

REVISIÓN

LA ECONOMÍA FINANCIERA EN LA ERA DE LA GLOBALIZACIÓN, 1970-2017

Marcello Carmagnani*
El Colegio de México

La hipótesis del trabajo es que la economía financiera es la dominante y determinante a partir de la crisis del decenio de 1970, que marca el comienzo de la globalización.

Rechazo por lo tanto la idea presente en numerosos estudios que caracterizan la globalización como una integración de tres mercados: mercaderías, trabajo y capital, e interpretan la globalización como el resultado de un proceso determinado por tres estadios económicos de larga duración.¹

Mi tesis sostiene en cambio que la globalización es el resultado de una nueva división internacional del trabajo que se organiza a partir de la preeminencia de la economía financiera. Acontece así que se integran las nuevas economías emergentes y de ingreso medio y bajo en la economía mundial como nuevos productores de bienes industriales. Su integración fue posible por la nueva liquidez mundial que inicia con el aumento de los precios del petróleo durante la crisis de la década de 1970

* Agradezco a Alicia Hernández Chávez por sus observaciones sobre las economías emergentes y subdesarrolladas y a Giovanni Casetta por las relativas a las teorías del valor económico.

¹ BORDO, TAYLOR y WILLIAMSON (ed.), *Globalization in historical perspective*.

que incrementaron los ingresos de los países productores de petróleo.

Gracias al crecimiento de la liquidez mundial se expande la oferta de financiamientos por parte de los bancos internacionales estadounidenses y europeos a las economías emergentes y subdesarrolladas, que se convierten en exportadoras de bienes industriales y favorecen la deslocalización de numerosas empresas de las economías avanzadas o industriales, atraídas por los menores salarios presentes en las economías emergentes y subdesarrolladas.

La nueva división internacional es reforzada por la importancia que asume el Banco de Pagos Internacionales, institución que agrupa a todos los bancos centrales del mundo, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, que asumen el papel de regulación de la liquidez mundial en las economías avanzadas, emergentes y subdesarrolladas de ingreso medio y bajo.

EL PAPEL DE LA ECONOMÍA FINANCIERA Y REAL ANTES Y DURANTE LA GLOBALIZACIÓN

El crédito mercantil y bancario adquiere un papel importante en el crecimiento de la economía real especialmente a partir de la segunda revolución industrial. En efecto, el desarrollo de las bolsas de comercio y de los bancos de crédito asume un papel destacado antes de la globalización.² Hasta el decenio de 1960 la economía financiera tiene un papel importante en transferir esencialmente la riqueza existente sin crear una nueva.

En el curso del decenio de 1960 los ahorradores comienzan sin embargo a privilegiar el papel de las finanzas mientras antes preferían las iniciativas productivas, con el resultado de

² ARESTIS, DEMETRIADES y LUINTEL, "Financial Development and Economic Growth", pp. 17-41; STIEN y LEE, "Same financial development yet different economic growth. Why?", pp. 1907-1944.

convertirse en menos propensos al riesgo. Hay una alteración de las preferencias de los inversores, que prefieren prestar sus recursos para obtener un ingreso seguro con los intereses.

El crecimiento del sector financiero no depende por lo tanto de una decadencia del empresariado sino más bien del incremento del déficit de los gobiernos, asociado a una creciente estrechez crediticia.³ Conviene sin embargo tener presente que el interés por un ingreso seguro por parte de los ahorradores favoreció la desregulación del sector financiero, la reducción del control sobre los préstamos bancarios, de las tasas de interés y la creación de nuevos productos financieros. Progresivamente se llega a sostener que las finanzas se convierten en fundamentales en la creación del valor.⁴

Para comprender la importancia que asume la economía financiera hay que tomar en cuenta el papel secundario que asigna a la economía real durante la globalización, observando la asimetría de la liquidez global entre las economías avanzadas, industriales, y las emergentes y subdesarrolladas, y el papel de las nuevas instituciones monetarias globales a partir de 1970.

La crisis económica de 1973, especialmente aunada a la crisis del petróleo, difunde el pánico entre las economías avanzadas y las subdesarrolladas. Es el momento en que nace la idea de la nueva forma histórica de la globalización. Esta fase económica encuentra su origen en el curso de una reunión solicitada por el secretario del Tesoro estadounidense, con la presencia de los ministros de finanzas de Estados Unidos, Japón, Alemania Occidental, Francia, Gran Bretaña, Italia y Canadá. En esta reunión del G7 se acordó enfrentar juntos la crisis económica internacional, bajo la premisa de contener las políticas proteccionistas nacionales y reforzar el papel del Fondo Monetario Internacional (FMI). Por esto, el FMI comienza por eliminar, a

³ GRAZIANI, *The Monetary Theory of Production*, pp. 156-158.

⁴ MAZZUCCATO, *Il valore di tutto*, pp. xii-xvi.

partir de 1976, el sistema del cambio fijo dólar-oro e interviene en las políticas monetarias de los diferentes países.

En suma, la expansión de los intercambios internacionales, la crisis energética y el nuevo poder del Fondo Monetario Internacional marcan la nueva era económica y política de la globalización. De allí la importancia del nacimiento del G7, que adquiere gran importancia, similar a la que tuvo el acuerdo de Bretton Woods de 1944, porque inaugura una nueva fase económica con un gran contenido político e institucional. El G7 simboliza un acuerdo institucional internacional fundado en la voluntad política y económica de las potencias internacionales, las cuales deciden eliminar el sistema del cambio fijo anclado al dólar. Con tal medida adjudica un peso extraordinario al FMI al asignarle la posibilidad de acelerar los intercambios internacionales.

El proceso mundial de la globalización fue viable gracias a la voluntad conjunta de las economías avanzadas y de las emergentes y subdesarrolladas, y a la creación de instituciones con directrices acordadas y válidas en el ámbito mundial que refuerza la globalización. En suma, una voz conjunta, con lineamientos e instituciones *ad hoc* afianza una colaboración internacional, coordinada a nivel mundial por las políticas del FMI que marcan el inicio de la globalización. Gracias a esta voluntad se establece una nueva colaboración internacional para expandir los mercados, la circulación y el consumo de la producción, y también las inversiones a nivel global, expansión que debería favorecer la actividad de los actores económicos en el ámbito mundial.⁵

A pesar del poderío que conlleva el acuerdo del G7, el proceso histórico de la globalización no tiene el mismo ritmo para todos los países. Es necesario diferenciar los países entre los de baja globalización y los de alta globalización. El ritmo de la globalización es por lo tanto extremadamente variable. En efecto,

⁵ MILWARD, *Globalization?*, p. 11.

los países de baja globalización aumentan entre 1970-1975 y 1981-1985, para disminuir notablemente a partir de 1996-2000. En otras palabras, todavía a fines del siglo xx, 32.8% del mundo no está globalizado. En cambio, en 1970-1975, al comienzo de la globalización, solamente 31.1% de los países participa en la nueva fase económico-política. Todavía en el periodo 1991-1995 los países globalizados son solamente 41 por ciento⁶

Por desgracia no encontré ningún estudio capaz de documentar las motivaciones de la resistencia a la globalización por parte de muchas áreas del mundo. Una posible hipótesis es que existe una tendencia similar a la que se dio en la década de 1930, cuando muchas áreas se alejaron de la economía de mercado. Todavía a fines del siglo xx, 32% de los países del mundo no participa en la nueva fase económico-política. Se puede por lo tanto decir que en la fase inicial de la globalización entre 1970-1975 y 1981-1985, existe una fuerte tendencia a no participar en la globalización, lo cual significa que la consolidación de la globalización ocurre solamente a fines del siglo xx.

Se dispone de un segundo indicador interesante, la apertura económica de los países, que puede ser un sinónimo de globalización. Notamos que esta apertura comercial se da en 6 economías avanzadas y 4 emergentes o en vías de desarrollo en el decenio de 1970, en 7 economías avanzadas y 3 emergentes o en vías de desarrollo en la década de 1980, en 8 economías avanzadas y 2 emergentes o en vías de desarrollo en el decenio de 1990, y en 6 economías avanzadas y 4 emergentes o en vía de desarrollo a fines del siglo xx.

Podemos agregar que la apertura económica acontece en un buen número de países asiáticos hasta la década de 1990 para luego disminuir en el último decenio del siglo; hay sin embargo economías que se abren económicamente, como Malta, Estonia y Hungría. En otras palabras, el número de países que se abren

⁶ DREHER, *Does Globalisation Affect Growth?*

económicamente es muy variable en el curso de la globalización, y por lo tanto no se puede argumentar que la apertura comercial sea un buen indicador de la globalización porque se requiere, como se ha insistido, no sólo de la dimensión económica sino también de la política e institucional.⁷

Es muy probable que la globalización favorezca la integración mundial, pero podemos constatar que, como todas las formas económicas precedentes, la globalización conoce también ciclos económicos con periodos de expansión y de crisis. Esta tendencia cíclica, generadora de colapsos, volatilidad e inestabilidad, produce importantes incertidumbres de los valores monetarios y no monetarios. Esto significa que la globalización es vulnerable ante las periódicas catástrofes financieras, porque las dimensiones políticas y económicas son “una maraña inextricable y muy relacionada, y la política favorece una alternativa al mecanismo del mercado para la gestión de la globalización”. El resultado es que, como sostiene James, “la globalización puede ser reversible”.⁸

Durante la globalización acontecieron cuatro crisis significativas: la de 1973, que le dio el nacimiento; la de 1990-1991; la de 2001, y también la de 2008-2012. A diferencia de las crisis que la precedieron, las crisis de la globalización presentan la marcada característica de desencadenarse a partir de la dimensión financiera. La crisis de 1990-1991 es recordada como el momento de la crisis de las cajas de ahorro que se produce en Estados Unidos, la caída de la inversión con el fin de la Guerra Fría y la burbuja hipotecaria de los edificios comerciales. La de 2001 es la crisis financiera de las empresas tecnológicas y de inversión. Finalmente, la de 2008-2012 es una vez más una crisis financiera de los grandes bancos estadounidenses y mundiales.

⁷ BEER y KOSTER, “A borderless world?”, pp. 101-124.

⁸ JAMES, *The Creation and Destruction of Value*, pp. 2-9.

Vale la pena tener presente que la forma histórica de la globalización que encuentra en la dimensión financiera la principal novedad no excluye otras dimensiones.

El Instituto Económico Suizo, perteneciente al Instituto Federal de Tecnología de Zúrich, ha elaborado un indicador, el KOF Globalisation Index, que cubre por entero el periodo 1970-2018.

Este indicador define operativamente la globalización como la descripción del

[...] proceso de creación de las redes de conexión entre actores presentes a nivel intra y multi continental, que acontecen gracias a una variedad de flujos que incluyen población, información e ideas, capitales y mercancías. La globalización es un proceso que erosiona las fronteras nacionales, integra las economías nacionales, las culturas, la tecnología y la gobernabilidad, y produce complejas relaciones de mutua interdependencia.⁹

A partir de esta caracterización, el indicador KOF diferencia la globalización *de facto* de la *de jure*. La globalización *de facto* incluye las variables relativas a los flujos y a las actividades desarrolladas por los actores económicos, sociales, políticos y culturales, mientras la *de jure* privilegia las variables políticas e institucionales, es decir, las que permiten la afirmación de los flujos que afectan la economía, la cultura, la tecnología y la gobernabilidad, creadores de relaciones de mutua interdependencia.

La globalización *de facto* examina los flujos y las actividades desarrolladas por los actores económicos, sociales, políticos y culturales, mientras la *de jure* privilegia las variables políticas e institucionales que crean las relaciones de mutua interdependencia.¹⁰ Las dimensiones *de facto* y *de jure* no tienen la misma

⁹ GYGLI, HAELG y STURM, *The KOF Globalisation Index-Revised*. Traducción mía.

¹⁰ GYGLI, HAELG y STURM, *The KOF Globalisation Index-Revised*, pp. 4-5.

evolución porque, si bien entre 1970 y 1992 coinciden, entre 1992 y 2015, la dimensión *de jure* tiene una mayor velocidad que la de *de facto*. Mientras la dimensión *de facto* crece 11 puntos, la *de jure*, que hace referencia a la gobernabilidad, aumenta 20 puntos.¹¹ El crecimiento de la globalización económica es muy rápido entre 1970 y 2008, periodo durante el cual aumenta 25 puntos, mientras la *de jure* se incrementa lentamente, apenas 7 puntos entre 1970 y 2015.

La globalización económica es rápida en Norteamérica, Europa y Asia, y más lenta en las áreas latinoamericanas y subsaharianas. A nivel *de jure* es siempre más rápida en Norteamérica, Europa y Asia, mientras es lentísima en Asia meridional, América Latina y el área subsahariana.

En el curso de la globalización se privilegian las áreas con altos ingresos, seguidas por las que tienen ingresos medios, mientras las de ingresos bajos o muy reducidos son las menos permeadas por la globalización *de facto* y *de jure*.¹²

En síntesis, el índice KOF confirma la idea de James de que la globalización es un proceso caracterizado por la volatilidad y la inestabilidad que influencia las preferencias de los actores, tanto de los favorecidos como de los golpeados por la ciclicidad de la globalización.¹³

Para comprender la globalización conviene examinar las modificaciones que se dan en la economía real, la cual diferencia las economías avanzadas de las emergentes y subdesarrolladas, como podemos observar en el cuadro 1.

Los datos disponibles indican que, a pesar de las crisis de 1991 y de 2001, el incremento de los intercambios mundiales es elevado, como resultado de las novedades económicas e institucionales que dan nacimiento a la globalización. Este crecimiento

¹¹ GYGLI, HAELG y STURM, *The KOF Globalisation Index-Revised*, p. 32.

¹² GYGLI, HAELG y STURM, *The KOF Globalisation Index-Revised*, p. 42.

¹³ JAMES, *The Creation and Destruction of Value*, pp. 2-9.

Cuadro 1

INCREMENTO ANUAL DEL VOLUMEN COMERCIAL TOTAL DE LAS ECONOMÍAS AVANZADAS, EMERGENTES Y SUBDESARROLLADAS Y DE LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO 1997-2017

	<i>Vol. mundial</i>	<i>Avanzadas</i>		<i>Emerg, subdesarr</i>		<i>Términos de intercambios</i>	
		<i>Exp.</i>	<i>Imp.</i>	<i>Exp.</i>	<i>Imp.</i>	<i>Avanz.</i>	<i>Emer.</i>
1987-1996	6.2	4.1	6.2	5.6	6.2	0.3	-0,7
1997-2002	5.6	4.3	4.7	7.5	6.2	-0,8	0.6
2003-2007	7.7	6.5	6.4	11.0	12.7	1.3	2.4
2008-2012	13.0	10.6	5.9	4.3	5.9	-0.2	1.5
2013-2017	3.2	3.1	3.2	2.3	1.8	0.8	-0.9

FUENTE: FMI Statistical Appendix, table A.

se sostiene durante la crisis financiera de 2008-2010 con una tasa de crecimiento elevada, para disminuir después en el periodo 2013-2017, precisamente una vez superada la crisis financiera.

Es interesante además observar que la globalización expande las exportaciones de las economías emergentes y subdesarrolladas, prácticamente hasta terminar la crisis de 2008-2012, logrando incluso tener términos de intercambio superiores a las economías avanzadas, probablemente porque muchas de ellas se convirtieron en exportadoras de bienes industriales por efecto de la desindustrialización y deslocalización de las economías avanzadas.

Las tasas de crecimiento de las balanzas de pagos ilustran el doble efecto de la globalización. Para las economías avanzadas la balanza de pagos presenta una evolución negativa especialmente durante el periodo 1999-2008, una reducción modesta durante 2009-2012, para luego alcanzar una recuperación rápida en 2013-2017.

En cambio, las economías emergentes asiáticas y algunas latinoamericanas conocen una evolución positiva durante

Cuadro 2

TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL. BALANZA DE PAGOS
DE LAS ECONOMÍAS AVANZADAS Y EMERGENTES, 1997-2017
(MIL MILLONES PESOS)

	<i>Avanzadas</i>	<i>Emergentes</i>
1998-2008	-14.3	+9.5
2009-2012	-3.4	+11.4
2013-2017	+10.1	-0.7

FUENTE: FMI, Statistical Appendix 2017.

las fases 1998-2008 y 2009-2012. Las balanzas de pago son en cambio negativas para el periodo 2013-2017, cuando las economías avanzadas vuelven a controlar el movimiento del comercio internacional.

Es interesante observar que volvemos a ver la divergencia de las balanzas de pago entre economías avanzadas y economías emergentes de nueva industrialización. Estas últimas conocen una notable expansión de sus balanzas de pagos durante los periodos de 1999-2008 y 2009-2012, es decir, en las fases de comienzo y de consolidación de la globalización. Acontece entonces que, gracias a la desindustrialización de las economías avanzadas, la dimensión industrial de las economías emergentes se expande y logra competir, como sucede especialmente en China y las otras economías asiáticas, con la producción industrial de las economías avanzadas.

Ocurre entonces lo que ya había pasado con las economías emergentes y subdesarrolladas mucho antes. Las economías industrializadas recuperan lo que se privaron en el curso de su desindustrialización y deslocalización durante las dos primeras fases de la globalización.

Los datos del FMI nos dicen también que entre 2006 y 2013, mientras las balanzas de cuenta corriente de las economías emergentes y subdesarrolladas tienen una participación positiva

en el crecimiento del producto interno bruto de 1.3% anual, la evolución de la balanza de cuenta corriente de las economías avanzadas ve una disminución de 0.4% anual de su producto bruto interno. Solamente a partir de 2013 la balanza de cuenta corriente de las economías avanzadas vuelve a ser positiva, de 0.7% del producto bruto interno anual, mientras las de las economías emergentes y subdesarrolladas disminuyen de 0.2% del producto bruto interno. En otras palabras, una vez superada la fuerte crisis de 2008-2010, las economías avanzadas encuentran la forma de volver a recuperar los términos de intercambio positivos respecto a las economías emergentes y subdesarrolladas.

La alternancia de los términos de intercambio entre las economías avanzadas y las emergentes y subdesarrolladas no es un fenómeno nuevo porque asume una forma similar a la que se da en la segunda mitad del siglo XIX, cuando las economías industrializadas retoman el dominio del comercio internacional gracias a la disminución del costo del transporte, que entre 1869-1871 y 1909-1911 se reduce de 102 a 51.¹⁴ En verdad la asimetría entre países industriales y coloniales comienza en el curso del siglo XVII, cuando los precios de los productos coloniales disminuyen mientras aumentan los de los bienes industriales europeos.¹⁵

Considero importante ver si esta nueva asimetría entre economías avanzadas y economías emergentes y subdesarrolladas asume una forma diferente durante la globalización.

El cuadro 3 confirma lo que ya se dijo, es decir, que la producción per cápita de las economías emergentes y subdesarrolladas y de las subdesarrolladas de bajo ingreso son elevadas antes y después de la crisis de 2008, mientras se reduce notablemente, especialmente entre 2008 y 2012, para las economías avanzadas.

¹⁴ BAIROCH, *Révolution industrielle et sous-développement*, pp. 177-179.

¹⁵ CARMAGNANI, *Le connessioni mondiali e l'Atlantico, 1450-1850*, pp. 203-208.

Cuadro 3

TASAS DE CRECIMIENTO Y PRODUCCIÓN PER CÁPITA, 1999-2017

	<i>Crec.</i>	<i>Ec.av.</i>	<i>Ec.em y</i>	<i>Ec.sub.</i>	<i>Prod.p.c.</i>	<i>Prod.p.c.</i>	
	<i>Prod.p.c.</i>				<i>sub.bajo</i>		
	<i>Mundo</i>		<i>Subdes.</i>	<i>Bajo ingr.</i>	<i>Ec.avan.</i>	<i>Em y sub</i>	<i>ingreso</i>
1999-2008	3.1	3.1	4.7	5.0	1.8	4.5	3.4
2009-2012	1.7	0.4	2.7	4.9	0.07	3.9	3.7
2013-2017	2.7	2.2	3.6	4.6	1.3	3.1	2.6

FUENTE: FMI, Statistical Appendix 2017.

En efecto, la producción media per cápita de las economías avanzadas entre 1999 y 2017 es apenas de 1% anual, mientras que las emergentes y subdesarrolladas, incluidas las subdesarrolladas de bajo ingreso, es tres veces superior a la de las economías avanzadas.

La superioridad productiva de las economías emergentes y subdesarrolladas evoluciona de manera paralela hasta 2012, con elevadas de tasas de crecimiento anual en el periodo 1999-2017. Es notable observar que las economías subdesarrolladas de bajo ingreso tienen una tasa de crecimiento superior al del crecimiento mundial. Las economías avanzadas, en cambio, tienen tasas de crecimiento inferiores a las mundiales, confirmando así que el esfuerzo realizado por las economías emergentes y subdesarrolladas es superior al de las economías avanzadas.

Esta información confirma, por lo tanto, que la tendencia asimétrica de larga duración entre las economías avanzadas y las emergentes y subdesarrolladas no es superada durante la globalización. Se podría pensar que la división internacional del trabajo, también durante la globalización, asigna a las economías emergentes y subdesarrolladas el papel de superar la crisis productiva mundial, mientras que el papel asignado a las economías avanzadas durante la superación de la crisis que coincide con

la globalización depende del nacimiento de la liquidez global proporcionada por la economía financiera.

INSTITUCIONALIZACIÓN DE LA LIQUIDEZ GLOBAL

La liquidez mundial es la reserva de capitales de los bancos centrales, a la cual se añade la capacidad de los bancos y de los mercados de capital de financiar actividades reales o financieras. Se trata por lo tanto de un concepto articulado en una vasta gama de canales para financiar las inversiones y la capacidad de los intermediarios. Estos participan en una cadena para acceder a los fondos necesarios para erogar préstamos, adquirir capitales y transformarlos en títulos y financiar varias formas de garantías.¹⁶

El nacimiento de la liquidez global en los decenios de 1970 y 1980 rediseña las economías avanzadas y favorece el nacimiento de las emergentes y subdesarrolladas de ingreso medio. En efecto, la liquidez mundial refuerza el liderazgo de las economías avanzadas atribuyendo a las economías emergentes y subdesarrolladas de ingreso medio la capacidad de convertirse en productoras y exportadoras de bienes industriales.¹⁷ La liquidez global asigna así a la economía financiera el papel de organizar el crédito a nivel mundial.

La liquidez global encuentra su origen en el abandono del sistema oro-dólar en el intercambio internacional entre 1968 y 1973 y, más precisamente, cuando Estados Unidos puso fin a la convertibilidad dólar-oro, en 1971.

Se llega al abandono del sistema oro-dólar por efecto de la crisis de las *Saving and Loan*, las cajas de ahorro, que golpeó principalmente a Texas en la década de 1970, y por la crisis de la deuda pública de los países subdesarrollados que ocurrió

¹⁶ CARUANA, "Global liquidity: where it stands, and why it matters", p. 2.

¹⁷ TOOZE, *Crashed*, pp. 202-219.

también en dichos años. La crisis de las numerosas cajas de ahorro acontecida en Estados Unidos en la década de 1980 y en Japón y Escandinavia en la de 1990 ilustran cómo la liberalización financiera, carente de una regulación adecuada, favorece la inestabilidad, obligando por lo tanto a las autoridades monetarias a intervenir. La Federal Home Loan Bank Board tuvo que asumir el costo de la crisis hipotecaria reduciendo las cuentas aseguradas de 5 a 3% entre 1980 y 1982. El costo de la crisis hipotecaria para liquidar las 489 cajas de ahorro fue de 160.1 mil millones de dólares en 1996, equivalente a 0.5% del producto interno bruto de Estados Unidos en dicho año.

Aún más dramático para los países latinoamericanos en la década de 1970 fue el incremento de su deuda pública, que de 30 000 millones de dólares aumentó a 200 000 en el curso del decenio de 1970, derivado en buena medida del incremento de las tasas de interés.¹⁸

El abandono del dólar como moneda de intercambio internacional entre 1968 y 1973 obligó a las economías avanzadas, emergentes y subdesarrolladas a buscar formas de adhesión al dólar, a la libra esterlina o a los derechos especiales de giro (SDR, por sus siglas en inglés) por parte de los bancos centrales de los países miembros del Fondo Monetario Internacional.

Con la liquidación de la convertibilidad dólar-oro en 1972 el mundo financiero internacional asume un sistema de cambio fluctuante que duró hasta los años ochenta. El sistema de cambio fluctuante permitió a las autoridades monetarias nacionales satisfacer las necesidades de circulación monetaria sin imponer controles sobre el movimiento de capitales. En el caso de Estados Unidos, la Federal Reserve estableció que el incremento de las tasas de crecimiento monetario debía ser idéntico a la tasa de crecimiento del producto bruto interno. No obstante, en

¹⁸ GREENBERG, HELLAND, CLANCY y DERTOUZOS, *Fair Value Accounting*, pp. 43-54.

Estados Unidos, como en los otros países el sistema de cambio fluctuante, esto provocó una inestabilidad de los precios, del ingreso y de la tasa nominal de intercambio. Solamente en 1976 el Fondo Monetario Internacional reconoció la legitimidad de la tasa flexible en el intercambio monetario internacional.

En 1980 comienza el retorno al consenso internacional porque el Banco de Pagos Internacionales (BPI), creado en 1930, asume el papel de representar a los bancos centrales de todos los países en las operaciones financieras. Vale la pena insistir en que a partir del decenio de 1980 el Fondo Monetario Internacional y el Banco de Pagos Internacionales de Basilea adoptan un papel efectivo en la regulación financiera internacional.

El nuevo consenso de la política monetaria internacional se logra gracias a la baja tasa de inflación del periodo 1980-2006. Las economías avanzadas crecen, mientras solamente las economías emergentes conocen problemas financieros que logran superar gracias al Fondo Monetario Internacional y la ayuda ofrecida por los bancos centrales de las economías avanzadas. A lo largo de este periodo las economías emergentes y subdesarrolladas de ingresos medios concurren exitosamente en el mercado financiero internacional.

En el decenio de 1980 acentúan su presencia en el mercado internacional, primero las nuevas economías emergentes asiáticas y más tarde las de América Latina que, gracias al FMI, la Banca de Pagos Internacionales y la Banca Mundial, encuentran el apoyo institucional indispensable para orientar sus economías a la exportación de bienes industriales hacia las economías avanzadas. Evidentemente la capacidad demostrada por las economías emergentes y las subdesarrolladas de ingresos medios tuvo gran éxito gracias a la mayor flexibilidad ofrecida por la liquidez monetaria global.

La fragilidad de la economía financiera mundial se acrecienta en los decenios de 1980 y 1990 por el interés de todas las economías de tener excedentes en su balanza de pagos para

asegurarse contra la necesidad de ajustarse a la disciplina del rescate internacional.¹⁹

La dimensión financiera entre 1990 y 2008 conoce ciclos similares a los ya ilustrados a nivel de la globalización económica. El primer ciclo de cuatro años, entre 1992 y 1996, incrementa las acciones financieras 20%. El ciclo siguiente, de 1996 a 2000, también de cuatro años, se caracteriza por un rápido incremento en los primeros dos años, a los cuales sigue un rápido decrecimiento de dos años que reconduce el índice accionario a 1996. Entre 2000 y 2005 encontramos un ciclo de cinco años caracterizado por un rápido crecimiento que hace aumentar el índice financiero de 120 a 180, con una tasa de crecimiento anual de 10%. La recesión vivida de 2005 a 2008 culmina con la crisis financiera de 2008 que conduce al índice de las acciones financieras al mismo nivel de 1992.²⁰

El crash de 2008 es el comienzo de un nuevo ciclo financiero que se desata mediante uno nuevo que se configura como una fase de saneamiento financiero. En efecto, la crisis de 2008 es aún débil y está ligada al proceso que amenaza con destruir la globalización económica. De allí que convenga entender las novedades institucionales que garantizan el reforzamiento de la dimensión financiera.

Una amenaza al crecimiento de la dimensión financiera deriva de la deuda pública estadounidense, que en 1980 era de 163% del producto interno bruto y prácticamente dobló la deuda, que llegó a ser de 346%. En este mismo periodo, 1980-2007, la deuda hipotecaria se duplicó, pasando de 50 a 100% del producto interno bruto, mientras la deuda del sector financiero aumenta más rápidamente aún, de 21 a 116 por ciento.²¹

¹⁹ BORDO y SCHENK, "Monetary policy cooperation and coordination", pp. 205-261.

²⁰ JAMES, *The Creation and Destruction of Value*, p. 148.

²¹ JAMES, *The Creation and Destruction of Value*, pp. 145-146.

Entre 2005 y 2006 aumenta la percepción de que la globalización financiera podría reducirse. Se consideró que el incremento de la deuda dependía de la seguridad de los activos bancarios, sin que ni siquiera los analistas supieran el mejor nivel de seguridad.²² Bancos y analistas olvidaron explicar que la evolución de la oferta de crédito se había incrementado casi cuatro veces entre 2002 y 2007.²³ Conviene agregar que la seguridad dependía del valor de los bonos en su calidad de instrumentos comerciales de una sociedad o de un gobierno caracterizados por un riesgo reducido.

En los cinco primeros años del siglo XXI el principio de la distribución del riesgo asumió la idea de que los inversores podían minimizar su riesgo de inversión en un amplio número de fondos. En efecto, a partir de 1997 la J. P. Morgan creó el Broad Index Securitized Trust Offering (BISTRO), que dividía el crédito en secciones, transfiriéndolas a otra entidad legal, la cual podía ser una unidad externa al banco perteneciente a un Structured Investment Vehicle (SIV). Se trata de una cartolarización, es decir, que los créditos podían ser comercializados en transacciones complejas. Obviamente los bancos terminaron por asumir un mayor riesgo especulativo que favoreció el aumento de sus ganancias, incrementando así el ingreso de los ejecutivos de los bancos.

Obviamente los bancos terminaron por asumir un mayor riesgo especulativo que favoreció a las nuevas tecnologías de las telecomunicaciones, capaces de transformar los negocios del crédito hipotecario.²⁴ A las hipotecas bancarias se agregó una segunda, consistente en una ulterior cartolarización con la emisión de nuevos títulos, con el resultado de que, separando los diferentes créditos hipotecarios del riesgo de su valor estándar,

²² TAURECK, "Securitization theory and securitisation studies", pp. 53-61.

²³ FRY y PAGAN, "Sign restrictions in structural vector autoregressions", pp. 938-960.

²⁴ JAMES, *The Creation and Destruction of Value*, pp. 149-153.

los títulos podían ser subdivididos. Cada título podía ser comprado con una insolvencia no planificada, es decir, sin ningún riesgo para el comprador. Se favoreció así la difusión de créditos informales que representaron en 2008 la suma de 58 000 millones de dólares, los cuales provocaron la quiebra de la Lehman Brothers ese año.

Esta nueva forma financiera favoreció también a otros bancos internacionales, como la AIG International y la Swiss Re, que consideraron tal forma de crédito una fuente notable de ingreso con un reducido riesgo. La reducción de los riesgos favoreció que las instituciones financieras organizaran la distribución de los seguros de riesgo que se difundieron no sólo en Estados Unidos sino también en Europa y en todas las economías industriales avanzadas. Entre 2003 y 2008 los diez bancos más importantes de Estados Unidos y de Europa duplicaron sus *assets* a 15 000 millones de dólares, mientras los otros bancos invirtieron solamente 5 000 millones de dólares.²⁵

El primer decenio del siglo XXI es diferente al periodo 1970-1991. En efecto, a partir de 1980 aumentaron los flujos de las inversiones a breve plazo en bonos, acciones y certificados de depósito. A diferencia de las economías avanzadas, las inversiones en las economías emergentes latinoamericanas son a corto plazo y clasificadas como “calientes” por los mayores riesgos presentes en estos países. No obstante, los flujos de inversiones a las economías emergentes y subdesarrolladas aumentaron, a pesar de los mayores riesgos a partir de 1980 y representaron una novedad absoluta a nivel de los flujos internacionales. La segunda novedad es el papel desarrollado por el Banco de Pagos Internacionales de Basilea, al que se empezaron adherir los bancos centrales de los países emergentes y subdesarrollados, por la oportunidad que sus títulos bancarios lograran gozar de la asistencia y supervisión internacional. Así, el Banco de Pagos

²⁵ JAMES, *The Creation and Destruction of Value*, pp. 153-155.

Internacionales asume un papel similar y paralelo al del Fondo Monetario Internacional, que en este periodo gestiona un fuerte aumento de recursos, monitorizando y supervisando los mercados financieros, gracias al creciente control de los riesgos de todos los mercados financieros.²⁶

La crisis financiera de 2008-2012 fue particularmente destructiva. Lo ilustra el colapso del sistema financiero estadounidense, que en 2008 destruyó más de 11 000 millones de dólares de la riqueza familiar. Esta crisis financiera nos permite decir que estamos viviendo en un mundo de riesgos e incertidumbres que probablemente hoy día son superiores que los del siglo xx. La conjunción de riesgo e incertidumbre nos hace pensar que las dimensiones racionales con reglas instrumentales no sean ya posibles para la mayoría de los actores sociales. La incertidumbre genera además la sensación de que no existen las condiciones para alcanzar los objetivos capaces de mejorar la distribución del bienestar.²⁷

Se ha dicho que la crisis financiera fue provocada por la crisis crediticia de 2007-2008, iniciada con la burbuja especulativa de los activos inmobiliarios. El origen de la crisis financiera ocurre por el incremento de los préstamos hipotecarios de 2006, que fueron de 600 000 millones de dólares, la mayor parte garantizados con el sistema de cartolarización ya descrito. La reconstrucción histórica muestra que hay una estrecha correlación entre el crecimiento del crédito interior y el crecimiento del crédito global. Existe también un rápido crecimiento de las tasas de los préstamos comerciales, un aumento de la tasa hipotecaria y finalmente un crecimiento de la masa monetaria (M2). En síntesis, la crisis financiera depende de la correlación de los factores comerciales,

²⁶ CLAESSENS, DOOLEY y WARNER, "Portfolio capital flows: hot or cold", pp. 153-200, y PORTES y VINES, "Coping with international capital flows", pp. 65-87.

²⁷ POSNER, *A Failure of Capitalism*, p. 100; NELSON y KATZENSTEIN, "Uncertainty, risk, and the financial crisis of 2008", pp. 361-392.

oferta y demanda de créditos, tasas de interés y crecimiento de la masa monetaria. En última instancia se puede afirmar que la liquidez global y los factores macroeconómicos son los que ocasionaron la crisis financiera de 2008, o sea, el acontecimiento que frenó la expansión de la globalización económica.²⁸

No es fortuito que se sustentara que las dimensiones de la globalización, es decir, racionalidad de los mercados, autorregulación, estado mínimo, centralidad de los mercados financieros y desregulación, proceden de la política y no de las finanzas. Pero son los bancos los que han obtenido las mayores ganancias vendiendo títulos de empresas o productos propios a la clientela, controlando fondos de inversión y compañías de seguros y financiando *edge funds*. Son los bancos los que están en el centro del proceso de intensificación de las finanzas sin disminuir su poder, reduciendo sus propios riesgos y aumentando en cambio sus ganancias, que ahora provienen en medida decreciente de la actividad crediticia y en medida creciente de las otras formas de intermediación. La única transformación significativa de este sistema de centralidad de los bancos son las reglas que el Banco de Pagos Internacionales de Basilea impone a los bancos, regulados por los respectivos bancos centrales nacionales, de reforzar su propia capacidad de evaluación de los riesgos y de reducir por lo tanto el papel desempeñado por las agencias de *rating* internacional.²⁹

DIMENSIÓN FINANCIERA DE LA CRISIS

Paso ahora a indagar cómo pudo la crisis de 2008-2012 encauzar la economía mundial hacia la dimensión financiera y cómo se afianzó en el arranque del nuevo proceso de la globalización. Sería suficiente decir que la crisis tiene una dimensión

²⁸ FRY y PAGAN, "Sign restrictions in structural vector autoregressions", pp. 938-960.

²⁹ ANDRIANI, *Finanza ed economia reale*.

transnacional, con efectos al oeste y al este de Europa, de Asia y de las Américas.

El papel de Estados Unidos es importante por los instrumentos utilizados por la Federal Reserve y por el gobierno estadounidense que favorecieron la lenta y tal vez no adecuada respuesta europea. Ya en 2010 el G20 consideró que la crisis en el área europea era demasiado peligrosa y que la respuesta era demasiado lenta. Ella permitió a todos los gobiernos de las economías avanzadas desarrollar una colaboración internacional que finalmente evitó que la crisis europea amenazara a la economía estadounidense y las del resto del mundo. Así se explica cómo la estabilización financiera europea asume una forma similar a la estadounidense por la influencia ejercida por el Banco Central Europeo.³⁰

Un buen ejemplo es el crecimiento de la deuda privada y pública europea entre 2008 y 2009. La que más aumenta es la deuda privada, que de 2 000 millones en el primer cuadrimestre de 2003 alcanza 3 520 millones de euros en el primer cuadrimestre de 2008.³¹ Si además observamos la deuda privada europea, notamos que las sociedades financieras interesadas son 145. La consecuencia es que el aumento total de la deuda europea depende casi exclusivamente de las sociedades financieras europeas, que la hicieron aumentar entre 2000 y 2009 176 por ciento.³²

El rescate financiero acontece en ambas partes del área atlántica, desde Estados Unidos hasta la Unión Europea, comprendida Suiza e Islandia. En el mundo atlántico el rescate financiero asume cuatro formas: préstamos a los bancos, recapitalización bancaria, adquisición de activos, y garantías estatales para los depósitos y las deudas bancarias. Esto significa que la crisis europea es tan fuerte como la estadounidense. Gracias a las

³⁰ TOOZE, *Crashed*, pp. 1-21.

³¹ BALDWIN y GROS, "The Euro in crisis: what to do?"

³² <https://intereconomics.org/the-zone-of-euro-crisis.pdf>.

intervenciones hechas la crisis financiera euroamericana logró frenarse después de 2010.

La mediación, la disponibilidad financiera y las facultades acordadas introdujeron una gran novedad para superar la crisis: modificaron los flujos monetarios, que cesaron de ser exclusivamente nacionales. Esta transformación modificó el conjunto de empresas pequeñas y las sociedades anónimas, que hasta entonces representaban el ideal de competencia perfecta. La casi totalidad del crédito privado se convirtió en dominio de reducidas oligarquías empresariales, de las cuales son importantes 30 empresas internacionales. Las técnicas para identificar y vigilar las denominadas entidades financieras sistémicas (SIFI), conocidas como supervisión macroprudencial, figuran como las principales novedades gubernamentales para contener la crisis y constituyen una nueva forma de control.

Desde un punto de vista histórico, la crisis de 2009-2012 no es sólo macroeconómica sino también una crisis institucional y política porque alteró los instrumentos convencionales de la política monetaria y por lo tanto es también una crisis política. A pesar de la relativa eficacia de la Federal Reserve, del Banco Central Europeo y de los bancos centrales de todo el mundo, la imagen que desean sugerir es que hoy vivimos en un mundo dominado por los oligopolios empresariales y que las corporaciones internacionales son gigantescas, interrelacionadas y controladas por un reducido número de gestores activos.

Se tiene la impresión que el nuevo sistema financiero desarrolla especialmente a Estados Unidos y China. De esta última economía, la china, se evidencia la expansión constante de sus inversiones extranjeras, que aumentan de 500 a 4 000 millones de dólares entre 2005 y 2013. Se evidencia así que se inicia el declive de Europa y que hay repercusiones negativas en las economías emergentes y subdesarrolladas.³³

³³ TOOZE, *Crashed*, pp. 1-22.

Trataré ahora de explicar cómo la crisis de 2008-2012 reorientó la globalización hacia la dimensión financiera, y cómo con ésta renace la globalización. Para alcanzar este objetivo hay que tener presente que la crisis tuvo una dimensión transnacional, con efectos al oeste y al este de Europa, Asia y las Américas. En consecuencia, la imagen sugerida que dominan los monopolios empresariales no toma en cuenta el potenciamiento que ocurre a nivel de las instituciones económicas mundiales y, especialmente, en el Banco de Pagos Internacionales de Basilea. Este banco, a partir de la conferencia de Basilea I, de 1988, permite a los 53 bancos centrales del mundo de mantener un fuerte porcentaje de sus reservas en las sociedades instrumentales, es decir, en las sociedades de inversión que adquieren créditos (LBO) financiados por otros, externos a las reservas monetarias. Estas sociedades de inversión son conocidas como SPV, es decir, sociedades intermediarias.

Conviene tener presente que aunque el Banco de Pagos Internacionales reúne la totalidad de los bancos centrales de las economías avanzadas (entre las cuales están la Banca Central Europea y la Federal Reserve americana) y a los de las economías emergentes y subdesarrolladas, sus 600 000 acciones pertenecen solamente a los bancos centrales de Alemania, Bélgica, Francia, Reino Unido de Inglaterra y Estados Unidos.

Con el acuerdo de Basilea II, de 2004, se crea un nuevo régimen de la Banca de Reglamentos Internacionales que aprueba la regulación de los riesgos comerciales de todos los bancos centrales. Basilea II exige que los riesgos de las sociedades de inversión (SPV) sean precisamente controlados por los bancos centrales. Comienza así la obligación de seguir el modelo sugerido por la Banca de Pagos Internacionales para ponderar los activos de las sociedades con base en el riesgo, pero también para determinar las reservas de capital de los bancos controlados por los bancos centrales nacionales. Además, el Banco de Pagos Internacionales obligó a las agencias de *rating* a un mayor nivel de credibilidad

de sus evaluaciones de los créditos. Finalmente, la Banca de Pagos Internacionales redujo la ponderación del capital de los activos hipotecarios de 50 a 35 por ciento.

Con Basilea II en 2007 se aseguraron 379 000 millones de dólares como activos de los bancos ingleses, alemanes, franceses y daneses. Seguramente el principal defecto de Basilea II es el haber concedido una excesiva importancia al autorregulación, divulgación y transparencia de los bancos nacionales.³⁴

Gracias a la capacidad del Banco de Reglamentos Internacionales, los acuerdos aprobados, elaborados por el Financial Stability Board en conexión con el G20, reforzaron el sistema financiero. Basilea III refuerza el Banco de Reglamentos Internacionales porque los nuevos acuerdos, que entraron en vigor el 31 de diciembre de 2010, fueron perfeccionados en 2011 y luego reformados en diciembre de 2017.³⁵

El conjunto de las decisiones de Basilea III y IV conciernen a la consolidación del capital, porque aumentan tanto la calidad como la cantidad del capital bancario. Se agregó además un coeficiente de la palanca financiera para aumentar la protección del riesgo del crédito. Por fin, Basilea III introduce la novedad macroprudencial para contener el riesgo sistémico provocado por el ciclo económico y por la conexión existente entre las instituciones financieras. Todas estas medidas tienen como objetivo reducir el riesgo de los créditos y del capital bancario.

La reducción del riesgo sistémico favoreció la seguridad del sistema financiero. Los grandes bancos fueron considerados importantes para el sistema de crédito logrando absorber pérdidas superiores al mínimo obligatorio, con excepción de los

³⁴ TOOZE, *Crashed*, pp. 72-91 y 143-165; NELSON y KATZENSTEIN, "Uncertainty, risk, and the financial crisis of 2008", pp. 379-384; TARULLO, *Banking on Basel*; HOFFMAN, "Implicaciones de la adopción de Basilea III".

³⁵ Basilea III. Marco regulador global para reforzar los bancos y los sistemas monetarios, diciembre 2010 y revisado en junio 2011, Basel III, Committee on banking supervision; Basel III, Finalising post-crisis reforms, december 2017.

suplementos de capital, el capital contingente y la deuda capaz de asumir las pérdidas (*bail-in debt*).

Cuando las demandas de capital bancario adicional no fueron consideradas suficientes, Basilea III decidió reforzar la liquidez que vino regulada con un estándar de control robusto. A partir de 2010 los estándares de liquidez (*liquidity coverage ratio*) son el requisito que asegura a un banco mantener una disponibilidad adecuada de capital no vinculado, integrado por dinero contante o por actividades que pueden convertirse en dinero contante en los mercados privados con una pérdida de valor modesta o nula, para satisfacer sus necesidades de liquidez en un arco de 30 días.³⁶

Si observamos la evolución de la tasa de ganancia de las corporaciones industriales estadounidenses notamos que a partir de 1975 su evolución es negativa. En 1975 su tasa de ganancia es de 3%, para disminuir hasta 2000, cuando llega a ser de apenas 1.3%.³⁷ Esta disminución se da también a nivel de la tasa de acumulación de capital por parte de las corporaciones industriales. La consecuencia es que las ganancias industriales buscaron la inversión financiera capaz de garantizar una tasa de ganancia superior. Se podría por lo tanto pensar que en las economías de los países industriales ocurre, como en Estados Unidos, una reducción de la acumulación de sus ganancias, que, asociada al déficit comercial, empujó a los empresarios a buscar un ingreso superior en el sector financiero que se caracteriza por su rápido crecimiento con las novedades especulativas de los bancos.

En contraste con esta tendencia, que no es solamente estadounidense e interesa a todas las economías avanzadas, emergentes y subdesarrolladas, el flujo de las grandes inversiones de los

³⁶ Basel III. A global regulatory framework for more resilient banks and banking system 2010, www.bis.org/bcbs/publ/d295; Basel III. Strengthening the resilience of banking sector 2010, www.bis.org/publ/bcbs/164; Basel III. Internal framework for liquidity risks 2013, www.bis.org./publ/bcbs/238; LOU y SADKA, "Liquidity level or liquidity risk?", pp. 51-62.

³⁷ *National Income and Product Accounts and Fixed Assets Accounts*.

titulares del sector bancario dio a la economía financiera la primacía en la economía global.

Se puede entonces formular la hipótesis fundada de que la amenaza de la crisis financiera entre 2008 y 2012 empujó a los bancos centrales de todas las economías del mundo a dar vida a una cooperación gestionada por el Banco de Pagos Internacionales, la única institución capaz de conjugar a todos los bancos centrales para superar la crisis. El salvamento regulado por el Banco de Pagos Internacionales asignó a todos los bancos centrales su nuevo papel de gestores del sistema financiero mundial.

Queda por saber si la prevalencia del capital financiero será capaz de ofrecer a los actores económicos y sociales una adecuada redistribución del ingreso entre los operadores de los servicios superiores y tradicionales y en los sectores industrial, comercial y agrícola. Estos sectores han sido los más golpeados por el compacto desplazamiento de capitales hacia el sector financiero. No es casual que sólo 1% de la población mundial haya sido beneficiada por la crisis financiera, aumentando así su propio nivel de riqueza.

LA VICTORIA DE LA ECONOMÍA FINANCIERA

La liquidez global que asigna a la economía financiera la centralidad económica en el último tercio del siglo xx tiene algunos precedentes, como ya hemos dicho, en los decenios 1970-1980. El primero es la abundancia de recursos financieros de los países productores de petróleo, determinada por el aumento del precio decidido por la OPEC en la década de 1970. El segundo es la falta de pago de la deuda mexicana de 1982, que obligó al gobierno estadounidense a activar el plan del secretario del Tesoro, Brady. Este plan hizo posible que entre 1985 y 1995 se superara la crisis de la deuda soberana de numerosos países asiáticos, latinoamericanos, Rusia y Turquía, que así volvieron a participar en los mercados financieros internacionales. El tercero es el papel

desarrollado por la Banca de Pagos Internacionales y el FMI, que permitió a las nuevas economías emergentes y subdesarrolladas convertirse en economías exportadoras de bienes industriales a las economías avanzadas.

Gracias a la combinación de estos factores las nuevas economías emergentes y subdesarrolladas logran acceder a financiamientos con una baja tasa de interés y a un sistema financiero no determinado por la volatilidad del mercado que desalineaba las monedas de las economías emergentes y subdesarrolladas al vencimiento de los préstamos.³⁸

La novedad de la nueva liquidez global es la capacidad de valerse de la liquidez privada y pública de que disponen especialmente los bancos internacionales para ofrecer créditos al sector no financiero de las economías avanzadas, emergentes y subdesarrolladas desde 1985. Entre 1990 y 1994 los créditos obtenidos por los sectores productivos de las economías avanzadas aumentó de 80 a 90% del producto nacional bruto y de 10 a 30% del producto nacional bruto para las economías emergentes.³⁹

La evolución del flujo internacional de capitales en el periodo 1990-2016 registra un rápido aumento entre 1990 y 1997, un lento crecimiento entre 1997 y 2013, un crecimiento muy rápido entre 2003 y 2007 y un crac financiero en el periodo 2008-2016, durante el cual el flujo internacional de capitales disminuyó 65 por ciento.

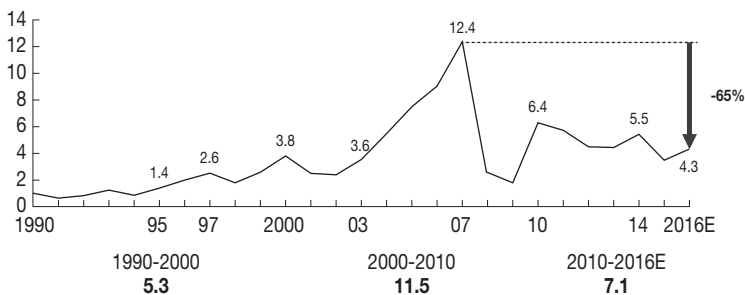
Podemos asociar esta evolución de la liquidez global con tres factores estructurales: el crecimiento de la oferta de crédito entre 1996 y 1999, el estancamiento de la oferta de créditos entre 1999-2003, y su decrecimiento después de 2010. La política monetaria es la que reduce las tasas de inversión entre 2000 y 2008.⁴⁰

³⁸ DOMANSKI, FENDER y MCGUIRE, "Assessing global liquidity", pp. 57-71.

³⁹ CARUANA, "Global liquidity: where it stands, and why it matters", p. 15.

⁴⁰ EICKMEIER, GAMBACORTA y HOFMANN, "Understanding global liquidity".

Gráfica 1
 FLUJO TRANSNACIONAL DE CAPITALES, 1990-2016
 (\$ MIL MILLONES) FF



FUENTE: FMI, *Balanza de Pagos*; McKinsey Global Institute.

Para lograr dar mayor visibilidad de la relación entre la economía real y la economía financiera he escogido como indicador la liquidez global de los créditos hacia el sector no financiero, es decir, los créditos a las empresas productivas.

Tres son los momentos reconocibles de los créditos a las empresas productivas. El primero, entre 2000 y 2007, tiene un crecimiento de 9 555 a 20 991 millones de dólares a nivel global, con una tasa de crecimiento anual de 12%, mientras las economías avanzadas aumentan de 5 954 a 15 087 millones de dólares, con una tasa superior a la mundial pues fue de 13.9% anual. En cambio, en el periodo 2000-2007 los créditos a las economías emergentes y subdesarrolladas crecen menos, solamente de 3 196 a 5 391 millones de dólares con una tasa anual de 8.9%, inferior por lo tanto a la tasa de crecimiento mundial de los créditos y al de las economías avanzadas.

En la crisis de 2008-2012, mientras los créditos mundiales de las empresas aumentan de 23 808 a 31 436 millones de dólares, con una tasa anual de 8.5%, los créditos a las empresas de las economías avanzadas aumentan de 16 753 a 19 245 millones de dólares, con una tasa anual muy inferior al mundial, pues fue

Cuadro 4
CRÉDITOS AL SECTOR NO FINANCIERO, 2000-2017
(MILES DE MILLONES \$)

	<i>Mundial</i>	<i>Ec. Avanz.</i>	<i>Ec. no des.</i>	<i>Brasil</i>	<i>China</i>	<i>Ec. em. y no des.</i>
2000	9555	5954	3196	346	59	3601
2001	10356	6296	3677	337	56	4060
2002	10536	6910	3242	330	54	3626
2003	11631	7695	3387	493	56	3936
2004	13086	8988	3658	391	49	4098
2005	14546	10069	4028	387	62	4477
2006	17153	12036	4552	484	81	5117
2007	20991	15087	5391	433	80	5904
2008	23808	16753	6442	483	130	7055
2009	23855	17027	6221	501	106	6828
2010	26708	17319	7628	576	1185	9389
2011	29864	18912	8788	702	1462	10952
2012	31436	19245	9635	755	1781	12191
2013	34534	20473	10918	799	2344	14061
2014	37145	21768	11863	819	2689	15377
2015	39280	23600	12368	842	2470	15560
2016	41345	19430	19143	776	2013	21935
2017	43963	27235	13936	730	2120	16728

FUENTE: BIS, Global Liquidity 2000-2017.

apenas de 5% anual. Las economías emergentes y subdesarrolladas ven en cambio aumentar los créditos a las empresas de 6442 a 9635 millones de dólares con una tasa de crecimiento anual de 12.6%, superior por lo tanto al mundial y al de las economías avanzadas.

El crecimiento de las economías emergentes y subdesarrolladas depende sin embargo del rápido incremento de los créditos a

las empresas chinas, que en 2008 fueron apenas de 130 000 millones de dólares, mientras entre 2010 y 2013 fueron de 4 428 millones de dólares. Entre 2006 y 2014 la participación china del crédito internacional se cuadruplica, pasando de 1 a 4%.⁴¹ Lo mismo acontece con los créditos a las empresas brasileñas, que entre 2011 y 2012 son de 1 477 millones de dólares, mientras no superaban los 576 000 millones de dólares en 2010. Es posible por lo tanto pensar que la crisis económica de 2008-2012 logró superarse gracias a los créditos concedidos a las empresas de los países emergentes, que se convierten en grandes exportadores de bienes industriales hacia las economías avanzadas y subdesarrolladas. Es muy probable que este proceso, que favorece a las empresas productivas de los países emergentes, sea el resultado de la presencia de nuevas empresas industriales que emigran de las economías avanzadas para producir a costos inferiores.

Es interesante notar que entre 2013 y 2017 los créditos a las empresas productivas a nivel mundial aumentan solamente de 34 436 a 43 063 millones de dólares, con una tasa anual de 6.9%, inferior a las de las economías avanzadas, que aumentan de 20 473 a 27 235 millones de dólares, con una tasa de casi tres puntos superior, 8.7% anual, a los créditos de las empresas a nivel mundial.

En este periodo, 2013-2017, vemos que los créditos a las empresas deslocalizadas logran más que los créditos ofrecidos a las economías subdesarrolladas, que aumentan de 10.918 a 13.936 miles de millones de dólares con una tasa anual de 10.7%, tasa superior por lo tanto a los créditos de las empresas de las economías avanzadas.

Una vez más, las dos economías emergentes, Brasil y China, son las de mayor crecimiento. Los créditos a las empresas en China aumentan de 2 110 a 2 344 millones de dólares y los de las empresas brasileñas se confirman en 793 000 millones de dólares entre 2013 y 2017.

⁴¹ BIS, "Informe Trimestral", marzo 2015.

Mi impresión es que los créditos a las empresas productivas de las economías emergentes y subdesarrolladas salvaron a las empresas de las economías avanzadas de la caída producto de las transformaciones acontecidas en la producción de mercaderías a nivel internacional. Se logra así entender por qué se desarrollan las nuevas multinacionales chinas que logran conquistar mercados en numerosos continentes, pero también por qué se desarrollan las multinacionales latinoamericanas que no existían todavía en 1985.

Se logra entonces comprender que el crecimiento de la liquidez global permite el desarrollo de los créditos internacionales a las empresas de las economías avanzadas, emergentes y subdesarrolladas, muchas de ellas conectadas con las empresas y las tecnologías de las multinacionales de las economías avanzadas. Gracias a esta transformación se da vida a un rápido crecimiento del comercio internacional de bienes a partir de 1981-1990, periodo durante el cual la tasa de crecimiento es de 1.06% anual, para expandirse con una tasa anual de 2.49% en 2001-2010 y de 1.11% en 2010-2016.⁴²

Conviene insistir en que el principal mecanismo de los créditos a las empresas es la reducción de la tasa de interés. La evolución de las tasas reales globales a breve plazo registradas por la Banca de Pagos Internacionales entre 2000 y 2014 nos dice que en las economías avanzadas disminuye de 2.5 a 0% para aumentar hasta 2.5% entre 2004 y 2007, y luego desplomarse a una tasa de interés negativa de 2.5% que conservará entre 2011 y 2014. Esta reducción se alcanza en las economías emergentes solamente en 2001, mientras antes la tasa de interés era de 5% anual. Entre 2001 y 2007 las economías emergentes tienen una tasa anual de 2.2% y de 1.5% entre 2010 y 2014.⁴³

⁴² World Trade Organization, *Statistics*, 2017.

⁴³ BIS, "International Banking Statistics"; CARUANA, "Global liquidity: where it stands, and why it matters".

Vale sin embargo la pena decir que existe una notable divergencia entre la evolución de las tasas de interés a corto plazo entre las economías avanzadas y las emergentes. Las tasas de interés de las economías emergentes son casi el doble de las economías avanzadas.⁴⁴

Las informaciones de la Banca de Pagos Internacionales distinguen la emisión de crédito para las empresas a nivel mundial y la emisión para las economías avanzadas y las economías subdesarrolladas. Esta información no permite entender la fuente de los flujos de capital ni diferenciar las emisiones de créditos en moneda extranjera y local y sus tasas de interés.

Conviene por lo tanto desagregar la información utilizando la relativa a la emisión de bonos para las economías emergentes y subdesarrolladas que se presentan en el cuadro 5.

Cuadro 5

EMISIONES ACUMULATIVAS DE BONOS POR LAS ECONOMÍAS EMERGENTES Y SUBDESARROLLADAS, 2002-2014

	2002-2007			2009-2014		
	<i>Emis. tot. 000 mill. \$</i>	<i>Emis. 1/2 PIB</i>	<i>Emiss. mon. extr.</i>	<i>Emis. tot. 000 mill. \$</i>	<i>Emis. 1/2 /PIL</i>	<i>Emis. mon. extranaj.</i>
Totale	519	4,3	498	1492	6.7	1323
Ec. Ingr.						
Med-bajo	87	1.9	82	246	6.2	238
Otras	432	6.2	416	1246	9.1	1084
Exp. petrol.	68	1.2	64	110	3.8	102

FUENTE: FEYEN, GHOSH, KIBUUKA y FARAZI, *Global Liquidity*.

⁴⁴ BIS, "Informe Trimestral", marzo 2015.

Es interesante observar que las economías emergentes y subdesarrolladas, tanto las de ingreso medio como bajo, presentan en el periodo 2002-2007 una fuerte diferencia. Las más ricas reciben créditos por 519 000 millones de dólares, de los cuales 498 000 millones de dólares son en moneda extranjera y 21 000 millones en moneda local, mientras las economías subdesarrolladas de ingreso medio y bajo reciben 82 000 millones de dólares, 5 000 millones en moneda local, equivalente a 5.7% de las emisiones en bonos. De allí que las economías subdesarrolladas de ingresos medios y bajos tengan una menor repercusión en sus mercados financieros, a diferencia de las economías subdesarrolladas de mayores ingresos. Estas últimas ven que la relación emisión media/PIB es de 4.3% mientras que en las que tienen un menor ingreso la relación entre emisión media/PIB es apenas de 1.9%. En el periodo siguiente, 2009-2014, se observa un crecimiento importante de las emisiones de bonos para las economías emergentes y subdesarrolladas de ingresos altos y de ingresos medios y bajos.

Conviene sin embargo recordar que el crecimiento de las emisiones de bonos para las empresas de las economías emergentes y subdesarrolladas depende de la nueva política monetaria, caracterizada como *extraordinary monetary policies*, que se activa para expandir el crecimiento económico de estas economías y combatir las presiones inflacionarias provocadas por la crisis de 2008-2012. Las nuevas políticas monetarias extraordinarias reducen la tasa de interés, se crean en las economías avanzadas programas de adquisición de acciones y bonos para los países emergentes y subdesarrollados, la *large-scale asset purchasing program* (SAP), cuyo objetivo es la reducción de las tasas de interés a largo plazo y la creación de una menor volatilidad en los mercados financieros.⁴⁵

⁴⁵ FEYEN, GHOSH, KIBUUKA y FARAZI, *Global Liquidity*, pp. 2 y 23.

Entre 2009 y 2014 las emisiones de bonos de las economías avanzadas conocen una triplicación. En este periodo los inversores destinan 4 000 millones de dólares, 13% de sus inversiones, a las economías emergentes y subdesarrolladas, con el resultado de que las inversiones totales fueron de 30 739 millones de dólares, un esfuerzo notable por parte de las economías avanzadas. Se puede entonces decir que en este periodo, a diferencia del periodo 2002-2007, se privilegian los créditos de las empresas, mientras en el periodo precedente se privilegia la deuda soberana.⁴⁶

En el periodo 2009-2014, como se observa en el cuadro 7, las economías emergentes y subdesarrolladas con un ingreso más elevado reciben 88.4% de las inversiones, mientras las que tienen un ingreso medio y bajo reciben solamente 11.6%. Las primeras reciben 1 492 millones de dólares, de los cuales 1 323 millones son en moneda extranjera y solamente 149 000 millones en moneda local. Por lo tanto, en el periodo 2009-2014 la relación entre emisiones/PIB es de 9.1% para las economías emergentes y subdesarrolladas de mayor ingreso, y solamente de 6.2% para las economías subdesarrolladas más pobres.

Logramos finalmente agregar algunas informaciones. La primera es que en este último periodo la tasa de interés para las economías emergentes y subdesarrolladas de mayor ingreso disminuye de 9 a 7%, mientras para las otras, las de menor ingreso, aumenta a 9% entre 2000 y 2002 para después reducirse a 7%. La segunda tiene que ver con el programa de las políticas monetarias extraordinarias que logran disminuir de 5 a 3% la tasa de interés de las emisiones para todas las economías emergentes y subdesarrolladas. La tercera está relacionada con la emisión de bonos para las economías emergentes y subdesarrolladas que registran una sustancial reducción de los intereses reales, porque

⁴⁶ FEYEN, GHOSH, KIBUUKA y FARAZI, *Global Liquidity*, pp. 2 y 6-7.

en el periodo 2000-2006 la tasa de interés media es de 8.2%, de 7.5% durante 2007-2010 y de 5.6% en el periodo 2011-2014.⁴⁷

Cuadro 6

EMISIONES DE BONOS PARA LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS
EMERGENTES Y SUBDESARROLLADAS, 2000-2014
(MILES DE MILLONES DE DÓLARES)

	<i>Pre-crisis</i> 2000-2006		<i>Crisis</i> 2007-2010		<i>Pos-crisis</i> 2011-2014	
	\$	%	\$	%	\$	%
Asia (4 ec)	77.7	21.5	74.6	26.8	453.0	55.5
China 16.8	4.6	29.7	10.7	374.0	45.8	
Africa (1ec)	11.6	3.2	13.2	4.7	23.9	2.9
Am.Lat.(4 ec)	175.9	20.9	139.8	50.2	227.6	27.9
Med.Or. (2 ec)	64.9	17.9	34.0	12.2	68.5	8.4
Eu.Or. (2 ec)	31.4	8.7	16.5	5.9	43.1	5.3
Total	361.5		278.1		16.1	

FUENTE: FEYEN, GHOSH, KIBUUKA y FARAZI, *Global Liquidity*, pp. 36-37.

El cuadro permite ver cómo el incremento de las emisiones de bonos favorece en los tres periodos a Asia (China, India, Malasia y Filipinas) y América Latina (Argentina, Brasil, Colombia y Venezuela). La importancia de China se revela predominante en la fase 2011-2014, cuando logra obtener 374 000 millones de dólares, 45.8% de las emisiones totales.

Los países de Medio Oriente (Libano y Turquía) consiguen un porcentaje significativo, especialmente en el periodo 2000-2006, y sucesivamente tienen emisiones decrecientes, como acontece en el curso del periodo de la poscrisis, cuando logran obtener solamente 8.8% de las emisiones totales. Lo mismo sucede con Europa Oriental (Hungría y Ucrania) que, después

⁴⁷ FEYEN, GHOSH, KIBUUKA y FARAZI, *Global Liquidity*, pp. 25 y 28.

de obtener 8.7% de las emisiones de bonos en 2000-2006, ven disminuir su cuota a 5.3% de los bonos totales emitidos en el periodo 2011-2014.

CONSIDERACIONES FINALES

Mi análisis esclarece cómo en el transcurso de la globalización, precisamente en el periodo 1970-2017, se desarrolla una forma asimétrica diferente a la preexistente. La nueva asimetría es el producto de la divergencia entre la economía real y la financiera, con el resultado de que la financiera se convierte en hegemónica y domina la economía productiva.

Este proceso podemos observarlo en la evolución del perfil de precio de las mercaderías, antes producidas solamente por las economías industriales, y ahora producidas y exportadas por las economías emergentes y subdesarrolladas.⁴⁸ Esto ocurre a partir del momento en que su precio no es más rentable para las economías avanzadas que para las economías emergentes y subdesarrolladas, donde el costo del trabajo es bastante menor que en las economías avanzadas.

Entre 1997 y 2002 las economías emergentes y subdesarrolladas tienen un incremento notable en sus exportaciones y términos de intercambio positivos, mientras las economías avanzadas registran términos de intercambio negativos. Agregamos que, mientras las economías emergentes y subdesarrolladas ven mejorar los términos de intercambio hasta 2008-2012, las avanzadas registran todavía términos de intercambios negativos.

Necesitamos sin embargo decir que, razonando sobre estas informaciones, se podría llegar a una conclusión errónea. La presencia de nuevos productos industriales exportados por las economías emergentes y subdesarrolladas no significa que las economías avanzadas declinen y se empobrezcan por la

⁴⁸ MYÖRUKOGLU, *New Paradigms for Financial Regulation*, p. 212.

competencia de los nuevos países productores y exportadores de bienes industriales. Sucede en cambio que las economías avanzadas, para contrastar la aparente avanzada de las nuevas economías exportadoras de bienes industriales, se defienden desarrollando mecanismos más sofisticados de acumulación de capital. En efecto, las economías avanzadas controlan el acceso de las economías emergentes y subdesarrolladas a los créditos necesarios con los cuales estas economías se han convertido en países exportadores de bienes industriales.

Las economías avanzadas controlan los créditos de las áreas emergentes y subdesarrolladas porque éstas están estrechamente asociadas a los bancos internacionales, precisamente los que conceden créditos a los países emergentes y subdesarrollados, y además están mayormente presentes en las instituciones internacionales más idóneas para favorecer los créditos para las inversiones de las economías avanzadas, emergentes y subdesarrollados, suministrados con la vigilancia del Banco de Pagos Internacionales, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial. El primero representa los principales bancos centrales del mundo, el Fondo Monetario Internacional está en las manos de un representante de un país europeo industrializado y el Banco Mundial está controlado por Estados Unidos.

La persistencia de la asimetría entre economías avanzadas y economías emergentes y subdesarrolladas plantea por lo tanto el problema de la creación del valor económico durante la globalización. También la globalización, como todas las formas históricas de la economía, se caracteriza por tener ciclos económicos de expansión y crisis que favorecen una mayor capacidad de acción de las economías avanzadas en la economía financiera.

Es necesario tener presente que el valor económico es un concepto global regulado por las redes de negocios que entrelazan las economías avanzadas con las emergentes y subdesarrolladas. El objetivo de las redes financieras es favorecer la articulación de la acumulación de capital tomando en cuenta los

actores económicos que controlan los créditos de las empresas avanzadas, emergentes y subdesarrolladas. De allí que se expliquen por qué los créditos administrados por las economías avanzadas dominan en las áreas emergentes y subdesarrolladas. En otras palabras, la liquidez global muestra una vez más que son las economías avanzadas las que acrecientan su acumulación sin privar a las economías emergentes y subdesarrolladas de los créditos necesarios.⁴⁹

Se puede entonces comprender mejor la distinción entre “creación de valor”, entendida como “las maneras según las cuales tipologías diferentes de recursos (humanos, físicos e intangibles) son utilizados e interactúan para producir nuevas mercaderías y servicios”, y “extracción de valor”, es decir, “las actividades que se concentran en la transferencia de recursos y productos existentes, y sobre cómo obtener beneficios en forma desproporcionada de la comercialización”.⁵⁰

Dada la imposibilidad de comprender las lógicas de la globalización sin tomar en cuenta los antecedentes históricos, conviene recordar que el precedente de la liquidez global es el capital financiero, es decir, el que para Hilferding significa “capital unificado” en el cual los diferentes sectores del capital “son colocados bajo la dirección común de las altas finanzas, en las cuales los señores de las industrias y de los bancos están unidos por vinculaciones personales”.⁵¹

No es entonces casual que “el capital financiero continúe aumentando su importancia en la vastedad del espacio económico con la finalidad de desarrollar la producción capitalista”. La consecuencia es: si “el área económica es más vasta, más fácil puede ser la transferencia de las industrias en los lugares en los cuales las condiciones naturales sean más favorables y mayor

⁴⁹ He tomado en cuenta las ideas de ORLÉAN, *L'Empire de la valeur*, y de ROBINSON, *The Accumulation of Capital*.

⁵⁰ MAZZUCATO, *Il valore di tutto*, p. 9.

⁵¹ HILFERDING, *Il capitale finanziario*, p. 393.

la productividad del trabajo”. El resultado es que “en una producción capitalista de tipo avanzada, la libertad de intercambio, unificando el mercado mundial entero, habría garantizado la mayor productividad y la división del trabajo más racional”.⁵² “La exportación de capital reduce proporcionalmente el volumen del capital interior y acrecienta el ingreso nacional en la medida correspondiente al plusvalor producido”.⁵³ Gracias a la exportación de capital “se dilata así el ámbito de la capacidad de consumo de los nuevos mercados”.⁵⁴

Con base en los resultados e ideas de Hilferding podemos pensar que el modelo histórico de la globalización, basado en la liquidez global, garantizada por el Banco de Pagos Internacionales, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, hace posible la negociabilidad de los recursos financieros y las interacciones entre todos los actores de este sector con el fin de permitir el acceso a estos recursos, no sólo a las economías avanzadas, sino también a las economías emergentes y subdesarrolladas. Por medio de la negociabilidad de los recursos financieros es posible regular la variación de los precios de los bienes en la competencia internacional por parte de todas las economías de mercado.

No obstante, el capital financiero de la globalización es esencialmente especulativo, con una volatilidad elevada y determinada por su naturaleza autorreferencial, que toma en cuenta sólo las opiniones del mercado. Si el mercado anticipa un incremento se adquiere el bono o la acción, en caso contrario se vende. Esto significa que las acciones de los actores económicos no siguen la evolución de la economía real y se orientan, en cambio, anticipando las acciones financieras de los actores que intervienen en el mercado.

⁵² HILFERDING, *Il capitale finanziario*, p. 407.

⁵³ HILFERDING, *Il capitale finanziario*, p. 412.

⁵⁴ HILFERDING, *Il capitale finanziario*, p. 415.

Si la especulación es la consecuencia directa de la negociabilidad de los títulos, la liquidez determina una variación permanente de precios y la movilización de los activos. La única variable importante para el inversor en la fase de la globalización es el flujo de los ingresos obtenidos de los títulos que rinden liquidez a la inversión con el fin de que sean negociables. En síntesis, se puede decir que el mercado financiero da importancia a la opinión del mercado y por lo tanto asume una conducta autorreferencial, es decir, hace referencia exclusivamente a la opinión del mercado, olvidando cualquiera relación con la economía real.

REFERENCIAS

ANDRIANI, S., *Finanza ed economia reale*, Roma, Gruppo di studio “Il governo della globalizzazione”, Fondazione Astrid, 2016.

ARESTIS, P., P. DEMETRIADES y K. LUINTEL, “Financial development and economic growth: The role of stock markets”, en *Journal of Money, Credit and Banking*, 1 (2001), pp. 17-41.

BAIROCH, P., *Révolution industrielle et sous-développement*, París, Sedes, 1963.

BALDWIN, R. y D. GROS, “The Euro in crisis: what to do?”, en BALDWIN, GROS y LAEVEN (eds.), 2010, pp. 1-24. http://voxeur.org/zona_euro_rescue pdf.

BALDWIN, R., D. GROS y L. LAEVEN (eds.), *Completing the Eurozone Rescue: What More Needs to Be Done?*, Londres, Centre for Economic Policy Research (CEPR), 2010.

BEER, P. de y F. KOSTER, “A borderless world? Developments in globalization 1970-2005”, en *Sticking Together or Falling Apart?*, Amsterdam, Amsterdam University Press, 2009, pp. 101-124.

BORDO, M. D. y C. SCHENK, “Monetary policy cooperation and coordination: an historical perspective on the importance of rules”, en BORDO y TAYLOR (eds.), 2017, pp. 205-261.

BORDO, M. D. y J. B. TAYLOR (eds.), *Rules for International Monetary Stability: Past, Present, and Future*, Stanford, Hoover Institution Press, 2017.

BORDO, M. D., A. M. TAYLOR y J. G. WILLIAMSON (eds.), *Globalization in Historical Perspective*, Chicago, University of Chicago Press, 2003.

- CARMAGNANI, M., *Le connessioni mondiali e l'Atlantico, 1450-1850*, Turín, Einaudi, 2018.
- CARUANA, J., "Global liquidity: where it stands, and why it matters", en *BIS Quarterly Review* (mar. 2014).
- CLAESSENS, S., M. P. DOOLEY y A. WARNER, "Portfolio capital flows: hot or cold", en IRWIN y D. VINES (coord.), 2001, pp. 153-200.
- DOMANSKI, D., I. FENDER y P. MCGUIRE, "Assessing global liquidity", en *BIS Quarterly Review* (dic. 2011), pp. 57-71.
- DREHER, A., *Does Globalisation Affect Growth?*, Mannheim, University of Mannheim, Working Paper, 2003.
- EICKMEIER, S., L. GAMBACORTA y B. HOFMANN, "Understanding global liquidity", en *European Economic Review*, 68 (2014), pp. 1-18.
- FEYEN, E., S. GHOSH, K. KIBUUKA y S. FARAZI, *Global Liquidity and External Bond Issuance in Emerging Markets and Development Economies*, World Bank Group, Working Paper 7363, julio 2015.
- FRY R., y A. PAGAN, "Sign restrictions in structural vector autoregressions: a critical review", en *Journal of Economic Literature*, 4 (2011), pp. 938-960.
- GRAZIANI, A., *The Monetary Theory of Production*, Cambridge, Cambridge University Press, 2003.
- GREENBERG, M. D., E. HELLAND, N. CLANCY y J. N. DERTOUZOS, *Fair Value Accounting, Historical Cost Accounting, and Systemic Risk*, Santa Mónica, Cal., Rand Corporation, 2013.
- GYGLI, S., F. HAELG y J. E. STURM, *The KOF Globalisation Index-Revised*, KOF Working Papers, n. 493, febrero 2018.
- HILFERDING, R., *Il capitale finanziario* (1910), Milán, Feltrinelli, 1961.
- HOFFMAN, A., "Implicaciones de la adopción de Basilea III en el sistema bancario de los países de América Latina", Banco Interamericano de Desarrollo, "Diálogo Regional de Política, 2011.
- IRWIN, G. y D. VINES (coords.), *Financial Market Integration and International Capital Flows*, Cheltenham, Elgar, 2001.
- JAMES, H., *The Creation and Destruction of Value. The Globalization Cycle*, Cambridge, Mass., Harvard University Press, 2009.

LOU, X. y R. S. SADKA, "Liquidity level or liquidity risk? Evidence from the financial crisis", en *Financial Analyst Journal*, 3 (2011), pp. 51-62.

MAZZUCCATO, M., *Il valore di tutto. Chi lo produce e chi lo sottrae nell'economia globale*, Bari, Laterza, 2018.

MILWARD, B., *Globalization? Internationalisation and Monopoly Capitalism. Historical Processes and Capitalist Dynamism*, Northampton, Elgar, 2004.

National Income and Product Accounts and Fixed Assets Accounts, Bureau of Economic Analysis, Department of Commerce, Washington D.C., 2000.

NELSON, S. C. y P. J. KATZENSTEIN, "Uncertainty, risk, and the financial crisis of 2008", en *International Organization*, 2 (2014), pp. 361-392.

ORLÉAN, A., *L'Empire de la valeur. Refonder l'économie*, Paris, Editions du Seuil, 2011.

PORTES, R. y D. VINES, "Coping with international capital flows", en IRWIN y VINES (coords.), 2001, pp. 65-87.

POSNER, R. A., *A Failure of Capitalism. The Crisis of '08 and the Descent into Depression*, Cambridge, Mass., Harvard University Press, 2009.

ROBINSON, J., *The accumulation of capital*, Londres, MacMillan, 1965.

STIEN, C. H. y C. LEE, "Same financial development yet different economic growth. Why?", en *Journal of Money, Credit and Banking*, 7 (2006), pp. 1907-1944.

TARULLO, D. K., *Banking on Basel*, Washington D.C., Peterson Institute for International Economics, 2008.

TAURECK, R., "Securitization theory and securitization studies", en *Journal of International Relations and Development*, 9 (2006), pp. 53-61.

TOOZE, J. A., *Crashed: How a Decade of Financial Crisis Changed the World*, Nueva York, Viking, 2018.

YÖRUKOĞLU, M., *New Paradigms for Financial Regulation. Emergence in the Postcrisis World. Widening Asymmetries between Advanced and Emerging Economies*, Washington D. C., Asian Development Bank, Brooking Institution Press, 2013.