

La estabilización de las finanzas capitalistas inestables: el institucionalismo y el enfoque preventivo de la estabilidad financiera¹

The stabilization of unstable capitalist finances: institutionalism and the preventive approach to financial stability

Faruk Ülgen*

“It is better to convince by argument than seduce by example.”

Resumen

Las crisis recurrentes de las economías financiarizadas desde la década de 1990 plantean dudas sobre si los mercados financieros liberalizados están bien estructurados para establecer la economía en un camino de crecimiento y desarrollo duraderos. El enfoque institucionalista de la economía capitalista puede ofrecer herramientas analíticas relevantes para identificar las características centrales de las economías capitalistas monetarias y luego estudiar su dinámica inestable. En oposición al individualismo metodológico que descuida las instituciones, este acercamiento enfoca la importancia de

¹ Versiones anteriores de este artículo se presentaron en la 28 Conferencia Anual de la Asociación Europea para la Economía Política Evolutiva (EAEPE), Manchester, Reino Unido, del 3 al 5 de noviembre de 2016, y en la Sesión de la Asociación para la Economía Evolutiva (AFEE) en la Asociación Económica del Este 43ª Conferencia anual, del 23 al 26 de febrero de 2017, Nueva York, Estados Unidos. Estoy agradecido a los participantes de estas sesiones por sus comentarios y sugerencias útiles. Se aplica el deslinde de responsabilidad usual. Traducción del inglés al español de Wesley Marshall y Eugenia Correa.

* Associate Professor of Economics. Director of the Department of Distance Learning Programmes. Director of International Relations and Conventions. Grenoble Faculty of Economics, University Grenoble Alpes, France.

las instituciones en la sociedad, ya que las instituciones determinan, moldean y replantean de manera abrumadora las decisiones y comportamientos individuales. En términos de un análisis positivo, esto podría proporcionar algunas reglas para diseñar e implementar cambios estructurales y políticas relevantes, y luego sugerir, una consistente alternativa a la economía neoliberal. En este sentido, este artículo se basa en el marco institucionalista para estudiar el *modus operandi* de una economía capitalista, con un enfoque especial en los mercados financieros. Argumenta que la autorregulación financiera que se basa en incentivos de mercado y un marco institucional débil a menudo da como resultado conclusiones inconsistentes a nivel macro y debe ser reemplazada por un enfoque de regulación preventiva para la organización de mercados financieros. Tal transformación requiere un replanteamiento radical de la regulación financiera, en busca de luchar contra la inestabilidad financiera sistémica endógena del capitalismo mediante el fortalecimiento de la macroestabilidad y la viabilidad social.

Palabras clave: Finanzialización, inestabilidad, institucionalismo, regulación preventiva.

JEL Codes: B52, G01, G18, P11

Abstract

Recurrent crises of financialized economies since the 1990s raise doubts as to whether the liberalized financial markets are well framed to set the economy on a durable growth and development path. Institutionalist approach to capitalist economy may offer relevant analytical tools in order to identify the core characteristics of monetary capitalist economies and then to study their unstable dynamics. Opposed to institutions-neglecting methodological individualism, this approach focuses on the importance of institutions in society since institutions overwhelmingly determine, shape and reframe individual decisions and behavior. In terms of a positive analysis, this could provide us with some rules to design and implement relevant structural changes and policies and then to suggest a consistent alternative to neoliberal economics. In this vein, this article draws upon the institutionalist framework to study the *modus operandi* of a capitalist economy, with a special focus on financial markets. It argues that financial self-regulation that rests on market incentives and weak institutional framework often results in inconsistent outcomes at a macro level and

should be replaced by a preventive-regulation approach to financial market organization. Such a transformation requires a radical reframing of financial regulation seeking to fight against endogenous systemic financial instabilities of capitalism by strengthening macro-stability and societal viability.

Keywords: Financialization, instability, institutionalism, preventive regulation

JEL Codes: B52, G01, G18, P11

Introducción

Las crisis recurrentes de las economías financiarizadas en las últimas décadas plantean dudas sobre si los mercados financieros liberalizados son aptos para permitir que las economías evolucionen a través de un crecimiento duradero y conforman una vía de desarrollo. Aunque parece haber algún de consenso sobre los vínculos entre los mercados financieros y el ritmo del desarrollo económico, no existe un acuerdo teórico y político que permita a los responsables de la formulación de políticas determinar el significado y las condiciones de dicha relación. Los diferentes enfoques se oponen entre sí con respecto a la organización relevante del sistema financiero y el marco regulatorio relacionado. De manera que este artículo parte de la idea que de la regulación financiera (liberal) favorable para el mercado vigente desde mediados de los años ochenta en la mayoría de las economías, genera un proceso de financiarización e incentivos contraproducentes que usualmente involucran a los mercados y agentes en estrategias miopes y propensas a crisis. Pero este artículo sostiene que los mercados financieros sistémicamente consistentes se basan en un marco institucional que determina el comportamiento de los actores del mercado. Vale la pena señalar que en este artículo, "sistemáticamente coherente" significa que el funcionamiento de los mercados financieros permite que la

economía (los proyectos empresariales productivos y generadores de empleo) tengan acceso a recursos y procesos de financiamiento estables y orientados a la estabilidad macro.

Estas estrategias amenazan la viabilidad de las economías monetarias, es decir, la posibilidad de que una determinada economía siga realizando sus operaciones normales sin poner en tela de juicio las principales reglas de organización y acción que subrayan los valores básicos y los puntos de referencia de la sociedad.²

Tal afirmación busca ir más allá de la retórica de la literatura de "importan las instituciones" o los "incentivos de mercado" que generalmente afirma que el papel principal de las autoridades de regulación pública es enmarcar incentivos relevantes para que las decisiones privadas funcionen de manera eficiente. En palabras mucho más simples, en tal enfoque, las buenas instituciones serían aquellas que podrían hacer que los mercados funcionen en equilibrio.

Este artículo se basa en ideas institucionalistas y desarrolla un supuesto diferente a través de un análisis monetario de la economía capitalista. Argumenta que el capitalismo financiarizado sufre una inconsistencia temporal debido a sus debilidades institucionales y asimismo genera dinámicas monetarias inestables que alimentan las condiciones de crisis e incentivos perversos que impiden a los actores económicos emprender estrategias sólidas y coherentes a largo plazo. Para apoyar las condiciones de desarrollo sostenible de la sociedad y en la económica, este artículo sugiere algunos cambios estructurales indispensables que se enmarcan en una alternativa regulatoria sistémica relevante.

² Ülgen (2014a) define la *viabilidad* como la capacidad de las reglas sociales comunes para permitir que las relaciones económicas se reproduzcan sin poner en tela de juicio las principales reglas vigentes en caso de crisis

Una organización de mercados coherente se basa principalmente en el marco institucional que comprometa de manera abrumadora el comportamiento de los actores del mercado. Una alternativa relevante podría luego apoyarse en una *regulación preventiva/precautoria* que debería procurar brindar a las economías un entorno regulatorio que considere la estabilidad financiera como una condición de viabilidad sistémicamente requerida, es decir, un bien público.

El artículo desarrolla estas propuestas a través de cuatro secciones. La primera recuerda algunas declaraciones centrales de la economía institucional con respecto al análisis de una economía capitalista. A partir de esto, la segunda sección sostiene que, dado el papel crucial de los sistemas financieros en el desarrollo económico, el buen funcionamiento del sistema financiero es una preocupación central en la teoría y la política económica. Este problema está estrechamente relacionado con la evolución de las instituciones y con los esquemas regulatorios posteriores. La sección siguiente sostiene que la regulación financiera liberal, que se basa en la hipótesis de eficiencia del mercado, da como resultado una financiarización a nivel de todo el sistema y revela una contradicción en cuanto a las características monetarias de las economías capitalistas basadas en el mercado. La tercera sección detalla la regla de prevención que podría proporcionar un valioso marco de regulación financiera como una alternativa a la autorregulación basada en el mercado, para prevenir daños al bienestar de los ciudadanos. Dicho marco considera la estabilidad financiera como un bien público que debe ser producido y administrado por instituciones públicas (no de mercado) de acuerdo con las reglas y restricciones diseñadas de manera colectiva e implementadas públicamente para garantizar la estabilidad sistémica. La última sección extrae conclusiones a favor de un cambio necesario en nuestra forma de organizar las operaciones financieras y la regulación relacionada para luchar

contra la creciente inestabilidad económica, social y política a escala mundial.

1. Institucionalismo y entorno institucional

El capitalismo es una economía monetaria que se basa en la continuidad y estabilidad de los mecanismos y operaciones financieras. Esto último debe llevar a los actores del mercado a financiar diversas actividades que les gustaría emprender en un entorno incierto y descentralizado. Por lo tanto, el estudio del funcionamiento de una economía capitalista requiere un análisis del sistema monetario y financiero y el marco regulatorio relacionado. La economía institucionalista (EI) ofrece una referencia teórica relevante para desarrollar dicho análisis a través de un doble enfoque de la economía capitalista y sus problemas de inestabilidad:

- un enfoque positivo ya que la EI desarrolla un marco monetario para evaluar el proceso de financiarización del capitalismo moderno y estudiar sus inestabilidades sistémicas;
- un enfoque normativo como la EI sugiere algunas orientaciones de política para hacer frente a las crisis económicas e institucionales que el capitalismo desarrolla recurrentemente en su evolución.

En la tradición hamiltoniana, el institucionalismo se basa en la búsqueda de un enfoque alternativo de la economía que sea mucho más amplio y relevante que la economía neoclásica. Dicho enfoque debe ir más allá de los simples mecanismos de precios de mercado y el cuadro individual de oferta y demanda relacionado:

«...solo la “economía institucional” coloca a la demanda en una descripción generalizada del orden económico... Ésta debe de establecer cómo, en las relaciones entre los individuos, las instituciones, todas ellas juntas, conforman la organización de la sociedad industrial moderna» (Hamilton, 1919: 311).

En oposición al individualismo metodológico que descuida a las instituciones, la EI se centra en la importancia de las instituciones en la sociedad (y en la vida económica). Las instituciones determinan, dan forma, afectan y replantean de manera abrumadora las decisiones y comportamientos individuales. Son las instituciones el ancla social de las individualidades y determinan el entorno en el que los individuos pueden tener lugar y actuar económicamente. Paralelamente, el institucionalismo también podría considerarse como *una voluntad de cambio*.

Hall, et. al. (2016: 476) señalan:

En nuestra comprensión, la tradición de la EI Original (EIO) ofrece dos acercamientos distinguibles. Lo que se denomina el enfoque "reformista" que es emblemático con un énfasis promovido por los teóricos y los responsables de la formulación de políticas, como John R. Commons -y que se basa en el interés y la voluntad de reformar el capitalismo para que este sistema funcione de una manera tal que obtenga el apoyo amplio de la población. En contraste, lo que se conoce como "institucionalismo radical" que aboga por la creación de un nuevo sistema por completo y los elementos de este enfoque se pueden encontrar en escritos seleccionados de Veblen y Dugger.

De hecho, Dugger (1988) define el institucionalismo (radical) como una teoría crítica del capitalismo industrial y afirma que uno de sus conceptos centrales es que la economía es un proceso, no un equilibrio. La atención se centra en el papel crucial de las instituciones para hacer posible el funcionamiento de la sociedad. Hodgson (2009: 5) mantiene en este sentido:

...las preferencias individuales generalmente no pueden tomarse como dadas, sino que deben considerarse como parcialmente moldeadas por circunstancias institucionales y culturales. También adoptaron una visión empírica de la investigación científica y una política centrada en las medidas correctivas del Estado para lidiar con la pobreza, el desempleo y las recesiones empresariales.

Por lo tanto, la cuestión de "qué instituciones" se convierte en un estudio normativo de la reforma institucional:

Las instituciones son sistemas duraderos de reglas socialmente arraigadas.... Sobre nuevos hábitos de pensamiento y comportamiento, surgen nuevas preferencias e intenciones. Como resultado, los hábitos compartidos son el material constitutivo de las instituciones, proporcionan-doles mayor durabilidad, poder y autoridad normativa (Hodgson, 2009: 16).

Basándose en Peterson (1977), y Wilber y Jameson (1983), Whalen (2008) argumenta que existen fuertes vínculos entre el institucionalismo y el poskeynesianismo, ya que ambos tratan al capitalismo de manera holística y evolutiva. Sostienen que la economía (arraigada en un marco social) es un proceso continuo que se desarrolla a través de la incertidumbre y el cambio continuo y, por lo tanto, no puede entenderse en términos de un equilibrio estático. Dicho marco conceptual obviamente lleva a considerar la evolución del capitalismo y sus inestabilidades como un proceso endógeno de ciclos y crisis generados principalmente por las decisiones y estrategias de los actores del mercado. En este artículo, esta pregunta se estudia con respecto a la estructura monetaria y financiera del capitalismo y las crisis financieras recurrentes que sufre el capitalismo mundial desde hace varias décadas.

La EI sostiene que las economías capitalistas son sociedades complejas que requieren instituciones específicas y afirma que la evolución de la sociedad se basa en la coherencia de los patrones institucionales que dan forma al comportamiento de los actores (privados/públicos) y luego determinan la estabilidad sistémica. Ülgen (2014a) documenta que la EI es un enfoque apropiado para comprender y abordar los principales problemas económicos de la actualidad, ya que ofrece información sobre las características principales de las sociedades capitalistas que apuntan a su naturaleza monetaria y a la importancia de las reglas, mecanismos y mercados financieros en la evolución de la sociedad. Los trabajos

de Veblen (1919) y Mitchell (1937), para citar algunos, identifican al capitalismo como una "economía monetaria" donde los mecanismos financieros y las reglas desempeñan un papel central en la evolución económica. En lenguaje (post) keynesianos, el dinero es una variable endógena generada a través de relaciones descentralizadas entre los bancos, el sistema financiero y las empresas que continuamente se apoyan en la ampliación del financiamiento privado y las operaciones sustentadas en la circulación de deuda dentro de un específico contexto institucional. Esto le da al dinero y a las relaciones financieras relacionadas una naturaleza social específica -aunque puedan desarrollarse por medio de decisiones y operaciones privadas. En esta imagen, los cambios regulatorios y políticas públicas determinan, en gran medida, la evolución del mercado y afectan el comportamiento de las instituciones financieras. El proceso de financiarización a partir de fines de la década de 1970 es uno de los principales desarrollos del capitalismo de las últimas décadas que provocó una crisis financiera y económica mundial en 2007-2008.

2. Financiarización: una transformación institucional específica de una economía monetaria

La financiarización es el resultado estructural del proceso de liberalización financiera. Este último descansa profundamente en algunas selecciones institucionales que son las raíces principales y cruciales de la nueva era liberal. De hecho, la liberalización fue promovida por reguladores de todo el mundo y especialmente en las economías capitalistas avanzadas desde fines de los años de 1970 y cambió profundamente el funcionamiento de las economías basadas en el mercado. Los mercados financieros fueron liberados de una estricta regulación pública y supervisión permanente gracias a políticas amigables con el mercado, y luego desarrollaron diversas formas de innovaciones de productos y procesos. Esto llevó a bancos, intermediarios financieros y clientes a emprender

estrategias basadas en la micro-eficiencia y rentabilidad individual sin restricciones públicas ni controles de coherencia sistémica. El criterio de eficiencia financiera rápida de corto plazo, basada en ganancias, se convirtió en la regla de decisión fundamental y dio forma a las estrategias de los actores públicos y privados.

2.1. Las raíces del proceso de financiarización del capitalismo del siglo XXI

Si bien los mercados liberalizados e innovaciones relacionadas, podrían dar algunos resultados positivos para algunas instituciones e individuos, no generaron prosperidad y crecimiento económico a todo el sistema. Sí alimentaron los indicadores de crecimiento nominal, principalmente de la economía de Estados Unidos, que dependía de los rendimientos financieros sin una generación de empleo duradero y aumento de ingresos salariales. Se trataba de un crecimiento financiero respaldado por la deuda del consumidor más que un crecimiento económico real y productivo, basado en los ingresos y apoyado por la demanda generalizada. Los préstamos de gran tamaño y sin supervisión alimentaron el auge de los préstamos y las hipotecas que provocó el colapso inicial (Brunnermeier, 2009). Los mercados financieros y las innovaciones permitieron a los agentes especular fácilmente sobre las rentas futuras esperadas mediante el uso de varios productos financieros, como los Collateralized Debt Obligation (CDO). Como lo señaló Crotty (2009: 567):

La demanda de CDO fue fuerte en el auge porque los compradores podían pedir prestado dinero a bajo precio, los rendimientos eran altos y los productos tenían las mejores calificaciones. Pero cuando el auge de la vivienda terminó y los incumplimientos aumentaron, el hecho de que nadie sabía cuánto valían estos títulos, provocó que la demanda y la liquidez se evaporaran y los precios desplomaran.

A nivel macro, esto tuvo una consecuencia sistémica inesperada: “La liberalización financiera hace que sea más probable que los

factores financieros en general, y los auges y fracasos en el crédito y los precios de los activos en particular, impulsen las fluctuaciones económicas. En lugar de estar estrechamente vinculados por las restricciones de flujo de efectivo, la economía se impulsa por percepciones poco fiables de los valores y riesgos de los activos, respaldadas críticamente por una mayor disponibilidad de crédito fácil -uno podría decir que se convierte en una economía respaldada por activos. De hecho, el vínculo entre las liberalizaciones financieras y los subsiguientes booms en el crédito y los precios de los activos está bien documentado” (Borio, 2014: 88).

En resumen, la financiarización permitió y sostuvo un nuevo régimen especulativo. Este es el reino de una economía de renta sin crecimiento real. En una economía de renta, el criterio de eficiencia financiera prevalece. Este criterio requiere la realización de rendimientos rápidos y elevados sobre la inversión sin estar necesariamente relacionado con la evolución de las perspectivas productivas a largo plazo. Por lo tanto, supera otros objetivos sociales como el crecimiento sostenible a largo plazo, el empleo, la rentabilidad duradera, una mejor distribución del ingreso para sostener la demanda en los mercados y el gasto regular de los hogares, etc.

En las décadas de 1980-2000, tal evolución se basó en algunas teorías económicas específicas y políticas relacionadas que abogaban por la independencia del banco central y las políticas de fijación de metas de inflación y estabilidad de precios sin preocuparse por la estabilidad financiera. Se suponía que esta última estaba básicamente garantizada por los mecanismos de autorregulación de los mercados que estaban siendo alcanzados por el cambio regulatorio favorable para el mercado y las innovaciones financieras durante los años 1980 y 1990. Así, a lo largo de varias décadas de liberalización financiera, la teoría económica

prevaleciente y las políticas relacionadas y el marco regulatorio financiero asumieron que vivíamos en el mejor de los mundos posibles. Las finanzas y mercados financieros no se estudiaron en términos de relaciones monetarias específicas, sino como ordinarios mercados de intermediación. Por lo tanto, se suponía que el funcionamiento de los mercados financieros y su estabilidad no deberían generar problemas especiales, ya que evolucionarán de forma natural y espontánea alrededor del equilibrio.

Se asumió que el mecanismo de precios libres/competitivos eran el problema esencial para que el mercado (financiero) funcionara de manera eficiente y óptima. La estabilidad monetaria y financiera se separaron y su organización y supervisión fueron dejados a los actores separados. La estabilidad monetaria, definida como estabilidad de precios (que implicaría una política monetaria neutral), fue confiada a bancos centrales independientes del marco de estabilidad financiera. La estabilidad financiera se definía generalmente como el resultado natural de los mercados competitivos de fondos prestables. Estas afirmaciones obviamente requerían un cambio regulatorio en los sistemas financieros mediante la liberalización y el reemplazo de la supervisión pública por mecanismos de autorregulación. Por ejemplo, Schinasi (2004: 8) sugiere una definición general de estabilidad financiera, de manera muy completa:

En términos generales, la estabilidad financiera se puede considerar en términos de la capacidad del sistema financiero para: a) facilitar una asignación eficiente de recursos económicos, tanto espacial como especialmente intertemporal, y la eficacia de otros procesos económicos (como la acumulación de riqueza, crecimiento económico, y en última instancia, prosperidad social); b) evaluar, tasar, asignar y gestionar los riesgos financieros; y c) mantener su capacidad para realizar estas funciones clave, incluso cuando se ven afectadas por shocks externos o por una acumulación de desequilibrios, principalmente a través de mecanismos de autocorrección.

Entonces, a raíz de la crisis financiera de 2007, este “Consenso de Jackson Hole” (Malliaris, 2012, p. 419) se reveló como algo irrelevante, ya que los mercados financieros se volvieron extremadamente volátiles y propensos a las crisis sistémicas a pesar de la estabilidad de precios persistente en las principales economías. Esto plantea un desafío a las políticas económicas dominantes favorables al mercado, ya que muestran que la estabilidad monetaria (apoyada en la estabilidad de precios) y la autorregulación amigable del mercado (apoyada en estrategias racionales individuales) no pueden conducir a la estabilidad financiera (coherencia sistémica). La estabilidad macro se revela no ser un resultado espontáneo basado en acciones descentralizadas. Los mecanismos de libre mercado no contienen un proceso de ajuste mágico.

Borio (2014: 8) sostiene que la credibilidad de las políticas de los bancos centrales alcanzada a través de políticas monetarias conservadoras, ancladas en la estabilidad del nivel de precios durante los años 1980 y 1990 en todo el mundo, podría haber generado una especie de paradoja con respecto a la supervisión de inquietudes relacionadas con la evolución de los mercados financieros:

...el establecimiento de regímenes que producen una inflación baja y estable, respaldada por la credibilidad del banco central, puede hacer que sea menos probable que los signos de expansión económica insostenible aparezcan primero en el aumento de la inflación y más probable que surjan primero como aumentos insostenibles de crédito y precios de los activos (la “paradoja de la credibilidad”). Después de todo, las expectativas estables hacen que los precios y los salarios sean menos sensibles a la desaceleración económica: esto es precisamente lo que los políticos y los economistas han esperado todo el tiempo .

2.2. Un enfoque monetario alternativo al capitalismo

Una forma analítica relevante de buscar un enfoque alternativo para el funcionamiento de una economía monetaria basada en el mercado puede proporcionarse mediante un rápido recordatorio de las características mismas de las economías capitalistas modernas, generadas por el Enfoque Monetario (EM). Hasta la fecha, el EM se desarrolla a través de los trabajos de las visiones evolucionista, institucionalista, poskeynesianas y algunos marxianos en el marco de los modelos³ de "dinero endógeno".

El EM apunta hacia la importancia del sistema bancario en el financiamiento de las inversiones productivas. Las decisiones de los bancos afectan directamente el camino del desarrollo económico, ya que los bancos y las instituciones financieras que financian las actividades de producción e inversión son el núcleo de los mecanismos monetarios y financieros.

En consecuencia, los bancos se convierten en protagonistas activos del proceso de acumulación de capital. Dado el papel crucial (y muy particular) de los bancos en todo el sistema financiero (diferente de la producción de frijoles o negocios hoteleros), la liberalización e innovaciones relacionadas, deben considerarse en relación con sus posibles efectos sobre la estabilidad sistémica. El dinero como una variable endógena generada desde el interior, a través de las decisiones de los actores del mercado, se relaciona con el proceso privado de financiamiento y circulación de la deuda dentro de un entorno institucional específico que requiere continuamente la presencia, supervisión e intervención de instituciones públicas como un banco central y otras agencias de macro regulación. Ülgen (2014b: 263) afirma que en esta imagen: "...el dinero es transversal y conduce todo a sus oscilaciones, ya que todas las transacciones económicas se basan en relaciones monetarias. Los problemas monetarios y financieros sí importan

³ Para una síntesis de tales modelos véase Ülgen, 2013

estructuralmente a todos los demás sectores a través de los cambios de las estrategias de los proveedores de dinero de crédito (bancos) y de los intermediarios financieros. Por lo tanto, los cambios en el dinero y los mercados financieros afectan a toda la economía, independientemente de las unidades de decisión que están o no involucradas en las relaciones de deuda.”

Por lo tanto, el dinero como una variable económica endógena central requeriría supervisión y regulación exógenas, una visión que es diametralmente opuesta al liberalismo financiero (y el monetarismo conservador).

Dado el papel crucial de la estructura monetaria y la organización financiera relacionada en el desarrollo económico, el buen funcionamiento del sistema financiero es una preocupación central en la teoría y la política económica. Esto está directamente relacionado con la evolución de las instituciones y los esquemas regulatorios subsiguientes, como el alcance de la supervisión pública, las agencias de calificación privadas y los modelos basados en calificaciones internas de los bancos, entre otros. En términos más generales, este problema está obviamente relacionado con el problema de la organización sostenible de las economías.

Entonces, a la luz de las características monetarias del capitalismo basado en el mercado señaladas anteriormente y de las crisis financieras experimentadas de forma recurrente en las economías avanzadas y emergentes, la regulación financiera liberal dependiente de la hipótesis de la eficiencia del mercado no es una forma relevante de organizar los mercados financieros. La autorregulación que se basa en la racionalidad privada, búsqueda de rentas, no revela ser compatible con la estabilidad sistémica. De hecho, los modelos internos (auto) regulatorios basados en incentivos de mercado, también llamados regulación

microprudencial, se enmarcan de acuerdo con las características y opciones de los actores privados y descentralizados, mientras que la información y las acciones necesarias para garantizar la estabilidad macroeconómica en toda la sociedad están fuera del alcance de las capacidades de los individuos y mercados. Por lo tanto, la autorregulación que consiste en mejorar la seguridad de las operaciones individuales sufre deficiencias sistémicas. La autorregulación también puede estar en contradicción con los objetivos sistémicos, ya que puede impedir que los mercados financieros apoyen la financiación del crecimiento económico sostenible. ¡Esto último requiere compromisos a largo plazo que no son rentables desde una perspectiva especulativa y luego se vuelven económicamente ineficientes!

Además, los sistemas de autorregulación generan conflictos de intereses, ya que el regulador y el regulado se confunden entre sí y la objetividad externa necesaria del regulador pierde terreno en favor de los intereses del regulado. De hecho, se supone que este último se comporta de una manera económicamente racional en busca de la maximización de sus ganancias (a través de la reducción de sus costos y aumento de sus ingresos). Por lo tanto, tal comportamiento, aunque racional a nivel individual, generalmente revela ser irracional a nivel de la sociedad, a menudo dañando la solidez sistémica de los mecanismos prudenciales.

Por lo tanto, los mercados financieros liberalizados y los modelos de autorregulación no resisten la prueba del tiempo con respecto a las preocupaciones de la viabilidad sistémica (macro). La crisis de larga duración de 2007 contradice las afirmaciones de modelos de mercados financieros eficientes (libres) que generalmente asume que las fricciones financieras, cuando existen, deben considerarse distorsiones de segundo orden (Allen y Rogoff, 2011: 190). Por el contrario, la economía financiarizada demostró ser un régimen de acumulación inestable en el que el proceso de crecimiento se basa principalmente en rentas especulativas inestables y miopes. Esto se

apoya en un entorno institucional peculiar, el marco regulatorio (liberal) favorable al mercado, iniciado y apuntalado por las autoridades públicas y transformado en una degenerada estructura de gobierno.

La inestabilidad sistémica de 2007 mostró el crucial papel central del marco institucional con respecto a la estabilidad financiera, pero también apuntó a la naturaleza global de la estabilidad financiera en vista del creciente número de instituciones financieras transnacionales interconectadas y bancos en todo el mundo. Por lo tanto, uno debe tratar los problemas de estabilidad financiera a nivel sistémico global y sin ningún mecanismo relacionado con los intereses privados. En esta línea, la regla de prevención/precaución puede dar una perspectiva analítica relevante en la búsqueda de alternativas regulatorias relevantes.

3. Regulación financiera alternativa: la regla de prevención/precaución

La regla de prevención/precaución está relacionada con el principio de precaución que podría definirse, en un sentido general, como el principio que tiene como objetivo evitar que las decisiones públicas y/o privadas involucren a la sociedad en una situación (sistémicamente) muy peligrosa cuya evolución podría generar daños estructurales, persistentes e irreparables a la viabilidad social.

3.1 Raíces y alcance del principio de precaución

Taleb et al. (2014: 1) define el principio de precaución de la siguiente manera: "El objetivo del principio de precaución (PP) es evitar que los tomadores de decisiones pongan a la sociedad en su conjunto, o en un segmento importante, en riesgo de los efectos secundarios inesperados de un cierto tipo de decisión". Taleb et al (Id.) luego agrega:

"Creemos que el PP debe ser evocado sólo en situaciones extremas: cuando el daño potencial es sistémico (en lugar de localizado) y las consecuencias pueden implicar una ruina irreversible total, como la extinción de los seres humanos o toda la vida en el planeta". Este principio podría proporcionar un marco valioso para prevenir daños al bienestar de los ciudadanos. El PP recibió atención internacional con los trabajos sobre desarrollo sostenible, especialmente a través de las Conferencias de las Naciones Unidas sobre Medio Ambiente y Desarrollo en la década de 1990 (Cameron, 2006). Originalmente, descansa en la necesidad de imaginar alternativas relevantes a las debilidades de las políticas ambientales vigentes:

“El principio de precaución ha surgido como una guía para la gestión de riesgos ambientales frente a la tremenda complejidad e incertidumbre ”(Kuntz-Duriseti, 2004: 291). Aunque está tomado del derecho internacional, especialmente en lo que respecta a las preocupaciones ambientales, podría ser adecuado establecer algunos paralelos entre la estabilidad financiera y, por ejemplo, la contaminación, ambas relacionadas con actividades privadas que pueden generar irreversibles daños sociales y sistémicos.

Las operaciones financieras y la estabilidad de los mercados deberían llevar a que las operaciones económicas se realicen de manera sostenible, de modo que la viabilidad de la sociedad, es decir, la reproducción macroeconómica de la sociedad pueda garantizarse dentro de algunos límites socialmente aceptables. Esto significa que las posibles crisis y desequilibrios deben permanecer dentro de estos límites y no cuestionar las reglas y valores básicos del sistema económico. En consecuencia, en una economía basada en el mercado y guiada principalmente por la decisión privada, el sistema regulatorio no puede diseñarse para garantizar que ninguna institución y/o empresa individual falle nunca. Debería apuntar a proteger la integridad y supervivencia del sistema financiero y la economía en su conjunto cuando algunas instituciones y empresas individuales fracasen, es decir, garantizar que estas fallas no se

llevaran todo el sistema a su paso. Por lo tanto, la estabilidad financiera debe considerarse un bien público y evaluarse a nivel global, ya que no se detiene en las fronteras nacionales (Schoenmaker, 2013). La estabilidad monetaria y financiera está obviamente relacionada con la solidez de la organización del mercado financiero y con la consistencia de los mecanismos regulatorios vigentes que deberían enmarcar el comportamiento de los actores a través de restricciones e incentivos relevantes.

Algunas críticas del principio de precaución apuntan a las debilidades sistémicas que podrían generarse por su implementación a nivel global, especialmente cuando los temores irrazonables de daños futuros sean exagerados. Por ejemplo, Sunstein (2003: 1004) sostiene que el principio de precaución está paralizándolo: “Mi objetivo es desafiar el principio de precaución aquí, no porque conduzca en malas direcciones, sino porque, en mi opinión, no conduce a ninguna dirección. El principio amenaza con paralizar, prohibiendo la regulación, la inacción y todos los pasos intermedios”

Sin embargo, como Ju (2012: 15) señala: “Cuando se consideran las crisis económicas y financieras catastróficas ya ocurridas, los temores de la próxima crisis no pueden considerarse como poco razonables y especulativos. En este sentido, no parece irrazonable argumentar que se deba implementar el principio de precaución para evitar la próxima crisis ”.

En el mismo sentido, Crotty y Epstein (2009: 4) argumentan:

Respondiendo al argumento de que un principio de precaución financiera reducirá el ritmo de la "innovación financiera", perjudicando así la economía, mostramos que, en lugar de mejorar la eficiencia económica, la llamada "innovación financiera" está diseñada para evitar impuestos, evadir regulaciones financieras y redistribuir los ingresos de los propietarios o clientes a grupos dentro de la cadena de commodities financiera. Así pues, las

reducciones apropiadas en el ritmo de la "innovación financiera" de hecho mejorarán las operaciones de la economía, incluida la operación de regulaciones financieras.

Cuando se trata de hacer frente a las preocupaciones macroeconómicas, la autorregulación relacionada con los intereses de los actores individuales no es efectiva y no garantiza la estabilidad sistémica y el funcionamiento continuo de los mercados financieros. La regulación sistémica es un asunto más allá de decisiones y estrategias individuales descentralizadas. Tiene que estar relacionada con los objetivos de la sociedad y exigir mecanismos para toda la sociedad. Una regulación sistémica financiera relevante requiere una identificación precisa de la estabilidad financiera sistémica y su entorno (¿nacional, regional, internacional?) para permitir que los actores nacionales y las instituciones internacionales diseñen un marco consensual pero efectivo.

3.2. Del enfoque de bien público a la regulación financiera: una perspectiva sistémica

Una concepción armonizada de la estabilidad financiera y la regulación sistémica a nivel internacional debería incluir herramientas tanto orientadas a objetivos macroprudenciales. Allen (2014: 931-932) afirma que la estabilidad financiera debe significar que las instituciones financieras y los mercados faciliten la intermediación de capital, la gestión de riesgos y servicios de pago para apoyar el crecimiento económico sostenible sin causar daño a las personas que no están directamente involucradas en esas operaciones financieras. Dado que la estabilidad sistémica está más allá de la capacidad de autorregulación de los actores individuales, exige una organización pública capaz de resistir grandes shocks económicos que podrían amenazar la viabilidad del sistema.

El objetivo de dicha organización reguladora es evitar que la inestabilidad sistémica gane terreno a través de reglas apropiadas,

prohibiciones y limitaciones específicas en algunas actividades y una supervisión continua y efectiva. Y en el caso de turbulencias, el sistema regulatorio debería poder contener la evolución de las dificultades bajo control público para evitar que se transformen en pánico sistémico. Borio (2014: 13) distingue entre gestión de crisis y resolución de crisis:

En la gestión de crisis, el objetivo es evitar la implosión del sistema si se desata una crisis financiera; en la resolución de crisis, el objetivo es establecer las bases para una recuperación autosostenida. La prioridad en la gestión de crisis es asegurar la confianza (...) a través de las tasas de interés y ajustes más amplios en los balances del banco central (o "políticas de hoja de balance"), incluso proporcionando una amplia liquidez de fondos y dando apoyo a los mercados (Borio y Disyatat, 2010). Esta es una extensión natural del papel del prestamista tradicional de última instancia de los bancos centrales... La prioridad en la resolución de crisis, por el contrario, es reparar los balances de los sectores financieros y no financieros. En otras palabras, es abordar de frente el problema de la deuda y la mala calidad de los activos.

En pocas palabras, ¿qué podría sacarse de este debate para una posible regulación financiera relevante que sería una alternativa a los esquemas de autorregulación basados en el mercado? Un ángulo de análisis juicioso puede ser dado por el carácter público del dinero y las operaciones financieras relacionadas. Desde esta perspectiva, la estabilidad financiera puede ser (debe) considerarse como un bien público que debe producirse y gestionarse de acuerdo con reglas y restricciones diseñadas de forma colectiva e implementadas públicamente. Se requiere una regulación y supervisión adecuada de las actividades financieras a nivel global para un funcionamiento viable y sostenible de la economía global.

Un bien público puede, de hecho, definirse a través de algunas características básicas que lo distinguen de los bienes privados «normales»: es un bien sin rival y no excluible, de modo que su

uso por una parte no reduce su disponibilidad para otros y nadie puede evitarlo. Dado que el sistema financiero y su estabilidad pertenecen a la estructura básica de la economía, siguen siendo una infraestructura vital para la vida económica en la sociedad y son el núcleo de todas las decisiones y acciones económicas de los miembros de la comunidad. Sin embargo, sus características de todo el sistema impiden que los individuos privados puedan y estén preparados para proporcionar tal estabilidad a través de los procesos normales de arbitraje de rentabilidad basados en el análisis de costo-beneficio. Por lo tanto, si la producción de tales "instancias sociales" se deja a los esquemas de decisión privados, el resultado final solo puede ser un dispositivo microprudencial, incapaz de lidiar con problemas de estabilidad sistémica.

En relación con el sistema monetario de la economía, las operaciones financieras involucran a toda la sociedad dentro de la red de pagos, van más allá de los únicos individuos que están directamente afectados por esas operaciones privadas. Es decir, las operaciones financieras son transversales y comprometen, aunque sin consentimiento, a todos en su dinámica. Además, la estabilidad financiera no se puede considerar sólo a un nivel de seguridad micro como los esquemas de seguros individuales. Desde esta perspectiva, Shirakawa (2012: 2) señala que la crisis financiera de 2007-2008 puede interpretarse como la consecuencia del consumo excesivo de un bien público que es la estabilidad financiera internacional:

Las instituciones financieras dieron por sentado la estabilidad y asumieron riesgos excesivos. Esto exageró el impacto cuando se manifestaron los riesgos; los mercados no pudieron recuperar la estabilidad por sí mismos y tuvieron que esperar las intervenciones del sector público, incluida la provisión coordinada de liquidez por parte de los bancos centrales.

La naturaleza de bien público de la estabilidad financiera (y, posteriormente, las características particulares del dinero y el marco financiero relacionado de la economía) requiere la

implementación de la regla de prevención/precaución para lograr un marco regulatorio relevante. Este marco podría permitir que las unidades de decisión privadas, especialmente las sistémicas, como bancos e instituciones financieras, emprendan acciones sistemáticamente coherentes sin perjudicar las condiciones de viabilidad de la sociedad.

Además, desde una perspectiva neoclásica-neoinstitucional -Coasiana-, no es posible concebir, a través de una redefinición de algunos derechos de propiedad, que las externalidades que podrían surgir de actividades financieras privadas se internalizarían en los mecanismos del mercado y luego permitir que los mercados generen respuestas espontáneas ante la crisis financieras. De hecho, una vez que ocurre una crisis financiera sistémica, no existe un posible sistema de compensación que pueda ocultar o compensar las consecuencias negativas de las decisiones anteriores que generaron una crisis en toda la economía.⁴

Vale la pena señalar que en un mundo donde las economías domésticas están altamente interconectadas e interdependientes entre sí, la organización de la estabilidad financiera debe preverse y lograrse a nivel mundial-internacional como deberían ser las regulaciones ambientales. En este sentido la Conferencia Wingspread (1998) declaró la urgente necesidad de una renovación mundial de nuestros principios regulatorios:

Creemos que hay pruebas convincentes de que el daño a los seres humanos y al entorno mundial es de tal magnitud y seriedad que se necesitan nuevos principios para llevar a cabo actividades

⁴ También se podría pensar en las "meta-externalidades" que son los efectos secundarios de todo el sistema económico en su estructura física y social. Desde esta perspectiva, una vez financiarizada, la economía afecta fuertemente, como una estructura social específica, la vida de sus componentes. El proceso de mercantilización de la vida cotidiana por el proceso de financiarización podría pensarse desde esta perspectiva. Sin embargo, el alcance de este artículo se limita únicamente a las consecuencias de los mercados financieros liberalizados y de la autorregulación relacionada con la estabilidad sistémica. El tema de la mercantilización se estudia en otros documentos complementarios (Ülgen, 2016).

humanas. Si bien nos damos cuenta de que las actividades humanas pueden implicar peligros, las personas deben proceder con más cuidado de lo que ha sido el caso de la historia reciente. "Las corporaciones, entidades gubernamentales, organizaciones, comunidades, científicos y otras personas deben adoptar un enfoque de precaución para todos los esfuerzos humanos.

3.3. Un modelo sencillo de la regla de prevención/precaución

La regulación financiera y prevención de riesgos deben considerarse a nivel sistémico a través de mecanismos macroprudenciales. Es por eso que la regla de prevención/precaución parece ofrecer un buen proxy SIMIL para diseñar esquemas regulatorios alternativos. A la luz de los fundamentos del principio de precaución en la producción y conservación de bienes públicos y con el objetivo de reducir los daños a la sociedad relacionados con las actividades del mercado, se puede implementar un modelo regulatorio alternativo mediante algunos cambios radicales pero simples que abarcan todo el sistema.

En primer lugar, la regulación debe basarse en mecanismos y herramientas públicas, fuera del mercado, con el objetivo de garantizar la estabilidad sistémica más allá de la seguridad de algunos bancos individuales o instituciones financieras. Esta es la primacía de la macro regulación sobre la micro regulación o la primacía de la supervisión sistémica sobre la autorregulación de los actores privados.

Segundo, se necesita una acción reguladora preventiva cuando una actividad financiera podría tener un alto riesgo potencial que podría ser perjudicial para la estabilidad económica. Si no hay un consenso objetivo, las instituciones que emprenderían tales actividades deben proporcionar a los reguladores la prueba de su inocuidad. Aunque la prevención puede reducir la dinámica de innovación de los mercados, también fortalece el cinturón de seguridad en todo el sistema financiero para reducir el alcance de las actividades especulativas.

Tercero, una regulación estricta debe desarrollar un proceso de verificación continuo a través de mecanismos de supervisión imparciales (no relacionados con intereses privados). Por ejemplo, la información periódica, al menos, sobre las actividades de los principales creadores de mercado (las instituciones demasiado grandes para fracasar) por parte de reguladores públicos que podrían usar servicios de agencias de calificación privadas a nivel técnico pero bajo la supervisión de la autoridad pública, podría considerarse como una buena forma consensual de reducir la confusión generada por los procedimientos de autorregulación.

Para evitar confusiones en dicho proceso de verificación, los mecanismos de regulación deben garantizar una separación clara y controlable entre regulador y regulado. Esto debe apuntar a prevenir el conflicto de intereses entre los mecanismos y políticas de supervisión y regulación sistémica y los intereses privados de los actores del mercado. Por lo tanto, la actividad de calificación y la actividad de asesoría de las principales agencias de calificación deben estar separadas y aisladas unas de otras. Incluso si algunas actividades específicas, como la banca de inversión y el otorgamiento de crédito, podrían mantenerse juntas dentro de las instituciones bancarias, e incluso si las entidades financieras pudieran utilizar algunos modelos basados en calificaciones internas para auto supervisar la evolución de sus propias actividades de mercado, esta microevaluación privada no debe constituir el proceso de evaluación principal del proceso de evaluación macro sistémica por parte de la autoridad pública.

Conclusiones

Este artículo ha buscado argumentar que los sistemas financieros liberales no podían apoyar un desarrollo económico duradero y estable. Dadas las características monetarias de las economías capitalistas basadas en el mercado, las finanzas liberalizadas

generalmente terminan en crisis sistémicas que cuestionan la relevancia de los mecanismos reguladores amigables con el mercado. La estabilidad financiera muestra las características propias de un bien público y, por lo tanto, no parece ser compatible con los criterios microprudenciales privados basados en el mercado. Por lo tanto, la búsqueda de una organización alternativa a los mercados financieros y la regulación financiera señala hacia un cambio de perspectiva a favor de la implementación de la regla de prevención/precaución bajo el modelo del principio de precaución dentro del área de la regulación financiera.

De hecho, la era liberal financiera de las últimas décadas produjo resultados mixtos con una hoja de balance algo confusa. Aunque la libertad financiera puede dar lugar a numerosas innovaciones que lleven a empresas y consumidores a acceder a recursos financieros renovados, el crecimiento económico real no recibió la atención que debía merecer y la estabilidad sistémica no se tuvo en cuenta en el proceso de supervisión del mercado. Las altas tasas de rendimiento en los mercados financieros se consideraron un signo de eficiencia económica, mientras que el endeudamiento de sectores y grupos frágiles aumentó sin control. El marco regulatorio se basaba en la creencia (ideológica) de que, una vez liberalizados, los mercados financieros conducirían a un mayor crecimiento y producirían dispositivos efectivos de autorregulación que iban a garantizar la estabilidad macroeconómica mediante medidas de microseguridad.

Desafortunadamente, se reveló que esta era una quimera catastrófica que resultó en la peor crisis mundial (y duradera) de 2007-2008 que provocó una destrucción masiva de empleos, una desaceleración industrial generalizada y enormes déficits públicos sin asegurar la recuperación económica y social.

Janet Yellen (2013) señala los efectos devastadores de la crisis actual sobre el desempleo y las personas desempleadas, ya que el desempleo a largo plazo se convirtió en un fenómeno persistente,

especialmente para las personas más vulnerables sin una perspectiva real de recuperación a corto y mediano plazo. La situación es, todavía a fines de 2018, altamente preocupante no sólo como una catástrofe económica y social, sino también como una amenaza política internacional para la paz. Las fragilidades de todo tipo están creciendo en todo el mundo y los sistemas bancarios y financieros no parecen recuperarse (FMI, 2016) y no están bien preparados para soportar una nueva era de expansión productiva y redistributiva del capitalismo.

Este artículo argumentó que una respuesta relevante a esas dificultades podría provenir de la regla de prevención/precaución. Esta norma está tomada de la ley internacional, especialmente relacionada con preocupaciones ambientales. Parece adecuado establecer algunos paralelos, por ejemplo, entre la estabilidad financiera y la contaminación, que están relacionadas con actividades privadas que generan daños sociales y sistémicos irreversibles. La estabilidad financiera, hoy a nivel global, debe considerarse como un bien público que debe producirse, gestionarse y supervisarse mediante reglas y mecanismos macroprudenciales fuera del mercado que apuntan a la viabilidad de la sociedad y la mejora del bienestar sostenible.

Referencias

- Allen, H.J. (2014), “What Is “Financial Stability”? The Need for Some Common Language in International Financial Regulation”, *Georgetown Journal of International Law*, 45: 929-952.
- Allen, F. y K. Rogoff (2011), “Asset prices, financial stability and monetary policy”, in Sveriges Riksbank (ed.), *The Riksbank’s Inquiry into the Risks in the Swedish Housing Market*, Stockholm: Sveriges Riksbank: 189–217.
- Borio, C. (2014), “Monetary policy and financial stability: what role in prevention and recovery?” *BIS Working Papers* No 440, enero.

- Brunnermeier, M.K. (2009), “Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008”, *Journal of Economic Perspectives*, 23(1): 77-100.
- Cameron, L. (2006), “Environmental Risk Management in New Zealand – Is There Scope to Apply A More Generic Framework?” *New Zealand Treasury Policy Perspectives Paper 06/06*, Julio.
- Crotty, J. (2009), “Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the ‘new financial architecture’ ”, *Cambridge Journal of Economics*, 33, 563–580.
- Crotty, J. y Epstein, G. (2009), “A Financial Precautionary Principle: New Rules for Financial Product Safety”, *Wall Street Watch Working Paper No.1*, Julio.
- Dugger, W.M. (1988), “Radical Institutionalism: Basic Concepts”, *Review of Radical Political Economics*, Spring 20(1): 1-20.
- Hall, J., Dunlap, A. y Mitchell-Nelson, J. (2016), “Subreption, Radical Institutionalism, and Economic Evolution », *Panoeconomicus*, 63(4): 475-492.
- Hamilton, W.H. (1919), “The Institutional Approach to Economic Theory”, *American Economic Review*, 9(1), Papers and Proceedings: 309-318.
- Hodgson, G.M. (2009), “Institutional Economics into the Twenty-First Century”, *Studi e Note di Economia*, XIV(1): 03-26.
- International Monetary Fund (IMF) (2016), *Global Financial Stability Report. Fostering Stability in a Low-Growth, Low-Rate Era*, World Economic and Financial Surveys, Octubre 2016.
- Ju, J. (2012), “Getting Global Financial Stability Through Precautionary Principle”, *Society of International Economic Law Third Biennial Global Conference Online Proceedings Working Paper No. 2012/10*, julio 12-14, Universidad National de Singapore.
- Kuntz-Duriseti, K. (2004), “Evaluating the economic value of the precautionary principle: using cost benefit analysis to place a value on precaution”, *Environmental Science & Policy*, 7: 291–301.
- Malliaris, A.G. (2012), “Asset price bubbles and central bank policies: the crash of the ‘Jackson Hole Consensus’”, en D.D. Evanoff, G.G. Kaufman y A.G. Malliaris (eds), *New Perspectives on Asset Price Bubbles: Theories, Evidence, and Policy*, Oxford: Oxford University Press: 407–31.
- Mitchell, W.C. (1937[1950]), *The Backward Art of Spending Money and Other Essays*. Nueva York: A.M. Kelley.

- Peterson, W.C. (1977), “Institutionalism, Keynes and the Real World”, *Journal of Economic Issues*, 11: 201-221.
- Sachs, N.M. (2011), “Rescuing the Strong Precautionary Principle from its Critics”, *University of Illinois Law Review*, 4: 1285-1338.
- Schinasi, G.J. (2004), “Defining Financial Stability”, IMF Working Paper WP/04/187, Octubre.
- Schoenmaker, D. (2013), “An Integrated Financial Framework for the Banking Union: Don’t Forget Macro-Prudential Supervision”, *Economic Papers* 495, Abril 2013, European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs.
- Shirakawa, M. (2012), “International Financial Stability as a Public Good”, Keynote Address at a High-Level Seminar Co-Hosted by the Bank of Japan and the International Monetary Fund (IMF) in Tokyo, Octubre 14, 2012
- Sunstein, C.R. (2003), “Beyond the Precautionary Principle”, *University of Pennsylvania Law Review*, 151: 1003-1058.
- Taleb, N.N, Read, R., Douady, R., Norman, J. y Bar-Yam, Y. (2014), “The Precautionary Principle (with Application to the Genetic Modification of Organisms)”, Extreme Risk Initiative-NYU School of Engineering Working Paper Series, Septiembre 4, 2014.
- Ülgen, F. (2013), “Coordination in economy. An essay on money”, in F. Ülgen (Ed.), *New contributions to monetary analysis: The foundations of an alternative economic paradigm*, Routledge, Londres: 172-187.
- Ülgen, F. (2014a), “How to Guide the Economy in a Socially Desirable Direction? Lessons from the 2007 Financial Turmoil”, *Journal of Economic Issues*, 48(2): 575–584.
- Ülgen, F. (2014b), “Schumpeterian economic development and financial innovations: a conflicting evolution”, *Journal of Institutional Economics*, 10(2): 257–277.
- Ülgen, F. (2016), “Decommodifying financial regulation: In search of societal coherence”, EAEPE 28th Annual Conference: *Industrialisation, socio-economic transformation and Institutions*, 3-5 November, Manchester, UK.
- Ülgen, F. (2018), “Collective Action and the Institutionalist Approach to Financial Regulation”, *Journal of Economic Issues*, 52(2): 541-549

- Veblen, T. (1919), *The Vested Interests and the State of the Industrial Art*, Nueva York: B.W. Huebsch.
- Whalen, C.J. (2008), “Post-Keynesian institutionalism and the anxious society”, en S.S. Batie and N. Mercurio (eds.) *Alternative Institutional Structures. Evolution and impact*, Routledge, Abingdon, UK: 273-299.
- Wilber, C.K. y Jameson, K.P. (1983), *An Inquiry into the Poverty of Economics*, Notre Dame, Indiana: University of Notre Dame Press.
- Wingspread Conference (1998), Wingspread Conference on the Precautionary Principle, Science & Environmental Health Network, Enero 26, 1998, en:
<http://www.sehn.org/web2printer4.php?img=0&lnk=0&page=wing.html>
- Yellen, J.L. (2013), “A Painfully Slow Recovery for America’s Workers: Causes, Implications, and the Federal Reserve’s Response”, Remarks by Vice Chair, Board of Governors of the Federal Reserve System: “A Trans-Atlantic Agenda for Shared Prosperity”, A Conference Sponsored by the AFL-CIO, Friedrich Ebert Stiftung, and the IMK Macroeconomic Policy Institute, Washington, D.C. Febrero 11.

Recibido 18 de agosto de 2018

Aceptado 28 de agosto de 2018