancarias mundiales. Definido como el segundo agente de inicio.

Dimensiones de los instrumentos referidos al impago de deudas en relación al PIB. Que representa el nivel de financiarización de la economía y consecuentemente de la amplificación del impacto.

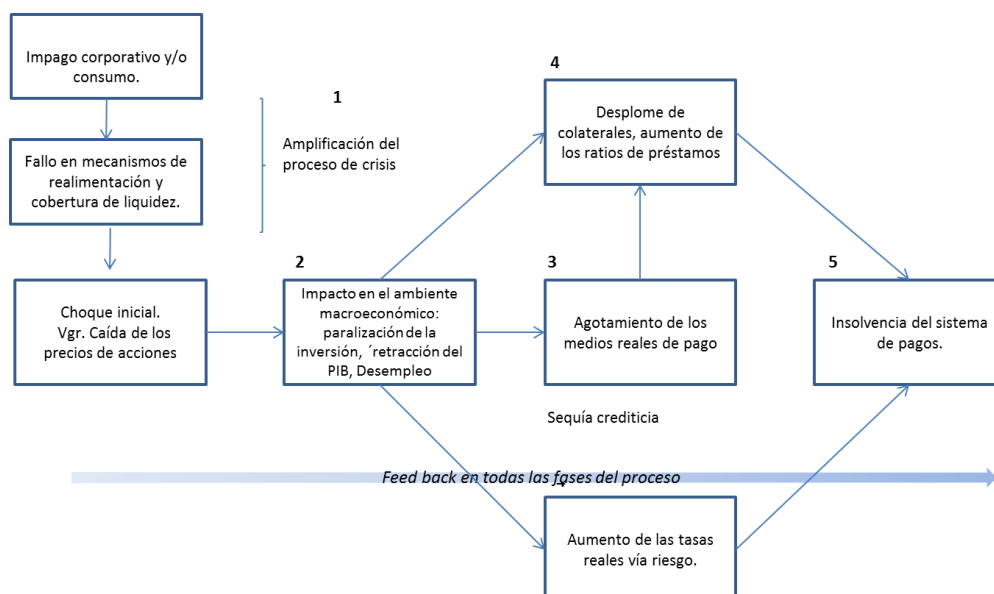
Incremento en el componente de la tasa de riesgo: Se refiere a la sobre tasa promedio que solicita el mercado.

Las dimensiones del agregado monetario *M2*, expresado en múltiplos del PIB y refleja la cantidad de crédito de corto plazo generado por el sistema global.

Cuenta corriente agregada: muestra el incremento las dimensiones del *imbalace* agregado global que deben ser compensados por flujos financieros (cuenta de capitales).

Tasa de crecimiento del PIB: Muestra el cambio porcentual de la producción de bienes y servicios de la economía, desde la óptica del modelo se considera como el indicador que refleja la capacidad y la confianza de la economía real para mantener su marcha como la consecución del servicio de la deuda.

Esquema 7. Modelo de Shock para Basilea III, basado en el modelo del Banco de Inglaterra



Basado en: Bunn Philip, et al. **Stress Testing as a Tool for Assessing Systematical Risk** Macroprudential Risk Division, Financial Industry and Regulation Division, 2005, Bank of England.

4. Conclusiones

La mediación del Estado durante el periodo Keynesiano permitió que la economía mundial gozara de un largo periodo de estabilidad, al inhibir, por medio de su poder institucional, la acción especulativa del dinero y sus derivados, restableciendo el uso del dinero como medio de cambio entre mercancías y despojándolo de sus propiedades *autónomas*. La lógica del pensamiento Keynesiano dirigida a controlar la potencia del deseo de acaparamiento del dinero por parte de los grandes capitales, ofreció condiciones indispensables para recobrar la capacidad expansiva del modelo capitalista después de su profundo y prolongado declive. La inhibición del *negocio de dinero para generar dinero*, obligó durante ese período a los tenedores del capital financiero a invertir en el sector real como única vía para la obtención de ganancias, lo que devolvió a la economía la fuerza vital y la expansión pregonadas por Smith y Ricardo, dando paso a tasas de crecimiento y niveles de bienestar sin parangón en la historia, hasta el proceso de desajuste del modelo derivado del shock petrolero.

Sin embargo, la implementación del proyecto global ha tenido como consecuencia el surgimiento e institucionalización del capital financiero transfronterizo como forma independiente de valorización del capital industrial y comercial. Bajo el auspicio de los Estados como de las instituciones, el capital financiero ha logrado cumplir su plena síntesis como concepto puro y universal, con la consecuente creación de un mercado propio cuya lógica de funcionamiento se encuentra disociada del desempeño de la economía, habilitado con capacidades propias para generar una multiplicidad de precios alrededor de una misma mercancía: dinero en su expresión amplia; cuyas propiedades de capitalización

perpetua de rendimientos muestran una incompatibilidad e insolidaridad evidente con la economía real.

El proceso de liberalización financiera, restituyó las capacidades autónomas del capital financiero por medio de profundas reformas institucionales que permitieron la cesión irrestricta de las prerrogativas del Estado en la emisión y canalización del dinero y del crédito a un nuevo sistema financiero privado con facultades plenas de autogestión. Las consecuencias de estas reformas han sido, entre otras, un formidable aumento en la volatilidad financiera con la consecuente desestabilización del crecimiento global, la potenciación de las prácticas de riesgo, la concentración del ingreso y la perpetuación de la deuda mundial. De esta manera, el capital financiero, carente de utilidad y de valor intrínseco, ha logrado convertirse en la mercancía por excelencia del sistema económico, incorporando a sus atributos clásicos, propiedades autónomas como son la movilidad absoluta, la equivalencia omnímoda, la exclusividad como vehículo de distribución de la riqueza social y la soberanía en la determinación del precio por su uso de forma independiente a las posibilidades de pago del sector real.

En este orden de ideas, la indexación de las finanzas de los estados a los mercados financieros no ha provocado más que el encarecimiento del financiamiento como de la deuda mundial, la destrucción de la red de seguridad social y la exposición a los choques sistémicos.

Dentro de los distintos estadios de la metamorfosis del capital, es la forma de deuda, la que representa la faceta que procura condiciones inmejorables para su *autovalorización*⁷³; el clímax de este proceso se advierte durante los períodos de crisis, en los que los tenedores del capital financiero encuentran condiciones inigualables de atesoramiento y expansión. La legitimización de este fenómeno de *expansión autónoma y permanente*, se origina en los principios doctrinarios sustentados por el fundamentalismo de mercado, entre los que destacan, la omnisciencia del sistema de mercado, el costo de oportunidad y la prima de riesgo.

La *autarquía* financiera dominante, aunada a los criterios *marginalistas* privilegiados por los inversionistas globales, mantienen una presión permanente sobre la capacidad de pago de la economía real, agotando sus posibilidades de expansión, y haciéndola propensa a experimentar recesiones cada vez más profundas. Este modelo *autárquico-marginalista* ha demostrado durante las últimas tres décadas favorecer la concentración del ingreso más que la expansión de la economía.

Durante el largo proceso globalizador, los esfuerzos del Estado por sustituir a las instituciones centrales de la sociedad por el mercado, renunciando a su papel de mediador, ha expuesto a la sociedad global de manera directa a las externalidades y a los fracasos del sistema económico como podemos observar en el caso más reciente, en la crisis europea.

⁷³La auto valorización internacional de la deuda se da como resultado de tres factores::la desigualdad de las tasas de intercambio, las altas tasas de interés y la potencial apreciación de las monedas mundiales (dólar y del euro).

Las cuatro ulteriores décadas de liberalización financiera, convalidan los planteamientos complementarios de Keynes y Marx respecto a la naturaleza del capital financiero.

Desde la perspectiva keynesiana, se confirman los siguientes planteamientos centrales:

- a). La naturaleza endógena de las crisis capitalistas, generadas y amplificadas por la actividad financiera descontrolada.
- b). La rivalidad del sector bursátil con la inversión real, dadas las posibilidades de ganancia en el corto plazo que ofrecen los movimientos en los precios de los activos financieros aunados al beneficio aparente de *liquidez permanente*, en contraposición con el sector real, que ofrece largos períodos comparativos de redención, considerables riesgos sectoriales y una competencia amplia y crecientemente desleal.
- c). El errado concepto de inocuidad del dinero prescrito por el enfoque clásico.
- d). La confirmación del Estado como único agente capaz de regular al sector financiero y hacer frente a los procesos de crisis y colapso económico.

En la óptica de Marx, se confirman los siguientes preceptos:

- a). Gran parte del capital global ha detenido su metamorfosis en un estadio *antitético y abstracto*, llamado deuda (en divisas mundiales) que representa su faceta más rentable y privilegiada dado el amplio soporte

legal e institucional internacional del que se le ha provisto para garantizar su redención⁷⁴.

B). *Vigencia* del concepto de *autonomización*, verificado en las propiedades adquiridas por el capital financiero:

- *Propiedad de auto valorización*: referente a la capacidad de determinar los precios de los activos financieros, como de la tasa de interés, de forma independiente a la tasa de ganancia, y a la tasa de expansión de la economía.
- *Propiedad de movilidad omnímoda*, relativa a la facultad de desplazamiento del capital financiero de forma aislada a la movilización de los factores de producción.
- *Propiedad de auto reproducción* y capacidad de generar su expansión de forma exógena al proceso productivo, por medio del ciclo D-D'-D'', vía tasa de interés y vía ganancias de capital.
- *Independencia causal* como fuente generadora de condiciones de crisis resultantes de las prácticas propias de riesgo como de su dinámica desvinculada al desempeño de la economía real.
- *Vehículo único de distribución de riqueza*.

⁷⁴ Esta predisposición institucional se corrobora en los criterios adoptados por los organismos internacionales como por los Estados para garantizar el pago del servicio de la deuda mundial, sin reparar en el deterioro de la solvencia de la economía real o en el incremento de los agregados monetarios globales.

Consecuentemente, podemos afirmar que la evidencia que nos ofrece la historia económica aunada al marco teórico expuesto, sugiere la existencia de una explicación común en el desarrollo de las crisis globales ubicada en el seno del sector bancario- bursátil, que se detalla en una secuencia integrada por tres estadios:

Génesis. Caracterizada por la defectuosa transferencia de balanzas (superavitarias- deficitarias) realizada por el sistema financiero, quien lleva a cabo la movilización de enormes montos de capital y crédito, en dimensiones y condiciones incompatibles con la naturaleza de la actividad real. Esta movilización genera en el mediano plazo, una mejora aparente en los indicadores de la actividad económica; la transitoria disponibilidad de capital financiero, provoca una potenciación desmedida de las expectativas de ganancia en todos los actores de la economía, reflejando un auge artificial, soportado por el fácil acceso al crédito como por el incremento de la solvencia bancaria resultante de los altos niveles de precios reportados por los activos financieros de alta calidad. Estas condiciones provocan el aumento desmedido del apalancamiento de la economía, acompañado por un desmesurado emprendimiento de proyectos por parte del sector real fundado en las altas oportunidades de ganancia que ofrece el aparente auge económico en inversiones cada vez más riesgosas. Este auge aparente, motiva el crecimiento en las cotizaciones de los activos financieros que inician una carrera de precios.

Auge. Como resultado del ajuste en las expectativas de ganancia en el ámbito real y financiero y debido al excedente crediticio, se moviliza una gran cantidad de recursos hacia selectas canastas de activos financieros como hacia complejos vehículos de inversión especulativa, con el objetivo de generar los ingresos comprometidos en la etapa ulterior, induciendo

congénitamente a una formidable inflación en los precios de los activos clasificados por el mercado como de alta calidad, de cuya valorización pende la liquidez y la estabilidad del sistema financiero. Durante esta etapa, por medio de la ingeniería financiera, se formulan operaciones de cobertura de precios, de impago y de liquidez, que dan al sistema una fe ciega en el proceso y que retardarán de manera perniciosa el reconocimiento del estado de crisis, amplificado y profundizando la disrupción.

Emergencia. Una vez que el reflujo de financiamiento se detiene como resultado del fracaso en la redención del capital dispuesto, los agentes privados inician una frenética búsqueda de liquidez y realizan operaciones para simularla, hasta que finalmente, el sistema financiero reconoce una situación de emergencia.

Caída y crisis. El volátil y transitorio soporte de liquidez del sistema sufre un desplome, junto con el hundimiento de los precios de los activos denominados de alta calidad que buscan ser realizados con altos descuentos con el fin de sostener los ratios de liquidez, lo que desemboca en la insolvencia del sistema económico.

Rescate. Finalmente, la incapacidad evidente del sector financiero para hacer frente a las irrupciones derivadas de sus prácticas de mercado, obligan al Estado a rescatar el valioso e imprescindible sistema de pagos, adquiriendo los activos financieros de baja calidad y fungiendo como garante de la solvencia del sistema económico, comprometiendo los recursos fiscales futuros. Emprende a su vez, una serie de acciones que muestran un sorprendente contraste entre las indulgentes medidas

aplicadas hacia el sector financiero privado y la intolerante ejecución de paquetes de ajuste en las finanzas públicas con el consecuente deterioro de las condiciones generales de la población. El argumento de esta disparidad de criterios, en todos los casos, ha sido la urgencia del restablecimiento de la capacidad de pago de la economía para así evitar el quebranto del sistema de mercado.

No obstante los perniciosos resultados obtenidos durante el prolongado proceso de liberalización financiera que derivaron en la gran recesión de 2008, las medidas establecidas en Basilea III mantienen la rectoría de las decisiones de los agentes privados sobre el crédito y el ahorro mundial, haciendo prevalecer las condiciones de oligopolio en el manejo de las finanzas mundiales, la concentración de los medios de inversión y el distanciamiento de la regulación directa del Estado sobre las prácticas del sistema financiero.

Si bien es cierto que estos acuerdos establecen sistemas de monitoreo y control de la concentración de riesgos y fijan medidas para disminuir los múltiplos de creación de crédito en relación a las reservas del sistema bancario; de niveles de 1:30 a 1:12, el sistema financiero mantiene un fuerte *subsidio* de sus posiciones de riesgo por medio de la ingente *adquisición de instrumentos respaldados por el Estado*, como lo son, entre otros, los bonos de deuda soberana.

Estos activos respaldados por el Estado, seguirán representando la mayor proporción de los *HQLA (High Quality Assets)* que integrarán las reservas del sistema financiero global; manteniendo una triangulación del riesgo del sistema de mercado hacia el Estado y finalmente hacia la sociedad en su conjunto.

Podemos, por tanto identificar dos fuentes fundamentales de riesgo que prevalecerán ante la aplicación de los criterios de Basilea III.

La primera fuente se refiere a la ausencia del control directo del Estado y a la omisión de la división de la banca de inversión, factores que facilitarán al sector financiero el superar las exigencias en la obtención de rendimientos por parte de sus accionistas a través de la creación de nuevos vehículos de inversión como por medio del aumento en la exposición de sus inversiones. Estas acciones tendrán como resultado, la generación de un nuevo período de distorsión de precios, que en el mediano plazo causará el deterioro de la solvencia del sistema económico como de los *HQLA*. Consecuentemente, el sistema circular de valorización y de liquidez ratificado en los criterios de Basilea III, generará distorsiones insuperables que provocarán una nueva crisis de solvencia y de deuda.

La segunda fuente de crisis se localiza en el refrendo del rol de la banca central como proveedora de liquidez y de crédito ante la libre demanda de la banca privada, sin una limitación directa del Estado, por lo que se prevería el desarrollo de una nueva crisis de balance.

Ambos factores provocarán como resultado, un escenario de una renovada y estéril intervención de corte monetario para zanjar la crisis por medio de la creación de dinero, que tendrá como efecto la generación de una nueva trampa de liquidez internacional, que contrariamente a lograr frenar el encarecimiento del crédito y la realimentación de la deuda, incentivará el aumento del spread bancario producto de los esfuerzos del sector por recuperar las pérdidas registradas. Finalmente, como se ha observado durante las crisis de las últimas dos décadas, será la política fiscal el único instrumento efectivo para lograr el rescate del sistema de pagos como de la economía real. Podemos por tanto resumir que los Acuerdos de Basilea en su tercera fase, simplemente han incrementado los umbrales críticos,

pero no definen un control del apetito de mercado por la ganancia especulativa.

A la luz de lo expuesto, se propone una regulación efectiva de la actividad financiera, a través de una *represión selectiva* que disminuya las prácticas especulativas del sector financiero, con el objetivo de evitar un nuevo proceso de expansión del endeudamiento global como de las pérdidas financieras, cuyo impacto provocaría la paralización de la economía y la destrucción definitiva de la red de seguridad social global. Las medidas propuestas son:

- El restablecimiento de la división de la banca de inversión y la banca tradicional que evite el dislocamiento de los plazos como de los flujos financieros orientados a la inversión en el sector real y su consecuente acumulación en fondos disponibles para su inversión directa en activos financieros.
- La regulación del Estado de las dimensiones del financiamiento proporcionado por la banca central hacia el sistema financiero y específicamente, hacia el sector bancario.
- La regulación de los ratios de liquidez que presenta el crédito bancario, como la calidad de la cartera crediticia por cada institución de crédito, a nivel global, regional y nacional.
- Definición de las operaciones y posiciones que deben ser respaldadas por el capital contable de la banca comercial, inhibiendo la financiarización, o diseño y venta de vehículos de transferencia del riesgo hacia el sector bursátil.

-
- Limitación de la emisión de derivados OTC sintéticos, que no sean originados por la cobertura de subyacentes específicos, como la prohibición de la emisión de Credit Default Swaps.
 - Regulación de los flujos financieros internacionales invertidos en bolsa, por medio de criterios de calidad y plazos de redención, con el objetivo de promover su compatibilidad con la economía real.
 - Contención de la revalorización de la deuda global, por medio de su renegociación, ofreciendo condiciones factibles que permitan su redención sin afectar el desenvolvimiento de la economía real.

Como reflexión final; derivado de los argumentos expuestos en el presente trabajo, cabe realizar una revaloración objetiva sobre la relación entre el Estado y el mercado.

La retórica del fundamentalismo de mercado ha propuesto en los últimos años el reemplazo de las instituciones que han guiado la evolución del sistema social, ciñendo el futuro de la sociedad global al mercado y al capital financiero, siendo que ambos agentes carecen de corresponsabilidad y son ajenos, dada su naturaleza e impersonalidad, a enfrentar las consecuencias de sus errores, sentenciando a la sociedad a asumir directamente los quebrantos originados por el sistema económico.

Esta propuesta ha sido impulsada y sostenida desde un Estado que ha relegado su pacto primordial con la sociedad y cedido irrestrictamente el imprescindible sistema de pagos, de crédito y de ahorro social al mercado. Lo que nos lleva a discernir que es imprescindible que la sociedad global recupere el control del Estado, como única institución con la capacidad de evitar los excesos del mercado, como de proteger sus prevalencia, ante un

sistema económico cada vez más dependiente de la acumulación de deuda, proclive al riesgo como mecanismo de concentración del ingreso y con marcada tendencia a transferir sus externalidades.

A cuatro décadas del inicio del proceso de liberalización mundial, se puede constatar que el modelo de mercado por sí mismo, no es capaz de generar más riqueza ni mayor estabilidad ni mayor eficiencia en la asignación de recursos, sino mayor pobreza, menor crecimiento y crisis cada vez más recurrentes y complejas.

En los inicios del proceso de liberalización financiera y de mercado, las economías latinoamericanas miraban impávidas la acumulación de sus deudas. Hoy, cabe preguntarse si la deuda mundial, incluyendo a los países avanzados, es siquiera amortizable.

5. Anexos

Anexo 1. Matriz de Congruencia Metodológica

Problema General	Objetivo General	Objetivos Específicos	Marco Teórico Conceptual de Referencia	Variables de Hipótesis	Indicadores	Instrumentos
¿Es la liberalización del capital financiero el factor que explica los constantes procesos de crisis que ha experimentado la economía global posteriormente al periodo de represión financiera comprendido entre 1940 y 1974?	Demostrar la causalidad de los procesos de desregulación financiera en la generación de las crisis globales derivadas del endeudamiento mundial como de la distorsión de precios en los mercados financieros aunado a la movilidad del capital financiero por medio de la construcción de un modelo descriptivo de los procesos de crisis con la aplicación del método inductivo moderado y sistémico que se concentre en el espacio temporal de los periodos de liberalización financiera comprendidos entre 1929 a 2014 con un nivel de comprensión genera. (Kuhn, 2012, págs. 52-92), mico. (Popper, 2002, págs. 58-71) (Ikenberry & Parsi, 2009, págs. 8-16)	1. Formular una construcción argumentativa consistente que exponga la dinámica del sector financiero global como fuente autónoma de crisis económicas en ambientes de desregulación. 2. Formular recomendaciones de regulación de la calidad de las operaciones financieras globales por parte del Estado. 3. Realizar un análisis crítico sobre las principales prácticas financieras de transformación del capital financiero como de control de riesgo que han generado las condiciones de crisis globales.	Revisión de los planteamientos teóricos de las principales escuelas económicas relativas a la naturaleza y comportamiento del capital financiero dentro de la economía capitalista. • Teoría clásica • Teoría neoclásica • Teoría keynesiana • Teoría nekeynesiana • Teoría marxista • Teoría neomarxista	Variables dependientes: Inflación en precios de activos. Financieros. Cuenta corriente mundial y por zona Valor de las monedas mundiales Variable independiente: Movilización del capital financiero y expansión crediticia M2	Evolución de la deuda mundial • Deuda de los Estados • Deuda externa • Deuda privada Expansión crediticia en M2 provocada por bancos centrales y la banca privada global. Inflación de activos bursátiles. Valor de la tasa libre de riesgo internacional	Análisis genealógico Estadísticos globales sobre desempeño económico y financiero: Fondo Monetario Internacional Banco Mundial Madison Statistics Selección y análisis de los planteamientos referentes a la crisis económicas y financieras de fuentes oficiales, analistas e investigadores internacionalistas y económicos.

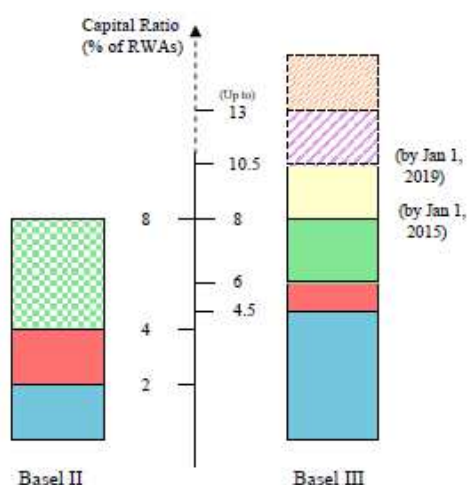
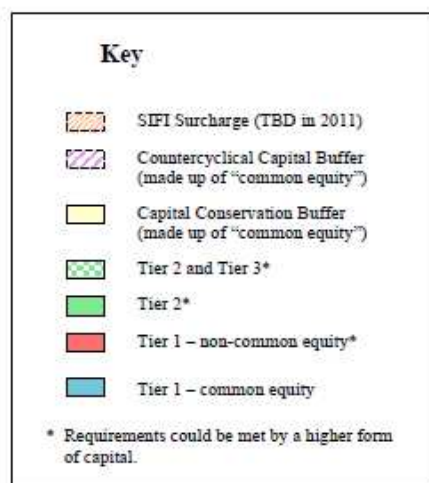
Anexo 2. Pilares establecidos en Basilea II

Pilar I	Requerimientos Minimos de Capital	Se calculan en base a los activos ponderados por su riesgo, con nuevos criterios que reflejen de manera más ajustada el cambio en el perfil de riesgo de las entidades.	
	Los riesgos a considerar son tres:		
	Riesgo de Crédito	Método Estandarizado (EE)	Similar al Acuerdo vigente, pero introduce más categorías de riesgo y posibilidad de evaluaciones de riesgo otorgadas por agencias externas (ECAIs y ECAs).
		Método Basado en Calificaciones Internas (IRB)	Se proponen dos variantes: 1) <u>Básico</u> (FIRB): los bancos estiman sólo la probabilidad de incumplimiento (o default) para cada activo. Los otros indicadores y ecuaciones son provistos por el Comité de Basilea. 2) <u>Avanzado</u> (AIRB): los bancos estiman todos los indicadores cuantitativos que requieren las ecuaciones desarrolladas por el Comité de Basilea.
	Riesgo de Mercado	No se modifica el Acuerdo vigente	
Riesgo Operativo	Se considera en particular este riesgo que estaba implícito en los otros riesgos del Acuerdo vigente. Se permiten tres métodos de cálculo: 1) Indicador básico, 2) Estándar y 3) Avanzado (AMA)		
Pilar II	Proceso de Supervisión Bancaria	Se le otorga un rol fundamental y los principios básicos son: 1) Los bancos deberán contar con un proceso para evaluar la suficiencia de capital total en función de su perfil de riesgo y con una estrategia de mantenimiento de sus niveles de capital. 2) Los supervisores deberán examinar las estrategias y evaluaciones internas de la suficiencia de capital de los bancos así como la capacidad de estos para vigilar y garantizar su cumplimiento y deberán intervenir cuando no queden satisfechos con el resultado. 3) Los supervisores deberán esperar que los bancos operen por encima de los coeficientes mínimos de capital y deberán tener la capacidad de exigirles que mantengan capital por encima del mínimo. 4) Los supervisores deberán intervenir con prontitud para evitar que el capital descienda por debajo de los mínimos y deberán exigir la inmediata adopción de medidas correctivas.	
Pilar III	Disciplina de Mercado	Se establecen requerimientos de divulgación de la información con el objetivo de permitir a los participantes del mercado evaluar el perfil de riesgo del banco. Esto por cuanto los nuevos métodos de estimación de riesgo que se introducen dependen en mayor medida de las estimaciones de las propias entidades.	

Obtenido de: Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias, Gerencia de Análisis del Sistema, “**Basilea II: Hacia Un Nuevo Esquema de Medición de Riesgos**”, Diciembre 2003, p.3.

Anexo 3. Capital Ratio y Capital Base

Phase-in arrangements (shading indicates transition periods) (all dates are as of 1 January)									
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	As of 1 January 2019
Leverage Ratio	Supervisory monitoring		Parallel run 1 Jan 2012 – 1 Jan 2017 Disclosure starts 1 Jan 2015					Migration to Pillar 1	
Minimum Common Equity Capital Ratio			3.5%	4.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Capital Conservation Buffer						0.625%	1.25%	1.875%	2.50%
Minimum common equity plus capital conservation buffer			3.5%	4.0%	4.5%	5.125%	5.75%	6.375%	7.0%
Phase-in of deductions from CET1 (including amounts exceeding the limit for DTAs, MSRs and financials)				20%	40%	60%	80%	100%	100%
Minimum Tier 1 Capital			4.5%	5.5%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Minimum Total Capital			8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
Minimum Total Capital plus conservation buffer			8.0%	8.0%	8.0%	8.625%	9.25%	9.875%	10.5%
Capital instruments that no longer qualify as non-core Tier 1 capital or Tier 2 capital			Phased out over 10 year horizon beginning 2013						
Liquidity coverage ratio	Observation Period begins				Introduce Minimum Standard				
Net stable funding ratio		Observation Period begins						Introduce Minimum Standard	



Tomado de: Shearman And Sterling, ***"The New Basel III Framework: Implications For Banking Organizations"***, Client Publication, March 2011, p 4-p8.

Anexo 4. Etapas de implementación de Basilea III:

Fase preparatoria	a).- Establecimiento de equipos de trabajo integrados por 5 a 7 personas incluyendo cuando menos a un miembro del comité así expertos seleccionados por las autoridades b).- Recopilación de información
Fase de evaluación	d) Off-site assessment (análisis del cumplimiento de las regulaciones domésticas provista por el país o región) e) On-site assessment f) Drafting of assessment report (Reporte final)
Fase de revisión	d) Revisión del estudio por el Standards Implementation Group (SIG) e) Aprobación por el comité de Basilea f) Publicación del resultado a través del sitio web del comité y su transmisión al FSB y en el Progress report on Basel III
V. Seguimiento	

Tomado de: Rustom Barua, Fabio Bataglia, "**Basel III What's New?. Business and Technological Change**", Algorithmics an IBM Company, September, 2010 p.32. Fuentes: Estándares de implementación en Basilea III y los criterios de determinación del ratio de liquidez del sistema bancario.

Anexo 5. Normatividad del stock de activos para el LCR

Item	Factor
A. Level 1 assets:	
• Coins and bank notes • Qualifying marketable securities from sovereigns, central banks, PSEs, and multilateral development banks • Qualifying central bank reserves • Domestic sovereign or central bank debt for non-0% risk-weighted sovereigns	100%
B. Level 2 assets (maximum of 40% of HQLA):	
Level 2A assets	
• Sovereign, central bank, multilateral development banks, and PSE assets qualifying for 20% risk weighting • Qualifying corporate debt securities rated AA- or higher • Qualifying covered bonds rated AA- or higher	85%
Level 2B assets (maximum of 15% of HQLA)	
• Qualifying RMBS • Qualifying corporate debt securities rated between A+ and BBB- • Qualifying common equity shares	75% 50% 50%
Total value of stock of HQLA	

Tomado de : BIS, Basel Committee on Banking Supervision Basel III: *The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools*, January 2013, p.66.

Anexo 6 Cuadro comparativo de las tres emisiones de Basilea

Basilea I	Basilea II	Basilea III
Se formulan los lineamientos originales para la convergencia de la banca internacional. Se presenta una sola metodología	Se presentan tres metodologías del riesgo crédito: 1.- Metodología estándar derivada del tipo de crédito y la evaluación de una calificadora externa 2 y 3. metodologías propias basadas en mediciones internas IRB (Internal Rating Based Approach). Que define el capital requerido a través del riesgo	Se limita la operación del mercado de derivados OTC Se disminuye el peso de las valoraciones de las calificadoras internacionales
Definición de capital y capital suplementario	Se amplían los mitigantes del riesgo crédito como colateral o garantías.	
Mantenimiento del 8% de capital en relación a los activos ponderados por su riesgo Bancos con operaciones internacionales y originarios del G-10	Incluye el concepto de riesgo operativo , se crean los pilares II Supervisión Bancaria y III Disciplina de Mercado	Se incrementa el ratio de capital hasta un 13%. Ampliación de la información a proporcionar para el templete de los Bancos Globales
Evaluación del capital bancario en relación con el riesgo crediticio. Los bancos deberán tener al menos la mitad de su capital en la forma de capital accionario	Definición de los cuatro componentes del riesgo: 1. la probabilidad de incumplimiento de la contraparte durante un periodo determinado de tiempo (PD); 2. el monto probable de las pérdidas dado el incumplimiento (LGD) 3. la exposición del banco en el momento del incumplimiento (EAD), 4. el tiempo remanente hasta el vencimiento de la exposición (M).	Implementación del uso de HQLA en las reservas líquidas de los bancos
	Se autorizan metodologías para la valoración del riesgo operativo 1.- Indicador básico: Determinación del capital requerido para cubrir el riesgo operativo como una proporción fija del 15% promedio de los ingresos brutos de los últimos tres años. 2.- Enfoque estándar: calculado como una proporción fija de los ingresos. A través de la división de las actividades del banco en ocho categorías, y los ingresos brutos provenientes de cada una de estas ramas tienen una ponderación diferente. No s permite la mitigación del riesgo operativo por medio de la adquisición de seguros. 3.- Enfoque de medición avanzada (Advanced Measurement Approach, AMA). Enfoque en el que los mismos bancos definen su requerimiento de capital según los modelos internos de su propio desarrollo con el aval de una institución supervisora.	Cálculo del riesgo por cada línea de negocio y consolidado. Implementación de prácticas a toda la banca tanto global como regional y local

Anexo 7- Key components of the Basel framework Inclusion in the assessments. Report to G20 Leaders on Basel III implementation

• Capital requirements	
• Scope of application	• Included
• Transitional arrangements	• Included
• Definition of capital	• Included
• Pillar 1: Minimum capital requirements	
• Credit Risk: Standardised Approach	• Included
• Credit risk: Internal Ratings-Based approach	• Included if adopted
• Credit risk: securitisation framework	• Included
• Counterparty credit risk rules	• Included
• Market risk: standardised measurement method	• Included
• Market risk: internal models approach	• Included if adopted
• Operational risk: Basic Indicator Approach and Standardised Approach	• Included
• Operational risk: advanced measurement approaches	• Included if adopted
• Capital buffers (conservation and countercyclical)	• Included
• G-SIB additional loss absorbency requirements	• Included if relevant (1)
• Pillar 2: Supervisory Review Process	
• Legal and regulatory framework for the Supervisory Review Process and for taking supervisory actions	• Included
• Pillar 3: Market Discipline	
• Disclosure requirements	• Included
• Liquidity standards	
• Scope of application	• Included (1)
• Transitional arrangements	• Included (1)
• Liquidity Coverage Ratio	• Included (1)
• Net Stable Funding Ratio	• Included (1)
• Leverage ratio	
• Leverage ratio	• Included (1)

Anexo 8 Comparativo de tasa de crecimiento del PIB- formación bruta de capital fijo vis composición del comercio en el PIB mundial

Indicador	Formación bruta de capital fijo (crecimiento % anual)	% crecimiento del PIB	Comercio (% del PIB)
1960			25.85
1961		4.27	25.34
1962		5.56	24.78
1963		5.24	25.21
1964		6.59	25.25
1965		5.58	25.45
1966	6.35	5.87	26.10
1967	5.16	4.41	25.85
1968	9.04	6.07	27.26
1969	8.69	5.86	27.95
1970	11.59	3.89	28.08
1971	4.38	4.00	28.09
1972	6.71	5.51	28.20
1973	7.55	6.41	31.04
1974	-1.93	1.83	36.45
1975	-2.09	0.78	34.07
1976	4.56	5.01	35.28
1977	4.70	3.96	35.52
1978	5.89	4.23	35.04
1979	4.61	4.01	37.52
1980	0.97	1.89	39.96
1981	0.34	2.06	40.40
1982	-2.73	0.41	38.89
1983	0.91	2.66	38.19
1984	5.99	4.67	39.90
1985	5.34	3.81	39.36
1986	4.12	3.26	36.41
1987	4.68	3.53	37.23
1988	6.92	4.62	38.30
1989	5.47	3.77	39.48
1990	3.96	2.85	39.76
1991	-1.19	1.37	39.50
1992	-0.92	1.87	40.83
1993	-0.29	1.61	40.23
1994	3.61	3.16	41.42
1995	4.08	2.94	43.69
1996	5.41	3.30	44.20
1997	5.21	3.74	46.01
1998	3.13	2.46	46.43
1999	4.21	3.36	46.84
2000	5.36	4.28	51.34
2001	0.21	1.73	50.17
2002	-0.02	2.06	49.50
2003	4.06	2.81	50.13
2004	6.06	4.14	53.14
2005	5.94	3.62	55.26
2006	6.00	4.10	58.04
2007	5.25	3.98	58.84
2008	0.33	1.45	61.02
2009	-6.68	-2.11	52.67
2010	4.28	4.05	57.63
2011	4.66	2.88	61.26
2012	3.90	2.37	60.62

Tomado de: Banco mundial

Financial Development59-41ac-9b90-da9968f96158_With_Metadata, recuperado el 6 de mayo de 2014.

Anexo 9 PIB, exportaciones y cuenta corriente global y G-7 en billones de dólares

Grupo de países	Mundo	Mundo	Mundo	G-7	G-7	G-7
Descripción	PIB	Cuenta corriente	Exportación de bienes y servicios	PIB	Cuenta corriente	Exportación de bienes y servicios
1980	\$ 10,711.33	\$ (58.88)	\$ 2,285.10	\$ 6,679.45	\$ (45.86)	\$ 1,176.54
1981	\$ 10,939.65	\$ (73.36)	\$ 2,276.33	\$ 6,885.08	\$ (17.73)	\$ 1,181.17
1982	\$ 10,840.23	\$ (88.03)	\$ 2,122.50	\$ 6,846.70	\$ (10.74)	\$ 1,113.06
1983	\$ 11,110.10	\$ (75.82)	\$ 2,063.52	\$ 7,219.37	\$ (17.79)	\$ 1,096.76
1984	\$ 11,545.17	\$ (82.82)	\$ 2,178.26	\$ 7,606.91	\$ (57.85)	\$ 1,164.80
1985	\$ 11,956.05	\$ (86.97)	\$ 2,206.91	\$ 8,067.58	\$ (62.44)	\$ 1,196.36
1986	\$ 14,088.50	\$ (77.92)	\$ 2,453.74	\$ 9,763.67	\$ (33.92)	\$ 1,394.20
1987	\$ 16,176.14	\$ (71.76)	\$ 2,925.89	\$ 11,204.56	\$ (64.57)	\$ 1,617.69
1988	\$ 18,158.78	\$ (72.54)	\$ 3,279.86	\$ 12,587.40	\$ (52.22)	\$ 1,802.34
1989	\$ 19,062.15	\$ (94.34)	\$ 3,540.70	\$ 13,070.46	\$ (62.01)	\$ 1,941.51
1990	\$ 22,195.94	\$ (103.93)	\$ 4,103.94	\$ 14,458.15	\$ (76.49)	\$ 2,231.06
1991	\$ 23,274.13	\$ (131.92)	\$ 4,254.49	\$ 15,476.24	\$ (26.43)	\$ 2,302.41
1992	\$ 24,355.72	\$ (111.96)	\$ 4,704.69	\$ 16,617.79	\$ (31.67)	\$ 2,469.48
1993	\$ 24,999.08	\$ (59.86)	\$ 4,720.35	\$ 16,984.81	\$ 13.30	\$ 2,420.98
1994	\$ 26,825.49	\$ (58.32)	\$ 5,275.38	\$ 18,168.04	\$ (19.73)	\$ 2,660.98
1995	\$ 29,824.97	\$ (57.80)	\$ 6,337.64	\$ 19,752.14	\$ (13.30)	\$ 3,094.47
1996	\$ 30,546.65	\$ (47.96)	\$ 6,681.73	\$ 19,680.60	\$ (19.51)	\$ 3,197.88
1997	\$ 30,416.67	\$ (1.08)	\$ 6,938.51	\$ 19,459.11	\$ 7.34	\$ 3,317.20
1998	\$ 30,201.59	\$ (84.20)	\$ 6,841.17	\$ 19,679.94	\$ (65.43)	\$ 3,334.42
1999	\$ 31,376.55	\$ (120.87)	\$ 7,094.51	\$ 20,766.53	\$ (195.72)	\$ 3,411.89
2000	\$ 32,331.33	\$ (172.65)	\$ 7,899.14	\$ 21,230.38	\$ (336.29)	\$ 3,651.20
2001	\$ 32,129.92	\$ (169.92)	\$ 7,632.82	\$ 20,994.14	\$ (300.91)	\$ 3,502.55
2002	\$ 33,403.25	\$ (135.78)	\$ 8,004.85	\$ 21,680.34	\$ (312.51)	\$ 3,592.72
2003	\$ 37,527.89	\$ (70.80)	\$ 9,324.99	\$ 23,932.09	\$ (357.39)	\$ 4,065.83
2004	\$ 42,228.60	\$ 0.27	\$ 11,337.24	\$ 26,251.28	\$ (347.53)	\$ 4,773.90
2005	\$ 45,678.64	\$ 31.30	\$ 12,897.82	\$ 27,358.31	\$ (491.06)	\$ 5,192.05
2006	\$ 49,451.67	\$ 209.61	\$ 14,858.04	\$ 28,538.33	\$ (543.10)	\$ 5,828.24
2007	\$ 55,827.29	\$ 301.32	\$ 17,298.59	\$ 30,714.56	\$ (356.47)	\$ 6,612.99
2008	\$ 61,363.58	\$ 196.95	\$ 19,826.71	\$ 32,157.61	\$ (431.81)	\$ 7,258.01
2009	\$ 57,983.31	\$ 214.90	\$ 15,900.65	\$ 30,621.24	\$ (183.58)	\$ 5,859.82
2010	\$ 63,467.76	\$ 325.97	\$ 18,956.32	\$ 31,819.78	\$ (259.59)	\$ 6,701.44
2011	\$ 70,220.55	\$ 409.52	\$ 22,303.00	\$ 33,767.08	\$ (329.53)	\$ 7,655.01
2012	\$ 71,707.30	\$ 336.27	\$ 22,432.29	\$ 33,931.66	\$ (403.60)	\$ 7,594.22
2013	\$ 74,171.72	\$ 246.38	\$ 23,507.32	\$ 34,067.56	\$ (390.15)	\$ 7,915.28
2014	\$ 77,805.10	\$ 159.28	\$ 24,658.04	\$ 35,285.20	\$ (418.45)	\$ 8,278.98

Fuente: FMI.

Anexo 10, tasa de desempleo por región

Clasificación	Euro área	Latino America y Caribe (todos los niveles de ingreso)	Países menos desarrollados	Ingreso medio-bajo	Ingreso bajo y medio	Medio Oriente y África del Norte todos los niveles de ingreso	Alto ingreso no OECD	Alto Ingreso: OECD	Mundo
1991	8.600	8.145	5.800	5.700	5.937	11.848	11.194	6.865	6.329
1992	9.171	6.639	5.780	5.252	5.458	12.267	5.710	7.535	5.857
1993	10.767	6.751	5.723	5.634	5.606	12.284	6.300	8.033	6.082
1994	11.626	6.983	5.743	5.253	5.434	12.254	7.952	7.959	5.992
1995	11.293	8.021	5.791	5.223	5.595	12.460	8.837	7.528	6.067
1996	11.542	8.229	5.749	5.309	5.720	12.299	9.071	7.503	6.164
1997	11.571	7.963	5.854	5.655	5.830	11.930	10.534	7.279	6.256
1998	10.988	8.179	5.738	5.492	5.883	11.883	11.778	7.143	6.311
1999	10.289	8.583	5.647	5.717	6.012	11.858	11.541	6.964	6.377
2000	9.267	8.723	5.832	6.056	6.126	13.037	9.750	6.553	6.329
2001	8.248	8.708	5.891	6.146	6.169	12.711	8.625	6.498	6.311
2002	8.638	8.956	5.703	6.426	6.264	12.880	7.773	7.062	6.453
2003	8.861	8.954	5.832	6.317	6.204	13.205	7.989	7.174	6.431
2004	9.152	8.318	5.727	6.229	6.040	12.195	7.590	7.012	6.258
2005	9.004	7.992	5.587	6.382	5.951	11.541	6.880	6.725	6.113
2006	8.348	7.283	5.677	6.124	5.733	10.799	6.819	6.181	5.846
2007	7.458	6.962	5.589	5.647	5.433	10.186	5.832	5.657	5.484
2008	7.512	6.622	5.713	5.731	5.623	9.811	5.896	5.961	5.689
2009	9.501	7.543	5.868	5.600	5.751	9.987	7.689	8.137	6.214
2010	10.099	7.251	5.788	5.298	5.531	10.280	7.042	8.462	6.066
2011	10.126	6.646	5.794	5.231	5.447	10.667	6.305	8.128	5.912
2012	11.373	6.595	5.803	5.228	5.499	10.701	5.726	8.213	5.943

Fuente: Banco Mundial.

Anexo 11. Proporción aproximada del crédito global ofrecido por los *non Banks* en relación al PIB, muestra de 25 países

Size of non-bank financial intermediaries As a percentage of GDP, by jurisdiction			
Jurisdiction	Other financial intermediaries		Assets of banks ¹ domiciled in jurisdiction
	2011	2012	2012
NL	548.4	564.7	370.4
UK	383.8	354.4	800.5
CH	218.5	233.5	353.4
XM	166.4	183.7	302.5
HK	163.2	171.4	728.3
US	154.5	165.9	95.6
KR	99.9	108.3	195.5
FR	93	96.2	366
CA	86.1	92.1	217.6
ZA	67.9	75.6	113.9
DE	67.3	72.4	274.4
ES	79.4	71.9	312.7
JP	61.4	64.4	343.9
BR	47	52	101.7
AU	49.5	50.3	190.4
SG	39.2	41.7	597.4
IT	41.8	40	241.4
CL	27.6	26.2	99.1
CN	20	25.8	257.3
MX	20	21.7	38.8
IN	15.4	17.2	90.4
TR	12.1	12.9	91.5
ID	7.3	7.4	51.7
AR	4.6	5	20.8
RU	3.3	3.5	84.4
SA	3.2	3.1	61.7
Total	111.7	117.2	223.7

AR = Argentina; AU = Australia; BR = Brazil; CA = Canada; CH = Switzerland; CN = China; CL = Chile; DE = Germany; ES = Spain; FR = France; HK = Hong Kong; ID = Indonesia; IN = India; IT = Italy; JP = Japan; KR = Korea; MX = Mexico; NL = Netherlands; RU = Russia; SA = Saudi Arabia; SG = Singapore; TR = Turkey; UK = United Kingdom; US = United States; XM = Euro area; ZA = South Africa.

1 Note that 'banks' refer to the broader category of 'deposit-taking institutions'.

Sources: National flow of funds data; other national sources.

Fuente: FMI.

Anexo 12. Capitalización global de los activos del sector bursátil y bancario

Indicador	Margen neto de interés bancario (%)	Activos de banco central a PIB(%)	Retorno sobre capital bancario (% a. Imptos.)	Crédito doméstico al sector privado (% PIB)	Responsabilidades brutas en portafolio a PIB (%)	Responsabilidades líquidas a PIB (%)	Préstamos de empleados (% edad 15+)	Capitalización bursátil excluyendo las 10 compañías principales (%)	Activos de no bancos a PIB (%)	Activos de fondos de pensión a PIB (%)	Capitalización bursátil a PIB (%)	Retorno del mercado bursátil (% anual)	Volatilidad de precios en bolsa
1960	--	--	--	14.85	--	--	--	--	--	--	--	--	12.08
1961	--	5.33	--	14.01	--	25.94	--	--	4.29	--	--	15.08	12.03
1962	--	5.48	--	14.21	--	26.92	--	--	5.25	--	--	-5.96	13.54
1963	--	5.40	--	14.32	--	26.55	--	--	5.03	--	--	9.72	14.64
1964	--	5.33	--	14.71	--	24.97	--	--	4.58	--	--	12.39	11.10
1965	--	4.78	--	13.95	--	25.03	--	--	4.71	--	--	-4.01	8.83
1966	--	4.13	--	14.78	--	24.92	--	--	4.55	--	--	-0.01	10.53
1967	--	4.25	--	15.56	--	26.17	--	--	4.09	--	--	7.96	10.54
1968	--	4.09	--	15.88	--	27.21	--	--	4.81	--	--	7.81	9.56
1969	--	4.52	--	16.88	--	25.33	--	--	4.33	--	--	9.24	10.49
1970	--	3.98	--	18.26	--	27.96	--	--	4.91	--	--	-5.52	13.60
1971	--	4.04	--	18.55	--	28.23	--	--	5.65	--	--	10.12	13.82
1972	--	3.88	--	20.61	--	29.39	--	--	5.71	--	--	20.36	12.46
1973	--	3.69	--	19.13	--	29.15	--	--	6.16	--	--	-1.55	13.16
1974	--	3.91	--	19.17	--	26.73	--	--	6.20	--	--	-22.95	16.12
1975	--	4.07	--	20.39	--	29.25	--	--	6.15	--	--	1.59	17.44
1976	--	4.34	--	22.34	--	30.85	--	--	6.86	--	--	15.03	12.59
1977	--	4.44	--	23.23	--	33.16	--	--	7.42	--	--	2.32	9.27
1978	--	4.55	--	25.34	--	34.22	--	--	7.52	--	--	10.89	9.05
1979	--	4.64	--	26.57	--	34.98	--	--	7.38	--	--	14.02	10.60
1980	--	4.76	--	27.46	--	36.16	--	--	8.95	--	--	13.23	14.86
1981	--	5.45	--	27.50	--	37.41	--	--	10.15	--	--	16.22	16.04
1982	--	6.76	--	30.01	--	39.81	--	--	11.10	--	--	-3.46	15.76
1983	--	7.11	--	28.81	--	42.68	--	--	10.89	--	--	26.37	16.06
1984	--	6.98	--	25.82	--	40.56	--	--	11.64	--	--	9.01	12.76
1985	--	7.57	--	27.84	--	38.60	--	--	10.53	--	--	20.86	11.91
1986	--	7.98	--	28.50	--	39.94	--	--	8.68	--	--	28.32	12.57
1987	--	6.53	--	28.79	--	40.18	--	--	8.56	--	--	25.29	17.57
1988	--	5.81	--	30.97	--	39.22	--	--	12.51	--	--	2.61	27.69
1989	--	5.68	--	31.55	--	38.52	--	--	11.71	--	19.31	32.68	17.61
1990	--	5.25	--	29.73	--	38.18	--	--	9.76	24.35	19.16	5.81	19.20
1991	0.05	5.26	--	26.73	--	39.37	--	--	8.63	--	17.72	1.56	22.68
1992	0.03	5.08	--	25.87	--	40.78	--	--	9.61	--	17.90	7.31	17.82
1993	0.03	4.97	--	25.64	--	39.47	--	--	8.05	--	17.90	18.86	17.99
1994	0.03	4.38	--	24.71	--	38.31	--	--	7.55	19.00	24.05	23.39	17.86
1995	0.03	4.21	--	24.17	--	38.20	--	--	7.25	18.43	19.49	-4.17	17.66
1996	0.02	3.90	--	24.80	--	35.89	--	--	7.04	0.80	20.73	16.49	15.82
1997	2.09	3.65	--	26.10	--	36.48	--	--	6.06	1.46	20.44	33.35	16.35
1998	2.02	4.42	--	25.11	--	38.38	--	44.23	6.22	3.09	22.21	-2.78	23.47
1999	4.12	4.04	14.65	28.12	9.53	37.84	--	45.35	6.54	3.05	27.83	8.17	27.67
2000	4.24	3.54	15.53	27.11	10.52	37.86	--	45.29	6.70	5.24	31.29	20.63	22.71
2001	4.02	3.69	14.56	27.50	9.95	39.47	--	43.95	7.41	6.56	25.42	-14.53	22.77
2002	4.33	3.70	15.77	27.43	11.50	41.38	--	48.16	7.11	7.56	22.96	-0.05	22.72
2003	4.25	3.42	17.74	28.40	10.70	41.81	--	47.67	6.13	8.81	25.65	10.09	21.60
2004	4.41	2.66	19.48	28.66	11.65	41.23	--	47.84	5.41	7.57	26.05	34.56	18.55
2005	4.38	2.71	21.07	30.39	9.24	40.81	--	47.57	3.82	8.41	33.92	26.71	15.31
2006	4.25	2.57	22.46	33.66	9.53	42.24	--	47.16	5.01	8.80	42.40	23.42	16.59
2007	4.62	2.22	22.56	37.18	9.04	43.05	--	49.52	4.71	7.86	52.97	25.37	18.61
2008	4.51	2.09	17.93	39.56	6.20	44.63	--	44.43	5.41	6.13	42.16	-17.63	23.52
2009	4.36	2.57	14.42	42.36	7.15	48.75	--	45.24	5.24	7.57	33.81	-21.45	35.56
2010	4.22	2.64	14.81	41.43	8.09	48.69	--	50.15	5.24	8.02	37.80	22.20	25.51
2011	4.19	2.72	15.08	40.40	9.95	47.40	2.60	46.87	4.91	9.27	31.50	0.56	17.73

Tomado de Banco Mundial:

Financial Development59-41ac-9b90-da9968f96158_With_Metadata. Recuerado el 16 de mayo de 2014.

Anexo 13 Ratio de servicio de la deuda externa-PIB por zona

Grupo	Mercados emergentes y economías en desarrollo	Europa Central y de Este	Asia en Desarrollo	Latinoamérica y Caribe	Medio Oriente-Noráfrica
✓ 1988	3.4%	5.9%	1.6%	4.6%	
✓ 1989	4.0%	4.2%	2.3%	6.0%	
✓ 1990	4.4%	4.6%	2.5%	7.7%	
✓ 1991	4.2%	3.8%	2.6%	7.2%	
✓ 1992	4.9%	8.9%	3.1%	6.6%	
✓ 1993	5.5%	9.8%	3.8%	6.3%	
1994	6.0%	9.3%	4.2%	7.8%	
1995	5.5%	8.9%	4.2%	6.9%	
1996	5.6%	8.6%	4.0%	6.9%	
1997	5.7%	6.7%	4.4%	7.7%	
1998	4.5%	6.6%	4.9%	5.6%	7.7%
1999	5.1%	8.0%	5.6%	6.1%	7.0%
2000	6.2%	5.5%	6.0%	6.2%	5.4%
2001	5.7%	5.0%	5.6%	6.1%	5.8%
2002	7.0%	6.3%	6.3%	8.3%	7.7%
2003	7.1%	5.6%	7.2%	8.0%	8.7%
2004	7.7%	6.2%	7.5%	9.1%	8.5%
2005	8.2%	6.6%	8.1%	9.6%	8.5%
2006	9.0%	6.4%	9.3%	9.7%	7.6%
2007	9.8%	8.8%	7.6%	12.1%	9.7%
2008	9.7%	13.7%	6.4%	10.6%	9.3%
2009	9.7%	17.3%	6.4%	10.6%	9.7%
2010	11.0%	15.0%	9.3%	12.4%	9.0%
2011	10.1%	13.3%	8.3%	12.5%	8.3%
2012	9.1%	13.8%	6.7%	10.7%	8.2%
2013	9.8%	15.9%	7.5%	10.5%	8.3%
2014	9.6%	17.4%	7.3%	9.3%	8.2%

Fuente: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2013.

Anexo 14. Dimensión de la deuda externa-PIB por zona

Grupo	Mercados emergentes y economías en desarrollo	Europa Central y de Este	Asia en Desarrollo	Latinoamérica y Caribe	Medio Oriente-Noráfrica
1988	22.6%	26.6%	15.6%	27.7%	19.4%
1989	25.3%	26.3%	18.6%	31.6%	19.9%
1990	28.6%	27.5%	16.6%	43.6%	22.0%
1991	31.0%	27.8%	17.5%	50.3%	22.5%
1992	31.8%	29.7%	18.3%	50.5%	22.1%
1993	35.0%	33.7%	21.8%	47.8%	27.6%
1994	37.8%	36.0%	24.3%	50.5%	30.9%
1995	38.8%	39.1%	25.8%	52.6%	29.6%
1996	36.2%	34.1%	24.7%	45.5%	33.4%
1997	34.2%	32.4%	24.6%	40.1%	32.2%
1998	28.3%	36.5%	28.8%	39.0%	34.4%
1999	30.4%	38.9%	30.9%	37.9%	35.1%
2000	37.5%	38.5%	30.4%	36.1%	33.7%
2001	37.2%	39.3%	30.7%	34.6%	39.3%
2002	37.5%	41.8%	33.2%	32.7%	41.7%
2003	35.8%	36.2%	30.8%	33.7%	39.0%
2004	33.9%	34.4%	29.3%	32.6%	36.2%
2005	34.0%	35.3%	30.3%	31.8%	34.3%
2006	38.8%	38.2%	34.7%	35.7%	39.1%
2007	40.5%	44.1%	31.6%	41.4%	36.6%
2008	36.2%	46.0%	27.4%	36.1%	32.1%
2009	36.2%	49.7%	27.7%	37.2%	31.1%
2010	36.4%	50.3%	25.6%	41.9%	31.5%
2011	36.6%	50.8%	23.5%	42.0%	43.5%
2012	33.1%	49.5%	22.3%	36.4%	36.4%
2013	28.6%	45.1%	20.4%	28.4%	29.9%
2014	27.3%	52.8%	19.1%	24.2%	29.5%

Fuente: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2013.

Anexo 15. Prima por el riesgo , promedio mundial, datos disponibles

Country Name	Country C	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Afghanistan	AFG	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Albania	ALB	4.97	7.55	7.45	8.17	6.78	6.39	7.00	6.97	5.73
Algeria	DZA	7.13	7.25	5.86	7.04	7.67	7.33	7.69	7.79	7.51
Antigua and Barb	ATG	4.96	4.39	4.37	4.11	4.41	3.69	4.75	4.41	4.28
Argentina	ARG	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Armenia	ARM	13.36	13.93	11.66	11.43	9.36	9.34	8.61	8.23	7.43
Austria	AUT	--	--	--	--	--	2.87	2.84	3.18	3.49
Azerbaijan	AZE	11.10	9.51	7.83	8.49	9.28	16.72	18.87	16.71	15.92
Bahamas, The	BHS	5.45	5.40	4.63	2.84	2.77	2.88	3.22	3.81	4.51
Bahrain	BHR	6.35	4.25	2.94	3.40	5.69	6.89	6.42	5.84	4.83
Bangladesh	BGD	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Barbados	BRB	7.13	4.54	4.33	5.11	5.84	5.45	5.40	5.29	5.20
Belarus	BLR	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Belgium	BEL	4.73	4.70	4.76	4.77	5.58	8.52	--	--	--
Belize	BLZ	10.72	11.04	10.99	11.11	10.92	10.86	10.84	10.94	10.36
Bolivia	BOL	7.06	11.65	7.33	6.82	5.56	5.90	9.84	10.45	10.61
Bosnia and Herz	BHR	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Botswana	BWA	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Brazil	BRA	37.79	36.62	36.43	32.22	33.57	34.95	29.06	32.22	28.57
Bulgaria	BGR	6.13	6.43	6.32	6.21	6.80	6.67	8.58	9.38	--
Burundi	BDI	3.30	10.53	8.23	--	--	--	--	--	--
Cabo Verde	CPV	6.27	8.22	7.16	7.14	6.58	7.46	7.15	5.85	5.72
Canada	CAN	1.76	1.69	1.78	1.55	2.34	2.05	2.01	2.08	2.03
Cyprus	CYP	3.13	2.76	4.13	3.15	--	--	--	--	--
Czech Republic	CZE	3.76	3.83	3.46	2.95	2.63	4.70	4.94	4.89	4.79
Denmark	DNK	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Dominica	DMA	2.54	3.52	3.30	2.77	2.66	3.62	3.06	2.44	4.70
Egypt, Arab Rep.	EGY	3.48	4.57	3.07	5.66	0.96	2.13	1.73	-2.92	-0.96
Ethiopia	ETH	6.44	6.25	6.92	6.57	7.32	--	--	--	--
Fiji	FJI	5.65	4.84	0.10	4.40	7.77	1.79	4.04	5.27	6.40
Finland	FIN	--	--	--	--	--	--	--	--	--
France	FRA	4.58	--	--	--	--	--	--	--	--
Gambia, The	GMB	5.75	12.42	15.61	14.45	13.64	12.67	13.84	15.19	15.54
Georgia	GEO	2.93	5.93	--	--	--	11.89	6.29	5.31	8.05
Germany	DEU	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Greece	GRC	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Grenada	GRD	4.68	4.57	3.60	3.38	3.28	4.66	4.37	4.75	3.73
Guyana	GUY	10.92	10.75	10.59	10.67	10.60	10.24	10.67	11.97	12.13
Hong Kong SAR,	HKG	4.93	4.10	4.46	4.79	4.95	4.93	4.72	4.78	4.86
Hungary	HUN	1.50	1.59	1.21	1.41	1.38	2.55	2.22	2.30	2.11
Iceland	ISL	5.98	5.98	4.50	4.16	2.26	7.60	3.61	3.42	2.77
India	IND	--	6.58	5.00	-1.53	1.52	8.20	7.02	4.08	6.89
Iran	IRN	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Israel	ISR	2.67	2.43	2.55	2.52	2.68	2.81	2.78	2.92	3.32
Italy	ITA	3.43	3.14	2.44	2.30	3.08	3.80	2.90	1.81	3.33
Jamaica	JAM	2.47	1.98	4.86	4.64	0.94	-3.12	11.19	12.92	11.05
Japan	JPN	1.76	1.67	1.25	1.33	1.55	1.60	1.47	1.40	1.31
Kenya	KEN	9.57	4.45	6.82	6.54	6.31	7.43	10.77	6.32	7.14
Kuwait	KWT	1.89	1.51	--	--	--	5.24	4.27	4.36	--
Kyrgyz Republic	KGZ	24.33	22.30	18.45	20.42	6.69	12.46	26.95	31.89	6.63
Laos PDR	LAO	8.88	8.22	11.66	10.14	11.74	15.25	14.64	--	--
Latvia	LVA	4.02	3.55	3.17	6.68	4.86	3.81	7.13	5.27	4.88
Lebanon	LBN	5.56	5.42	5.94	5.68	4.75	4.66	4.24	3.60	2.90
Lesotho	LSO	3.86	4.49	5.29	6.32	6.44	5.25	4.99	5.08	4.66
Liberia	LRB	0.58	--	--	--	--	--	--	--	--
Lithuania	LTU	3.49	2.91	2.17	2.63	3.06	-0.15	3.19	--	--
Luxembourg	LUX	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Madagascar	MDG	12.55	8.16	6.34	33.16	36.19	37.38	39.67	42.92	53.08
Malawi	MWI	8.26	8.68	13.98	13.77	13.69	15.10	17.46	17.19	18.00
Malaysia	MYS	3.65	3.47	3.26	2.98	2.69	3.03	2.42	1.99	1.75
Maldives	MDV	--	--	--	7.50	7.00	7.00	5.47	4.75	3.22
Malta	MLT	2.39	2.33	2.16	1.99	1.46	2.70	3.78	3.51	3.71
Mauritania	MRT	13.78	11.24	12.50	13.07	9.24	10.84	8.45	14.32	13.67
Mexico	MEX	0.62	0.49	0.32	0.37	1.02	1.65	0.88	0.68	0.49
Moldova	MDA	8.45	15.51	10.69	5.30	2.17	8.73	9.43	2.73	7.16
Morocco	MCO	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Mongolia	MNG	21.08	16.84	20.21	15.01	--	--	--	--	--
Montenegro	MNE	--	--	10.00	8.64	--	5.18	6.32	7.12	4.82
Morocco	MAR	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Mozambique	MOZ	9.71	10.37	3.51	4.36	4.55	5.08	4.27	3.86	11.54
Namibia	NAM	3.61	3.62	3.92	4.29	4.10	2.93	3.26	3.11	3.11
Nepal	NPL	6.10	5.93	6.02	6.41	3.38	1.65	1.18	--	--
Netherlands	NLD	--	--	--	--	--	--	--	--	--
New Zealand	NZL	1.25	1.24	1.15	1.06	1.93	3.83	3.48	3.56	3.36
Nicaragua	NIC	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Nigeria	NGA	4.84	10.32	6.91	10.09	7.28	14.58	13.74	6.32	3.16
Pakistan	PAK	4.77	1.89	2.45	2.78	1.57	2.62	1.50	1.30	2.52
Panama	PAN	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Papua New Guin	PNG	4.40	7.66	6.56	5.11	3.00	3.02	5.81	6.67	8.08
Paraguay	PRY	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Peru	PER	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Philippines	PHL	2.76	4.05	4.49	5.31	3.59	4.40	4.16	5.32	4.18
Poland	POL	0.96	1.93	1.29	--	--	--	--	--	--
Romania	ROM	--	--	--	6.24	4.57	6.38	6.86	4.81	5.06
Russian Federat	RUS	--	--	--	8.87	--	--	9.23	--	--
Rwanda	RWA	3.96	7.73	6.21	--	--	--	--	--	--
Serbia	SRB	-5.64	2.25	6.32	6.71	6.52	1.44	3.14	5.66	5.88
Seychelles	SYC	6.82	6.43	6.39	6.98	4.74	2.38	9.66	6.56	1.45
Sierra Leone	SLC	-4.06	1.61	6.29	6.59	9.02	11.70	4.04	-3.45	-1.40
Singapore	SGP	4.34	3.24	2.35	2.98	4.47	5.04	5.05	5.09	5.11
Slovak Republic	SVK	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Slovenia	SVN	4.49	4.14	4.11	2.02	2.78	4.81	--	--	--
Solomon Islands	SLB	8.29	9.58	10.51	10.95	11.24	11.26	10.73	10.65	9.86
Somalia	SOM	--	--	--	--	--	--	--	--	--
South Africa	ZAF	3.76	3.72	3.83	4.05	4.32	3.86	3.43	3.51	3.46
Spain	ESP	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Sri Lanka	LKA	1.76	1.74	1.87	0.47	-0.02	2.74	1.65	1.78	1.19
St Kitts and Nevis	KNA	2.15	3.03	2.20	2.28	2.70	1.50	1.87	2.70	1.98
St Lucia	LCA	5.57	5.97	5.62	4.47	4.48	5.38	6.12	5.55	4.40
St. Martin (Fren	MAF	--	--	--	--	--	--	--	--	--
St. Vincent and t	VCT	3.89	4.74	4.12	3.97	3.96	3.52	4.25	4.97	5.45
Swaziland	SWZ	3.35	3.55	3.62	4.14	4.06	3.44	3.15	2.93	1.88
Sweden	SWE	1.89	1.60	--	--	--	--	--	--	--
Switzerland	CHE	2.83	2.41	1.67	0.99	2.01	--	2.71	2.86	3.00
Syrian Arab Rep	SYR	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Tajikistan	TJK	--	--	--	--	--	15.40	17.47	17.44	20.23
Tanzania	TZA	5.79	4.58	4.01	2.69	6.87	7.89	10.68	8.59	2.75
Thailand	THA	4.20	3.12	2.70	3.57	3.85	4.72	4.49	4.04	4.13
Trinidad and Tob	TTO	4.54	4.24	4.85	4.84	5.43	9.25	8.44	7.44	7.34
Uganda	UGA	11.59	11.14	10.58	10.06	11.37	13.85	15.16	7.22	10.61
Ukraine	UKR	--	--	--	--	--	--	--	--	--
United Arab Emi	ARE	--	--	--	--	--	--	--	--	--
United Kingdom	GBR	-0.03	0.09	0.00	0.00	0.32	0.10	0.00	0.01	0.19
United States	USA	2.97	1.04	1.24	1.64	3.63	3.09	3.12	3.19	3.16
Uruguay	URY	8.93	9.47	4.71	1.83	2.40	3.42	1.27	1.01	1.80
Venezuela, RB	VEN	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Vietnam	VNM	4.03	4.90	6.45	7.03	3.65	2.03	1.99	4.60	4.66
Yemen, Rep.	YEM	4.67	1.11	2.36	2.14	2.80	4.53	2.91	2.13	2.93
Zambia	ZMB	18.12	11.89	12.79	6.94	5.60	6.67	14.64	9.28	2.02
Zimbabwe	ZWE	153.24	50.57	--	--	--	--	--	--	--

From database: WDI, Last Updated: 05/06/2014, los datos no disponibles no computan para el promedio.

6.- Bibliografía

- Akerlof, G., & Shiller, R. (2010). *Animal Spirits*. New Jersey: Princeton.
- ASF. (2013). Public Comment on Consultative Documents for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking,. American Securitization Forum.
- Askenazy, P. (2010). *Manifesté d' économistes atterrés*. Paris: Les Liens qui libèrent.
- (2011). *Assessment of the macroeconomic impact of higher loss absorbency for global systemically important banks*. Switzerland: Bank for International Settlements, Macroeconomic Assessment Group.
- Astarista, R. (2014, mayo 23). *World Press.com*. Retrieved from <http://rolandoastarita.wordpress.co/2010/12/08/la-tasa-de-ganancia-y-la-crisis-2007-2009/>
- Attinà, F. (2001). *El Sistema Político Global*. Barcelona: Paidós.
- Authers, J. (2013). *Europe 's Financial Crisis*. New Jersey: FT Press.
- Baran, P. A., & Sweezy, P. M. (1966). *Monopoly Capital, an Essay on the American Economic and Social Order*. New York: Monthly Review Press.
- Barua, R., & Bataglia, F. (2010). Basel III, What's New?. Business and Technological Change. *Algorithmics an IBM Company*, 32.
- (2002). *Basel Committee on Banking Supervision Supervisory Guidance on Dealing with Weak Banks Report of the Task Force on Dealing with Weak Banks*. Swizerland: Bank for International Settlements,.
- BCE. (2013, abril 30). *European Central bank*. Retrieved from Eurosystem: <http://www.ecb.int/ecb/orga/escb/html/convergence-criteria.es.htm>
- Beck, U. (1998). *La Sociedad del Riesgo*. Paidos.
- Beim, D. O. (2009). *Europe and the Financial Crisis*. Columbia: Columbia Business School.
- BIS. (2004). *Credit Risk Transfer*. Basel: Basel Committee on Banking, Supervision the Joint Forum,.
- BIS. (2008). *Credit Risk Transfer Developments from 2005 to 2007 ,Consultative Document*. Switzerland: Basel Committee on Banking Supervision, The Joint Forum.
- BIS. (2008). *Press & Communications, The Joint Forum Basel Committee On Banking Supervision International Organization Of Securities Commissions International Association Of Insurance Supervisors Credit Risk Transfer, Develop*. Switzerland: Bank for International Settlements.

-
- BIS. (2008). *Principles for Sound , Liquidity Risk*. Basel: Basel Committee on Banking Supervision.
- BIS. (2009). *Principles for Sound Stress Testing practices and Supervision*. Basel Committee, Consultative Document.
- BIS. (2009, december). Strengthening the resilience of the banking sector. *Consultative Document*, p. 80.
- BIS. (2010, december). Strengthening the resilience of the banking sector. *Basel Committee on Banking Supervision*, p. 80.
- BIS. (2012). *Report to G20 Leaders on Basel III Implementation*. Basel: Bank of International Settlements.
- BIS. (2013, Febrero 21). *Bank of International Settlements*. Retrieved from <http://www.bis.org/stability.htm>
- BIS. (2013, febrero 1o). *Bank of International Settlements*. Retrieved from <http://www.bis.org>
- BIS. (2013). *Statistical release: OTC derivatives statistics at end of december 2012*. Basilea: Monetary and Economic Department.
- BIS. (2013). *The Liquidity Coverage Ratio and Liquidity Risk Monitoring Tools*. Basel: Basel Committee on Banking Supervision Basel III.
- Borio, C., & Disyatat, P. (2011). *Working Papers No 346 Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?* Switzerland: BIS Monetary and Economic Department.
- Brenner, R. (2013). *La Economía de la Turbulencia Global*. Londres: Era.
- Bunn, P. (2005). Stress Testing as a Tool for Assessing Systemic Risks Macroprudential Risks Division, Financial Industry and Regulation Division, Philip Bunn. *Bank of England*, 1-11.
- Carcanholo, R., & Nakatani, P. (2001, Marzo). Capital Especulativo Parasitario versus Capital Financiero, *Problemas del Desarrollo. IIEc-UNAM, Volumen 32, Núm 124*, 9-31.
- Caruana, J. (2013). Central Banking in a Balance Sheet Recession. *International Journal of Central Banking*, 367-372.
- Casilda, R. (2004). América Latina y el Consenso de Washington. *Boletín Económico de ICE N° 2803*, 1-20.
- CE. (2013, junio 6). La CE defiende su papel en la crisis griega frente a las críticas del FMI. *La Vanguardia.com*, 1. Retrieved from <http://www.lavanguardia.com/economia/20130606/54374740958/c-e-defiende-su-papel-crisis-griega-fmi.html>
- Chung, K., Lee, J., Loukoianova, E., Park, H., & Shin, H. S. (2014). IMF WP/14/9, Working paper Global Liquidity through the Lens of Monetary Aggregates. *IMF Working Paper*, 49.
- Cohán, F. M. (2010). Manchón C., Federico (2010), Similitudes y diferencias entre la Gran Depresión y la Gran Recesión, Crisis económica global. en *Departamento de Producción Económica, DCSH, UAMX*, 181-213.

-
- Costas Lapavitsas. (2011). *La Crisis de la Financiarización*. México: UNAM-IIEC-CLACSO.
- del Cid, A. G. (2009). *El Fénix de Oriente*. México: Montiel & Soriano Editores.
- Duménil, G., & Lévy, D. (2004). *Capital Resurgent*. London: Harvard University Press.
- Duménil, G., & Lévy, D. (2011). *The Crisis of Neoliberalism*. London: Harvard University Press.
- Eatwell, J. e. (2002). *International Capital Markets, Systems in Transition*. New York: Oxford.
- ECB. (2013, ABRIL 30). *European Central Bank*. Retrieved from <http://www.ecb.int/euro/intro/html/map.es.html>
- El Financiero*. (2013, mayo 9). Retrieved from <http://www.elfinanciero.com.mx/component/content/article/44-economia/17438-economia-zona-euro-caera-06-en-2013.html>
- Ferguson, N. (2009). El triunfo del Dinero. Debate.
- FFIEC. (2013, febrero 1). *Community Reinvestment Act*. Retrieved from <http://www.ffiec.gov/craratings/default.aspx>
- Fisher, I. (2010). *The Debt-Deflation Theory of Great Depressions*. Thailand: Thai Sunset Publications.
- FMI. (2009). *Informe Anual 2009, La Lucha Contra la Crisis Mundial*. Washington: Fondo Monetario Internacional.
- FMI. (2013). *FMI, Perspectivas de la Economía Mundial, Informe Ejecutivo*. Washington: Fondo Monetario Internacional.
- Foley, D. (2008). *Adam's Fallacy, a guide to Economic Theology*. United States of America: Belknap Harvard.
- FSB. (2010). *Implementing OTC Derivatives Market Reforms*. FSB.
- FSB. (2010). *Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*. Washington: Financial Stability Board.
- FSB. (2011). *Policy Measures to Address Systemically Important Financial Institutions*. Financial Stability Board.
- FSB. (2011). *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation, Recommendations of the Financial Stability Board*. Rome: Financial Stability Board.
- FSB. (2011). *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation, Recommendations of the Financial Stability Board*. Basel: Financial Stability Board.
- FSB. (2011). *Understanding Financial Linkages: a Common Data Template for Global Systemically Important Banks Consultation Paper*. Rome: Financial Stability Board.
- FSB. (2011). *Understanding Financial Linkages: A Common Data Template for Global Systemically Important Banks Consultation Paper*. FSB.

-
- FSB. (2012). *Strengthening the Oversight and Regulation of Shadow Banking, Progress Report to G20 Ministers and Governor*. G20 Ministers and Governor.
- FSB. (2012). *Charter of the Financial Stability Board*. FSB.
- FSB. (2013). *Update of group of global systemically important banks (G-SIBs)*. Germany: The Financial Stability Board.
- G20. (2013, febrero 1). *Página del G20*. Retrieved from www.g20.org
- G-20, P. M. (2012). *Documento de Discusión*. México: SIAP.
- Galbraith, K. J. (2009). *El Crash de 1929*. Barcelona: Ariel.
- García, J. (2010). *Enfoques Diferentes para Medir el Valor en Riesgo (Var) y Su Comparación. Aplicaciones*. Valladolid: Universidad de Valladolid- Universidad de Coruña.
- Geithner, T. F. (2014). *Stress Test*. NY: Crown.
- Gérard, D., & Lévy, D. (2007). *Crisis y Salida de la Crisis*. México D.F.: FCE.
- Gilpin, R. (2000). *El Reto del Capitalismo Global*. México D.F.: Océano.
- Gorbachev, M. (1987). *Perestroika*. Mexico: Diana.
- Greg, G. (2009). *Operational Risk Toward Basel III*. New Jersey: Wiley.
- Gutiérrez, C., & Fernández, J. (2009). *Evolución de la Desregulación Bancaria Hasta Basilea 2: Origen y Posibles Efectos 2008*.
- Harvey, D. (1990). *La Condición de la Posmodernidad*. Oxford: Amorrortu Editores.
- Harvey, D. (2005). *A Brief History of Neoliberalism*. NY: Oxford.
- Harvey, D. (2008). *La Condición de la Posmodernidad (2a ed.)*. México: Amorrortu.
- Harvey, D. (2010). *The Enigma of Capital, 2010, Oxford*. NY: Oxford.
- Hopenhay, B. (2001). *La Globalización Financiera, Génesis, Auge, Crisis y Reformas*. Buenos Aires: FCE.
- Ikenberry, G. J., & Parsi, V. E. (2009). *Teorie e Metodi delle Relazioni Internazionali (Nouva ed.)*. Laterza.
- IMF. (2009). *Informe Anual 2009, Apoyar una Recuperación Mundial Equilibrada*. Washington: Fondo Monetario Internacional.
- IMF. (2010). *Global Financial Stability Report, World Economic and Financial Surveys*. Washington: International Monetary Fund.
- IMF. (2011). *World Economic Outlook Database, September 2011*. Washington: International Monetary Fund.
- IMF. (2012, junio 10). *IMF Database*. Retrieved from http://elibrary_data.imf.org/datareport.aspx?c=7183654&id33060&e=161900
- IMF. (10 de junio de 2012). *International Monetary Fund*. . Obtenido de Selected on Line IMF Data Sources: <http://www.imf.org/external/np/ds/matrix.htm>

-
- IMF. (2012). *Macrofinancial Stress Testing—Principles and Practices*, Monetary and Capital Markets Department. Washington: International Monetary Fund.
- IMF. (2012, junio 10). *Selected Online IMF Data Sources*. Retrieved from International Monetary Fund: <http://www.imf.org/external/np/ds/matrix.htm>
- IMF. (2013, abril 7). *International Monetary Fund*. Retrieved from <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/weodata/download.aspx>
- IMF. (2014, mayo 23). Global Financial Stability Report. Retrieved from <http://www.imf.org/external/datamapper/index.php>
- Jacobs, L. (2004). American Democracy in an Age of Rising Inequality Task Force on Inequality and American Democracy. *American Political Science Association*, 2-24.
- Jorion, P. (2013). *Valor en Riesgo* (Corregida ed.). México D.F.: MEXDER-LIMUSA.
- Kennedy, P. (1987). *The Rise and Fall of the Great Powers*. United States of America: Vintage.
- Keynes, J. M. (1996). *Breve Tratado sobre la Reforma Monetaria*. México: FCE.
- Keynes, J. M. (2010). *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero* (Cuarta ed.). México: FCE.
- Kim, H. J., Shin, H. S., & Yun, J. (2013). Monetary Aggregates and the Central Bank's Financial Stability Mandate. 2013, *Bank of Korea, Princeton University, Ewha Womans University*, 69-107.
- Kindleberger, C. (2005). *Manias, Panics, and Crashes*. New Jersey: Wiley.
- Krugman, P. (1996). "Are Currency Crises Self-Fulfilling?", . *NBER Macroeconomics Annual*, volume 11, 345 -407.
- Krugman, P. (2009). *De vuelta a la Economía de la Gran Depresión y La Crisis del 2008*. Barcelona: Norma.
- Kuhn, T. S. (2012). *The Structure of Scientific Revolutions*. Chicago: Chicago Press.
- Lapavistas, C. (2012). *Crisis in The Eurozone*. NY: Verso.
- Lynn, M. (2011). *Bursts*. USA: Bloomberg Press.
- Manchón, C. F. (2010). Similitudes y diferencias entre la Gran Depresión y la Gran Recesión, Crisis económica global. *Departamento de Producción Económica, DCSH, UAMX*, 181-213.
- Manchón, C. F. (2011). La Gran Recesión ha sido una oportunidad poco aprovechada para mejorar la gobernanza internacional de la economía mundial. *XIII Reunión de Economía Mundial, El neoliberalismo y su crisis. Causas, escenarios y posibles*

-
- desenvolvimientos* (pp. 1-28). Santiago de Chile: Escuela Latinoamericana de Estudios de Posgrado, Universidad ARCIS.
- Marichal, C. (2010). *Las Grandes Crisis Financieras*. España: Debate.
- Marichal, C. (2010). *Nueva Historia de las Grandes Crisis Financieras*. México: Debate.
- Marsh, D. (2009). *The Euro*. USA: Yale University Press.
- Marshall, A. (2000). *Principles of Economics*. Liberty Fund.
- Marx, K. (2011). *El Capital* (Vols. tomo III, 6). México: FCE.
- Marx, K. (2011). *El Capital, El proceso global de la producción capitalista* (Vol. 7 Libro tercero). México: Siglo XXI.
- Mendoza, W., & Olivares, A. (1998). Crisis de balanza de pagos: el rol de los factores internos y los Factores externos. 17.
- Minsky, H. (1984). *Can "IT" Happen Again?, Essays of Instability*. NY: M.E. Sharp.
- Minsky, H. (1992). Working Paper No. 74 The Financial Instability Hypothesis. *The Jerome Levy Economics Institute of Bard College*, 10.
- Minsky, H. (2008). *Stabilizing an Unstable Economy*. United States of America: Mc Graw Hill.
- O, D. B. (2009). Europe and the Financial Crisis . *Columbia Business School* .
- OECD. (2013, Mayo 9). *World Economic Outlook Database*. Retrieved from <http://stats.oecd.org/>
- Osorio, J. (2005). Patrón de reproducción del capital, crisis y mundialización. *Alternativas de Globalización* (pp. 1-50). Río de Janeiro: CLACSO.
- Ötcher-Robe, I., Narain, A., Ilyina, A., & Surti, J. (2011). *IMF Staff discussion note, The Too-Important-to-Fail Conundrum: Impossible to Ignore and Difficult to Resolve*. IMF.
- Overtveldt, V. (2011). *The End of the Eur*. Chicago: B2 Books.
- París, C. d. (2014, junio 14). *Club de Paris*. Retrieved from <http://www.clubdeparis.org/sections/donnees-chiffrees/chiffres-cles>
- Pastor, A. (1999). Burbujas especulativas y crisis cambiarias: previsión, prevención y cura. 31.
- Popper, K. (2002). *Conjectures and Refutations*. New York: Routledge Classics.
- PROFIN. (2005). *Glosario de Términos de los Acuerdos de Capital de Basilea I y Basilea II, Programa de Apoyo al Sistema*. Bolivia: Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras de Bolivia.
- Rajan, R. (2010). *Grietas del Sistema*. Barcelona: Deusto.
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2009). *This Time is Different*. New Jersey: Princeton.

-
- Ricardo, D. (1998). *Principios de Economía Política* (6a ed.). México: FCE.
- Rice, G. (2013, febrero 21). *El economista.es*. Retrieved from <http://www.eleconomista.es/economia/noticias/4889603/06/13/FMI-los-fallos-en-Grecia-deben-valorarse-en-un-contexto-de-crisis-excepcional.html>
- Saad-Filho, A. (2014). *Economic Transitions to Neoliberalism in Middle Income Countries*. Routledge Studies in Development Economics.
- Schiller, R. (2009). *Irrational Exuberance* (Second ed.). NY: Broadway Books.
- Schumpeter, J. A. (1973). *Can Capitalism Survive? (Capitalism, Socialism and Democracy*. NY: Harperennial Modern Thought.
- Shearman, & Sterling. (2011). The New Basel III Framework: Implications For Banking Organizations. *Client Publication*.
- Shearman, & Sterling. (2011). The New Basel III Framework: Implications For Banking Organizations. *Financial Institutions Advisory & Financial Regulatory , Client Publication*, 1-20.
- Sheng, A. (2009). *From Asian to Global Financial Crisis* . NY: Cambridge.
- Shin, H. S. (2010). The Leverage Cycle. (U. C. Press, Ed.) *National Bureau of Economic Research, NBER Macroeconomics Annual 2009, Volume 24*, 85-74.
- Shin, H. S., & Geanakoplos, J. (2009). *Discussion of "The Leverage Cycle*. Princeton University.
- Skidelsky, R. (2010). *Keynes, the Return of the Master*. NY: public affairs.
- Smith, A. (2010). *La riqueza de las Naciones*. México: Economía Alianza Editorial.
- Sorge, M., & Monetary Economic Department. (2004). *Stress-testing financial systems: an overview of current methodologies, BIS Working Papers No 165, December 2004, 41 pp*. Sweetzerland: BIS, Monetary and Economic Department,.
- Soros, G. (2008). *Para entender la Crisis Económica Actual*. EU: Taurus.
- Staab, A. (2011). *The European Union Explained*. Indiana: Ed. Indiana University Press.
- Steger, M. B., & Roy, R. K. (2010). *Neoliberalism a Very Short Introduction*. NY: OxfordUniversity Press.
- Stiglitz, J. E. (2010). *Caída Libre*. México: Taurus.
- Stiglitz, J. E. (2013). *El Precio de la Desigualdad*. México: Taurus 2013.
- Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias, G. d. (2003). *Basilea II: Hacia Un Nuevo Esquema de Medición de Riesgos*.
- Taylor, A. M. (2012). The Great Leveraging. *University of Virginia, NBER, and CEPR*, 38.

-
- The European Communities. (1992, July 27). Treaty on European Union (92/C 191/01) 110. *Official Journal of the European Communities* No C 191/1, pp. 1-110.
- University of Groningen. (10 de junio de 2012). Obtenido de <http://www.ggdc.net/madion/publications>
- Valentina Brun, & Shin, H. S. (2014, agosto 12). *Capital Flows Cross-Border Banking and Global Liquidity*. Retrieved from www.princeton.edu/.../www/capital_flows_global_liquidity.pdf
- Wallerstein, I. (2005). *Análisis de sistemas-mundo, una introducción*. México: Siglo XXI.
- Walras, L. (1987). *Elementos de economía política pura*. Madrid: Alianza.
- WB. (2014, mayo 2). *The World Bank*. Retrieved from Financial Development59-41ac-9b90-da9968f96158_With_Metadata, recuperado el 2 de mayo de 2014
- WB. (2014, mayo 27). *The World Bank IBRD IDA*. Retrieved from Social Protection&labor: <http://data.worldbank.org/topic/labor-and-social-protection>
- WB. (29, abril 2013). *World Bank*. Retrieved from Data World Bank: http://databank.worldbank.org/ddp/editReport?REQUEST_SOURCE=search&CNO=2&topic=3
- Wolf, R. D., & Resnick, S. A. (2012). *Contending Economic Theories, Neoclassical, Keynesian, and Marxian*. Massachusetts: The MIT Press.
- (2014). *World Economic and Financial Surveys, Global Financial Stability Report 2014, Moving from Liquidity- to Growth-Driven Markets*. International Monetary Fund.
- Zaragoza, G. S. (2012). Nuevo Análisis Sobre la Crisis de la Deuda en Europa. *Instituto Español de Estudios estratégicos*, 17.