

# Finanzas desreguladas, financiamiento y desarrollo

un balance crítico

Monika Meireles

Claudia Maya

Coordinadoras





FINANZAS DESREGULADAS, FINANCIAMIENTO  
Y DESARROLLO: UN BALANCE CRÍTICO



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

Dr. Enrique Graue Wiechers

*Rector*

Dr. Leonardo Lomelí Vanegas

*Secretario General*

Dr. Luis Agustín Álvarez Icaza Longoria

*Secretario Administrativo*

Dra. Guadalupe Valencia García

*Coordinadora de Humanidades*



INSTITUTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

Dr. Armando Sánchez Vargas

*Director*

Dra. Isalia Nava Bolaños

*Secretaria Académica*

Ing. Patricia Llanas Oliva

*Secretaria Técnica*

Mtra. Graciela Reynoso Rivas

*Jefa del Departamento de Ediciones*

# FINANZAS DESREGULADAS, FINANCIAMIENTO Y DESARROLLO: UN BALANCE CRÍTICO

Monika Meireles  
Claudia Maya  
*(Coordinadoras)*



Primera edición digital en pdf, abril 2021.

D.R. © UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO  
Ciudad Universitaria, Coyoacán,  
04510, Ciudad de México.  
INSTITUTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS  
Circuito Mario de la Cueva s/n,  
Ciudad de la Investigación en Humanidades,  
04510, Ciudad de México.

ISBN: en trámite

PAPIIT IA301018: “Crédito, dinámica bancaria y mercados financieros emergentes: financiarización y desarrollo en el siglo XXI”.

Diseño de portada: Victoria Jiménez.  
Cuidado de la edición: Hélida De Sales Y.

Prohibida la reproducción total o parcial por cualquier medio sin la autorización escrita del titular de los derechos patrimoniales.

Hecho en México.

## ÍNDICE

PRÓLOGO	9
INTRODUCCIÓN	13
<b>I. FINANZAS, DESARROLLO Y CRISIS: DEBATE TEÓRICO HETERODOXO</b>	
1. MONEDA, CRÉDITO Y DESARROLLO: REFLEXIONES SCHUMPETERIANAS <i>Monika Meireles y Claudia Maya</i>	25
2. FINANCIARIZACIÓN O PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA. ¿DOS CARAS DE LA MISMA MONEDA DEL FINANCIAMIENTO PARA EL DESARROLLO? <i>Camilo Andrés Guevara y Diego Alejandro Guevara</i>	43
3. CRÉDITO, SISTEMA FINANCIERO Y CRISIS: DEBATES EN EL MARXISMO ACTUAL <i>Ilich Emiliano Castellanos</i>	71
4. LA TEORÍA MONETARIA DE LA FRAGILIDAD FINANCIERA: ACERCAMIENTO A LAS PERSPECTIVAS DEL NUEVO CONSENSO MACROECONÓMICO Y POSTKEYNESIANA <i>Ismael Valverde-Ambriz</i>	97

## II. IMPLICACIONES REGIONALES DE LA INESTABILIDAD FINANCIERA

5. POSCRISIS EN AMÉRICA LATINA. EFECTOS DE LA  
GLOBALIZACIÓN Y CONDICIONES ESTRUCTURALES 131  
*Marcia Luz Solorza Luna*
6. TIPO DE CAMBIO, FINANCIARIZACIÓN Y NUEVO DESARROLLISMO:  
LAS RESISTENCIAS ECONÓMICAS Y POLÍTICAS AL TIPO DE CAMBIO  
INDUSTRIAL DE EQUILIBRIO 155  
*Daniel Alberto Pérez Ruiz*
7. CHINA Y AMÉRICA LATINA: ENTRE LA INESTABILIDAD  
FINANCIERA Y LA VOLATILIDAD 173  
*Alicia Girón*
8. CAPITALISMO FINANCIERO REGIONAL:  
LA SOCIEDAD PROPIETARIA Y EL ESTADO DEPREDADOR  
EN MÉXICO Y ESTADOS UNIDOS 193  
*Karol Gil Vásquez*

## III. TENDENCIAS Y FUTURO DE LAS FINANZAS: MONEDAS DIGITALES Y CRIPTOACTIVOS

9. ¿QUÉ PODEMOS APRENDER DE LAS MONEDAS DIGITALES?:  
LECCIONES DE BITCOIN 229  
*Carlos Castro Álvarez*
10. CRIPTOACTIVOS COMO SISTEMAS DE PAGOS INTERBANCARIOS 253  
*Andrés Arauz G.*
- SOBRE LOS AUTORES 275

## PRÓLOGO

*Antonio Mendoza Hernández\**

*Finanzas desreguladas, financiamiento y desarrollo: un balance crítico* es una obra que reúne varios aciertos al tiempo que nos ofrece pistas para entender mejor las causas más profundas que explican la tendencia de estancamiento económico de las economías emergentes inaugurada en el contexto poscrisis de 2007-2008, entre las que se identifica la reestructuración de la banca y de la dinámica crediticia a partir de la redefinición de la globalización financiera.

Uno de los aciertos es el rescate de la vida colegiada en el trabajo colaborativo de discusión académica mediante la presentación colectiva de avances de investigación de los participantes acerca de temas en común que están relacionados con la reconfiguración de la banca bajo el marco de las finanzas desreguladas, las características de la financiarización y sus múltiples efectos en los mercados financieros regionales, así como las implicaciones de esos cambios para las posibilidades de desarrollo de los países emergentes. Además de que contribuye a la actualización y ampliación de la discusión académica latinoamericana acerca de las alternativas de desarrollo mediante la incorporación de elementos esenciales, lo hace en clave heterodoxa al destacar las nuevas tendencias en las operaciones cotidianas de la banca en la época de las finanzas desreguladas ante la impronta de un régimen de acumulación financiarizado.

\* Departamento de Economía. Universidad Autónoma Metropolitana-Iztapalapa.

En su pregunta de investigación se encuentra otro acierto: establecer que dichos fenómenos solo pueden analizarse y comprenderse si en el centro del análisis económico colocamos la naturaleza de las finanzas, el crédito y el papel activo del Estado en la creación de políticas anticíclicas que promuevan el crecimiento y desarrollo, y limiten el poder y avance de la financiarización.

Las temáticas de la obra son una invitación a que estudiantes en formación universitaria de economía y finanzas e investigadores que comparten dichas preocupaciones analíticas encuentren elementos para comprender y profundizar en el comportamiento de las finanzas desreguladas en los flujos de capitales de mercados emergentes; la forma en que operan tanto los megabancos internacionales como la banca nacional que participan de la organización de los sistemas financieros de los países del Sur; y la manera cómo se ha dado el proceso de modernización de las operaciones bancarias y los servicios que la banca presta gracias a la innovación tecnológica aplicada al sector financiero.

Destaca el equilibrio que alcanza la obra entre el debate teórico heterodoxo, las implicaciones regionales y las tendencias y el futuro de las finanzas. Un acierto más del conjunto de investigación que integra la obra es que nos brinda una reflexión teórica heterodoxa en torno a la doble naturaleza de las finanzas en el modo de producción capitalista: el crédito como fuente de financiamiento de la expansión de la capacidad productiva y, simultáneamente, la expansión desregulada que ofrece el incremento exponencial de los niveles de endeudamiento que alimentan la fragilidad sistémica y conllevan a sucesivas crisis. Se trata de la endogeneidad del dinero: el capitalismo como un sistema de producción monetaria.

Los invito a que disfruten de los textos que integran la presente obra y a que juntos descifremos los cambios centrales en la estructura económica de los principales países

emergentes a finales del siglo XX e inicios del XXI con el análisis sobre la banca en un contexto de finanzas desreguladas y del aumento de los procesos de financiarización experimentados durante el siglo pasado.



## INTRODUCCIÓN

La crisis financiera de 2007-2008 puso al descubierto la complejidad del sistema financiero global totalmente desregulado e interconectado y funcional para las grandes instituciones financieras que se expandieron y realizaron un sinnúmero de inversiones, operaciones e innovaciones, bajo la creencia en los mercados autorregulados, la continua prosperidad de la economía y el creciente valor accionario del mercado. Pero, como ya lo anunciaba John Maynard Keynes –y después Hyman Minsky–, toda economía capitalista monetaria incurre en ciclos de crédito y crisis económicas, determinados de gran manera por el comportamiento de los mercados financieros y las prácticas especulativas de sus agentes participantes.

La compleja estructura financiera global actual emergió de los continuos procesos de desregulación de los sistemas financieros locales, regionales y nacionales hasta la completa integración mundial vía globalización y expansión continua de la financiarización. El apoyo de los gobiernos a la acelerada apertura económica y de la cuenta de capital colocó a las naciones en desarrollo en una total dependencia de sus exportaciones y entrada de capital, anteponiendo la estabilidad macroeconómica al crecimiento y desarrollo, y la política monetaria a la política fiscal. La financiarización avanza, se transforma e inhibe el logro de las metas de desarrollo de cualquier país o acuerdo internacional, tal como las metas de la Agenda 2030.

La quiebra de la institución más emblemática del capitalismo financiero estadounidense, Lehman Brothers, cumple más de 10 años y las prácticas que lo llevaron a su extinción

persisten y con mayor intensidad. Aunque se ha hablado del ocaso de la globalización, los mercados financieros apuntan a una *hiperglobalización*, según lo menciona la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), respaldados por políticas de austeridad impuestas en todo el mundo, que llevan a la población global al desmantelamiento de los servicios básicos del bienestar; ante las crisis sanitarias, financieras o de productividad, se desmoronan los fundamentos que sostienen al capitalismo actual.

Las profundas contradicciones del capitalismo financiero quedaron al descubierto con la Gran Crisis de 2007-2008, principalmente la inconsistencia de la enorme generación de riqueza financiera y las monumentales complejidades de economías con lento crecimiento económico, elevado desempleo y escandalosa desigualdad. De esta manera, las crisis financieras, el estancamiento económico, la competencia por una mayor rentabilidad, las decisiones de inversión y los altos niveles de desempleo y de desigualdad solo pueden analizarse y comprenderse si en el centro del análisis económico colocamos la naturaleza de las finanzas, el crédito y el papel activo del Estado en la creación de políticas anticíclicas que promuevan el crecimiento y desarrollo, y limiten el poder y avance de la financiarización rapaz.

Gran parte de esas preocupaciones están plasmadas en los trabajos del libro que el lector tiene en sus manos. El mismo es el resultado final de los trabajos que se presentaron primero en el I Encuentro Norte-Sur Global CISAN-IIIEC, titulado “Finanzas desreguladas, financiamiento y desarrollo: un balance crítico”, que tuvo lugar en la Universidad Nacional Autónoma de México los días 28 y 29 de agosto de 2018. Su publicación solo ha sido posible gracias al generoso auspicio de la Dirección General de Asuntos del Personal Académico (DGAPA), por medio del Proyecto de Investigación e Innovación Tecnológica “Crédito, dinámica bancaria y mercados financieros emergentes: financiarización y desarrollo en el siglo XXI”

(PAPIIT IA301018) y el valioso apoyo del equipo editorial del Instituto de Investigaciones Económicas.

Vale mencionar que el I Encuentro Norte-Sur Global, organizado por iniciativa interinstitucional entre el CISAN y el IIEC, buscó, sobre todo, estimular la discusión entre especialistas de la red de trabajo académico en constitución originarios de universidades latinoamericanas y de otras latitudes. El objetivo central del evento, que se reitera en el presente libro, fue la presentación de los avances de las investigaciones de los participantes acerca de temas relacionados con la reconfiguración de la banca bajo el marco de las finanzas desreguladas, las características de la financiarización y sus múltiples efectos en los mercados financieros regionales, y las implicaciones de esos cambios para las posibilidades de desarrollo de los países emergentes. Tras las discusiones llevadas a cabo en el encuentro, los autores de los capítulos aquí compilados tuvieron la oportunidad de reescribir sus aportaciones para darle forma final a los textos que a continuación se presentan.

Con este proyecto se planteó ahondar en la construcción de una perspectiva que, mediante una agenda colectiva de trabajo, fusionara de forma selectiva algunos elementos de la discusión poskeynesiana, schumpeteriana y marxista sobre el papel del crédito con la discusión latinoamericana del desarrollo. Entendemos que solo así es posible acercarse más al entendimiento de la dinámica del sector bancario contemporáneo y las características esenciales de mercados financieros emergentes. De este modo, un rasgo común a todos los capítulos es el esfuerzo por encontrar el camino a una teorización propia. O sea, no se trató de la mera utilización de la discusión realizada en otros centros universitarios para la aplicación de sus conceptos-clave, sin mayores mediaciones, para el caso de las economías periféricas. Más bien se propuso reflexionar de forma autónoma —lo que no significa sin diálogo con las corrientes consolidadas del pensamiento económico heterodoxo de los países del centro— sobre el proceso de reestructuración

reciente del sector financiero en esos países y discutir cómo se ha potenciado en años recientes la inestabilidad financiera en esas regiones, la que ha contribuido enormemente a que se asistiera a episodios de crisis recurrentes y a la tendencia al estancamiento económico que hoy se observa.

Entre las temáticas que imperaron en los múltiples momentos de debate del encuentro podemos enlistar algunas como: a) el comportamiento de las finanzas desreguladas en los flujos de capitales de mercados emergentes; b) la forma de operar tanto de los megabancos internacionales como de la banca nacional que participan de la organización de los sistemas financieros de los países del sur; c) cómo se ha dado el proceso de modernización de las operaciones bancarias y cuáles son los servicios que la banca presta gracias a la innovación tecnológica aplicada al sector financiero; d) de qué manera se da la constante innovación financiera, vista en la banca mundial y que en el día a día de los bancos de las economías periféricas contribuye al aumento de la fragilidad financiera; y e) el papel del sector bancario y del crédito en la construcción de estrategias alternativas de desarrollo, pero también como fuente de continua preocupación, dada su alta inestabilidad, para la sostenibilidad del crecimiento económico de los países periféricos.

Para abarcar las temáticas mencionadas de modo más rico, planteamos al inicio del proyecto trabajar desde distintos ejes, varios enfoques heterodoxos y una amplia gama de perspectivas traídas por la trayectoria intelectual *sui generis* de cada uno de los participantes, a fin de cumplir con el objetivo de entender mejor las causas más profundas que explican la tendencia de estancamiento económico de las economías emergentes inaugurada en el contexto poscrisis de 2007-2008, identificando entre ellas la reestructuración de la banca y de la dinámica crediticia a partir de la redefinición de la globalización financiera.

Ante esos fenómenos, los autores de los capítulos privilegiaron un enfoque de clara influencia heterodoxa. Así, mediante la reflexión que articuló el entendimiento teórico del comportamiento de los grandes bancos, con el análisis empírico de la dinámica crediticia y el margen de maniobra en términos de financiamiento a la actividad productiva y del espacio de conducción de la política monetaria, se buscó contribuir a la tarea de repensar los límites y potencialidades de las actuales estrategias de desarrollo que los países emergentes tienen. En una palabra, se anheló contribuir a la actualización y ampliación de la discusión académica latinoamericana acerca de las alternativas de desarrollo, incorporando elementos esenciales del sistemático estudio del papel del crédito, en clave heterodoxa, y sobre las nuevas tendencias en las operaciones cotidianas de la banca en el marco de la época de las finanzas desreguladas ante la impronta de un régimen de acumulación financiarizado.

Para organizar mejor la discusión, el presente libro se divide en tres partes. La primera, titulada “Finanzas, desarrollo y crisis: debate teórico heterodoxo”, busca agrupar una amplia y rica reflexión desde la teoría heterodoxa en torno a la doble naturaleza de las finanzas en el modo de producción capitalista: el crédito como combustible fundamental del financiamiento de la expansión de la capacidad productiva y, simultáneamente, la expansión desregulada de innúmeros productos financieros, con incremento exponencial de los niveles de endeudamiento que alimentan la fragilidad sistémica y conllevan a sucesivas crisis.

Monika Meireles y Claudia Maya, en el capítulo que inaugura esta primera parte, abordan una reflexión teórica a partir de los postulados *schumpeterianos* acerca del papel de la moneda, el crédito y el desarrollo en un contexto de inestabilidad financiera. Así, los postulados que se analizan en este capítulo fusionan elementos de la tradición del pensamiento económico-social latinoamericano sobre el (sub)

desarrollo y la dependencia con aportaciones oriundas de la discusión monetaria moderna llevada a cabo por autores heterodoxos con inspiración en la obra de Schumpeter.

El segundo capítulo, de autoría de Camilo y Diego Guevara, da continuidad al análisis teórico de esta investigación. Los esfuerzos se centran en analizar un marco cognitivo y conceptual que sirva para pensar el financiamiento del desarrollo. Para tal efecto, los autores proponen contrastar los dos elementos teóricos más usados para abordar esta problemática: la *financiarización* y la *profundización financiera*.

El capítulo tres, escrito por Ilich Castellanos, se enfoca en la actualización del debate teórico marxista respecto del papel fundamental del crédito y las finanzas en el desenvolvimiento de las crisis económicas. A lo largo de este capítulo, el análisis de este debate se concentra en dos interpretaciones, cuya diferencia radica en la naturaleza que cada enfoque brinda a la crisis: el *marxismo-poskeynesiano* y el *marxismo clásico*.

La discusión continúa en el capítulo cuarto de Ismael Valverde, con la teoría de la fragilidad financiera en la presentación comentada de los preceptos del Nuevo Consenso Macroeconómico (NCM) *vis-a-vis* la lectura poskeynesiana. El autor inicia discutiendo el NCM y plantea que una creación “excesiva” de dinero sería la principal fuente de la inflación; por lo tanto, mantener la estabilidad del valor de la moneda debe ser el principal objetivo de las autoridades monetarias, de acuerdo con esta corriente. Los aspectos financieros que esta corriente toma en cuenta pueden resumirse en: a) estabilidad de precios y estabilidad financiera, donde el nivel general de precios bajo control garantizaría la robustez financiera; y b) el papel del precio de los activos y la banca, debatiendo el argumento de si la instrumentación de los blancos de inflación mejoraría o no el precio de los activos dependiendo del tipo de la función de reacción del banco central. Por su parte, la perspectiva poskeynesiana no da tanta relevancia a las asimetrías de información, sino que se concentra en analizar

que los orígenes de las crisis financieras deben encontrarse en el funcionamiento interno del sistema capitalista y en la liquidez de las posiciones financieras de los actores económicos. Para esa escuela, el banco central puede, por medio de su política monetaria, complementar la política de pleno empleo y la política de ingresos del gobierno federal para promover la estabilidad financiera.

En la segunda parte de este libro, “Implicaciones regionales de la inestabilidad financiera”, se busca aterrizar el debate teórico del primer apartado para el caso de las economías emergentes. Así, en el capítulo quinto, Marcia Solorza explica el efecto poscrisis que se vive en América Latina, el cual ha sido distinto para muchos países de la región. El grado de diferenciación del impacto de la crisis entre esos países puede leerse por las diversas formas en las que la *financiarización subordinada* ha moldeado cambios estructurales diferentes, sobre todo en lo que respecta a la interacción de sus economías domésticas con las finanzas globales. En ese contexto, hay un *doble circuito monetario*, de carácter depredador, en el cual el reflujo de ganancias al extranjero hace que la economía doméstica sea crecientemente el eslabón más débil de la cadena de empresas transnacionales que extraen sus ganancias en las operaciones que realizan en el país huésped. En síntesis, la autora menciona que entre las consecuencias de la financiarización subordinada de América Latina podemos enlistar el endeudamiento de la población y el comportamiento rentista de los empresarios locales.

Por su parte, en el sexto capítulo, Daniel Pérez explora las dificultades económicas y políticas para la implementación del tipo de cambio industrial de equilibrio en economías en desarrollo como parte de una estrategia nueva desarrollista, cuyo enfoque teórico lo ubica en el marco del poskeynesianismo. Para esta estrategia, el autor propone una intervención estatal muy activa que se dedique a neutralizar la tendencia a la

sobrevaluación del tipo de cambio, a fin de que permita impulsar el crecimiento de una combinación de exportaciones manufactureras que incrementen sistemáticamente los niveles del producto y el empleo en los países en desarrollo.

La inestabilidad financiera y la volatilidad de los indicadores financieros en países emergentes como China y las economías más importantes de América Latina (Argentina, Brasil y México) son los ejes que guían el séptimo capítulo, de Alicia Girón, en el cual se analizan las principales dificultades macroeconómicas enfrentadas por estas economías. Para el caso de China, la autora encuentra que el proyecto de desarrollo intercontinental conocido como Belt Road Initiative se enfrenta a un grave y creciente endeudamiento, además de señalar un quiebre en las cadenas productivas internacionales como producto de la guerra comercial entre este país y Estados Unidos. Con respecto a las economías de América Latina, las dificultades radican en la volatilidad de sus tipos de cambio y la constante amenaza del creciente servicio de la deuda externa como trampa para su desarrollo económico, político y social.

En el capítulo ocho, Karol Gil argumenta que la expansión del *capitalismo financiero* alrededor del mundo no debe ser vista como un proceso único de las economías del Norte global. Con todo y la existencia de relaciones de dominación a nivel internacional, las instituciones que han promovido la liberalización del sistema financiero en las economías latinoamericanas no son solo las conocidas instituciones internacionales que tienen su sede en Washington. En este capítulo, la autora analiza el papel de la *sociedad propietaria* y el *Estado depredador* como estrategias institucionales que si bien nacieron en Estados Unidos, tuvieron un papel fundamental en la creación de un campo fértil que permitió la liberación comercial y las políticas de “estabilidad macroeconómica” en México, elementos fundamentales para el establecimiento del capitalismo conducido por las finanzas en toda la región.

En la tercera parte del libro: “Tendencias y futuro de las finanzas: monedas digitales y criptoactivos”, se integraron los trabajos que giran en torno al papel de las monedas digitales y los nuevos actores económicos en la actual reconfiguración financiera. Desde una perspectiva original, Carlos Castro nos ofrece, en el capítulo nueve, un análisis del auge que las criptomonedas han tenido, buscando esclarecer el tema de las monedas digitales y destacando la “madre” de las criptomonedas: bitcoin. El autor estudia la moneda digital poniendo de relieve la importancia de que esa reflexión se dé a partir de la revisión de la teoría monetaria y reseña la aportación de la escuela austriaca, sobre todo los supuestos desarrollados por Friedrich Hayek. Otro autor brevemente reseñado es Carl Menger, el cual incorpora la teoría evolutiva del dinero que mapea la ruta del constante cambio a lo largo de la historia: del uso de una mercancía como equivalente al establecimiento de monedas en oro, a la aparición del papel moneda, el dinero fiduciario y, en lo que a nosotros respecta, las criptomonedas. En este sentido, la interpretación del proceso evolutivo llevaría a una nueva concepción del dinero en la era digital. Vale mencionar que más allá de nuestros prejuicios en contra de lo que se popularizó como “escuela austriaca”, dada la novedad temática y el enfoque del autor en la discusión desarrollada en el capítulo, su texto es enriquecedor y provocativo, justo en la medida, para estimular el debate ya existente con las interpretaciones heterodoxas sobre bitcoin.

El libro culmina con un aporte acerca de los criptoactivos en el capítulo escrito por Andrés Arauz. En su texto, el autor propone una revisión de los tipos de criptoactivos que los megabancos trasnacionales han elegido como reservas o bien para la liquidación de pagos interbancarios o como instrumentos con los que se realizan las transacciones transfronterizas de bajo valor, como las remesas de los trabajadores migrantes. Además, su lectura se construye a partir de un examen de la dinámica de creación de dinero, donde se evalúa la posibilidad

de que estos instrumentos se conviertan en el sistema internacional de pago predominante.

Finalmente, retomando lo dicho al principio, gran parte de los trabajos giran alrededor de los sensibles cambios observados en el paisaje financiero tras la crisis financiera de 2007-2008, pero en el último momento antes de entregar este manuscrito, otro evento mayúsculo acababa de acometer a la economía mundial: la pandemia de la covid-19. No tenemos ningún parangón de un evento de esta naturaleza y magnitud que haya afectado el funcionamiento del capitalismo en su etapa de ápice de globalización comercial y financiera, lo que nos deja en un escenario de profunda incertidumbre acerca de la extensión de sus efectos económicos negativos. Infelizmente, los trabajos aquí reunidos no pueden ser reescritos para incorporar este suceso, pues esto no solo implicaría ajustes sencillos o la simple “actualización” de los textos, sino completa. No esquivamos esta tarea, pero la dejamos para un futuro cercano.

Como última adenda, no podemos terminar esa introducción general sin agradecer a todos aquellos que nos han apoyado incansablemente para que existiera. Una vez más, se agradecen los recursos financieros otorgados por PAPIIT IA301018. Nuestra más sincera gratitud también a la profesional y cariñosa labor del equipo de ediciones del Instituto de Investigaciones Económicas. Un agradecimiento especial a los estudiantes y becarios, quienes con su dedicación y entusiasmo nutren de alegría la investigación académica, en especial a Alejandra Beltrán, Carlos Chablé y Celso González. Nuestra deuda con Daniela Bernal e Itzel Dueñas es impagable, sin ellas no hay la menor duda que no habría libro.

I. FINANZAS, DESARROLLO Y CRISIS:  
DEBATE TEÓRICO HETERODOXO



## 1. MONEDA, CRÉDITO Y DESARROLLO: REFLEXIONES SCHUMPETERIANAS\*

*Monika Meireles y Claudia Maya*

“[...] evolution is a disturbance of existing structures and more like a series of explosions than a gentle, though incessant, transformation”.  
Joseph. A. Scumpeter, *Business Cycle*, 1939.

“Where the road is dark and the seed is sowed”.  
*Further On Up the Road*, en la voz de Johnny Cash.

### INTRODUCCIÓN

Cada vez queda más claro que la crisis financiera de 2007-2008, lejos de haber sido categóricamente superada –como todavía hay quienes lo afirman sin sonrojarse–, se muestra con contornos constantemente novedosos y desdoblamientos hasta ahora impensados. De manera muy concreta, se avencinan para las economías latinoamericanas tiempos aciagos en los que la disminución del ritmo de inversiones productivas, que ya venían por el piso, se suma al bajo o nulo crecimiento económico y se enmarca en el contexto de continua inestabilidad financiera. Por detrás de esas tendencias poco halagadoras para el desarrollo de las economías latinoamericanas se encuentra la convergencia de una serie de elementos de

\* Las autoras quieren agradecer al Proyecto de Investigación e Innovación Tecnológica (PAPIIT) “Crédito, dinámica bancaria y mercados financieros emergentes: financiarización y desarrollo en el siglo XXI”, PAPIIT IA301018, financiado por la DGAPA-UNAM.

carácter político y económico que, articulados, son responsables del cuadro algo desalentador en el que estamos sumergidos. Entre esos elementos podemos enlistar:

- a) La reversión del ciclo de auge de los precios de los *commodities* y su respectivo impacto en el erario, inaugurado en 2003; esa alza de precios de los bienes primarios ayudó desde entonces hasta 2014 a bombear aire a las exportaciones, inflar temporalmente el crecimiento económico de la región y, en consecuencia, elevar la recaudación tributaria y financiar parte del gasto público.
- b) Los recientes cambios en la estrategia de desarrollo de China, que de manera gradual prioriza sus variables domésticas, como la inversión y el consumo internos, como motor de su crecimiento económico y desplaza relativamente la importancia de sus exportaciones, hecho que afecta en especial el desempeño del comercio exterior de los países del Cono Sur de nuestra región [Cepal, 2015].
- c) El anuncio por parte de la Reserva Federal (Fed, por sus siglas en inglés) de que las tasas de interés básicas subirán en un futuro cercano dado que la economía de Estados Unidos va mostrando señales de lenta recuperación.<sup>1</sup>
- d) El aumento de las tensiones sociales de orden interno, que sumó innúmeros intentos de desestabilización de los gobiernos progresistas o socialdemócratas por parte de las fuerzas conservadoras, que al final acabaron por reconfigurar el paisaje político del Cono Sur en los últimos años.

<sup>1</sup> De modo más específico, el llamado *tapering* fue anunciado por Ben Bernanke el 22 de mayo de 2013 y versa sobre la reducción gradual de las compras récord de bonos que la Fed realizó como parte de la política monetaria expansiva (*quantitative easing*) inmediatamente después de la crisis.

Una vez hecha esa rápida descripción de algunos de los obstáculos al desarrollo latinoamericano que se exacerban en el contexto de persistencia de los efectos de la crisis a guisa de justificativa, vale mencionar que aquí no se encarna una perspectiva pesimista a ultranza. Más bien vamos afinados con los versos del epígrafe, en el que, en una traducción libre, podemos darnos cuenta de que “la carretera es oscura, pero hay una semilla plantada”, lo que simboliza un optimismo tímido y moderadamente calibrado que alimenta la esperanza de que tiempos mejores vendrán. Además, queremos argumentar que el primer paso recomendable para abordar esa compleja realidad –después de espantar el “pesimismo inmovilizador”– es hincar teóricamente nuestra reflexión en la enseñanza dejada por autores clásicos de la heterodoxia del pensamiento económico.

Un sustrato común que comparten las múltiples corrientes que componen la heterodoxia económica es su entendimiento de que hay una membrana fluida como “frontera” entre los llamados lados “real” y “monetario” de la economía. Si la separación entre los hipotéticos dos “lados” de la actividad económica se hace por facilidad analítica, en términos de adherencia a la realidad los flujos de ambos circuitos se conectan de modo inexorable por distintos canales. El principal eslabón que los amarra es la inversión productiva, más precisamente si se piensa en términos de las condiciones de acceso al crédito y de financiamiento con las cuales cuenta el empresario para tomar sus decisiones sobre las formas, sectores y niveles de inversión presente y futura.<sup>2</sup> Entender la crisis y sus desdoblamientos bajo la inspiración de ese enfoque es sustancialmente más interesante que las alternativas encontradas sobre la mesa. Así, este trabajo busca, de manera muy sucinta, presentar cómo se abordó el tema de la moneda, el

<sup>2</sup> Para una reflexión más detenida del papel del crédito en la acumulación capitalista por medio de los lentes de autores heterodoxos, véase Maya [2017].

crédito, la acumulación del capital y el desarrollo en la obra de Schumpeter.<sup>3</sup>

Vale la acotación de que aquí, lejos de adentrarnos en la monumental tarea de tratar todos esos temas a profundidad, nos dedicamos a un objetivo mucho menos ambicioso: estudiar parte de las aportaciones del análisis schumpeteriano y con eso avanzar en el trabajo de perfilar un instrumental analítico más adecuado para el diagnóstico del funcionamiento del capitalismo contemporáneo, sus inherentes contradicciones y un más minucioso análisis acerca de las orígenes de las crisis que tan a menudo se producen en ese modo de producción y su forma de operar en la periferia del sistema. De forma aún más estrecha y cercana a nuestras latitudes, esa breve revisión acerca de cómo pensó Schumpeter la naturaleza de la moneda, el papel del crédito en la acumulación del capital y la dinámica financiera de la *evolución económica*<sup>4</sup> se justifica porque fortalece una línea de investigación que busca fusionar selectivamente elementos de la tradición del pensamiento económico-social latinoamericano sobre el (sub) desarrollo y la dependencia con aportaciones oriundas de la discusión monetaria llevada a cabo por autores heterodoxos de corrientes que consideramos muy afines.<sup>5</sup>

<sup>3</sup> El presente trabajo puede leerse como la continuación de un ejercicio anterior en el que nos dedicamos a buscar inspiración en la relectura de la obra de Marx y Hilferding para discutir el papel de la moneda y el crédito en la acumulación de capital en países periféricos [Meireles, 2015a].

<sup>4</sup> De manera sucinta: "The changes in the economic process brought about by innovation, together with all their effects, and the response to them by the economic system, we shall designate by the term Economic Evolution" [Schumpeter, 1964 (1939): 61]. Abundan en los textos del autor las metáforas entre la serie de cambios en la estructura económica promovidos por la innovación tecnológica y el desarrollo biológico de organismos vivos; los ejemplos se multiplican y pasan desde la mención a la circulación sanguínea en un perro [Schumpeter, 1964 (1939): 14] hasta la comparación de la dificultad para encontrar emprendedores realmente innovadores con el similar golpe de suerte que significa observar algunas aves raras [Schumpeter, 1964 (1939): 105].

<sup>5</sup> Hemos hecho un primer ejercicio de acercar planteamientos similares sobre la crisis de 2007-2008, destacando que el lazo esencial por el que pudiera unirse la interpretación

En una palabra, en el sentido de contribuir a la construcción de una agenda investigativa más amplia, tenemos aquí como foco de atención el análisis del trabajo de ese autor notable que inspiró parcialmente los debates futuros enmarcados en el *corpus* de la teoría moderna del dinero-crédito, destacando en la obra de Schumpeter: a) que el crédito y la creación de poder de compra por parte de la banca son variables esenciales para la expansión capitalista pues así se hace posible la liberación de recursos para las nuevas combinaciones productivas –que constituye el componente esencial de la explicación del auge económico–; b) los mecanismos de la llamada *destrucción creativa* y la dinámica de la difusión tecnológica a las distintas ramas económicas –que marcan la entrada en el momento de desaceleración y crisis–; y c) el acento en el peso de la dinámica financiera y de la actividad bancaria en la explicación parcial del ciclo económico y la naturaleza de las crisis del sistema.<sup>6</sup> De hecho, esos tres aspectos son los ejes articuladores de las reflexiones siguientes.

---

de matriz poskeynesiana con la marxista es que en ambas lecturas la crisis no se presenta como un fenómeno exógeno al funcionamiento del capitalismo [Meireles, 2015b: 164]. En otra ocasión buscamos tratar los puntos mutuamente enriquecedores entre las tradiciones poskeynesiana y los debates acerca del desarrollo latinoamericano, estudiando más detenidamente la importancia de la soberanía monetaria y la esencialidad de contar con un banco central que cumpla los requisitos para operar como prestamista e incluso empleador de última instancia [Meireles, 2015c]. Finalmente, y en línea con la fusión selectiva entre tradiciones que venimos explorando, es digno de notar que desde fecha reciente se ha estimulado la construcción de puentes y de una agenda temática convergente entre el neoestructuralismo cepalino y las demás corrientes heterodoxas, como el poskeynesianismo y la economía evolucionista [Caldentey, 2015].

<sup>6</sup> Schumpeter no ahondó en el análisis de la forma en que el propio sector bancario, entendido como el conjunto de empresas no financieras, también está sujeto a la secuencia de eventos contemplados en su modelo. En una palabra, si la *innovación financiera* –creación de nuevos contratos y productos bancarios– desencadenaría o no los pasos similares a los de la *innovación* descrita por él. Si el economista austriaco no colocó ese sesgo en el centro de sus análisis, Hyman Minsky, uno de sus eminentes alumnos de posgrado, dedicó parte sustancial de su carrera a esa tarea [Wray, 2019]. Así, Minsky [1990] defiende una teoría económica que integre las aportaciones schumpeterianas y keynesianas para que podamos comprender mejor el funcionamiento de las economías capitalistas contemporáneas. De hecho, según Knell [2015], al tomar de Keynes la visión de que la decisión de inversión

Joseph A. Schumpeter tiene al menos tres grandes vertientes en las cuales hizo sus principales aportaciones: a) la evolución del pasado de la doctrina económica y el mapa de su configuración actual, b) la elaboración de una teoría económica de la evolución capitalista y c) consideraciones sobre una teoría del cambio social e institucional [Giersch, 1984: 103].<sup>7</sup> Son de nuestro especial interés sus estudios en lo que concierne al segundo campo y de manera más puntual su interpretación acerca del dinero, el crédito y el comportamiento de los bancos en el funcionamiento de la economía capitalista.

En su obra célebre *Teoría del desenvolvimiento económico: una investigación sobre ganancias, capital, crédito, interés y ciclo económico* [Schumpeter, 1996 (1912)], el autor pone las bases para distintas e importantes corrientes económicas contemporáneas —en especial destaca el trabajo de los *evolucionistas*— fácilmente identificables por su eslabón común: el sistemático proceso de innovación tecnológica como motor del desarrollo capitalista. Sin embargo, junto con los incrementos de productividad oriundos de las nuevas técnicas (o de las *nuevas combinaciones* entre trabajo y capital en el proceso

---

es el determinante del nivel de producción y de empleo, y de Schumpeter la noción de la inversión como catalizadora de la innovación y del crecimiento económico, se da el pionerismo de Minsky en la idea de la *hipótesis de la inestabilidad financiera* para explicar cómo el capitalismo engendra, en sus momentos de crecimiento y robustez, los elementos de fragilidad financiera que después lo llevarán a una crisis.

<sup>7</sup> La obras representativas de cada uno de los campos temáticos señalados son respectivamente: a) su tesis posdoctoral de 1908 y el estudio clásico de la historia del pensamiento económico [Schumpeter, 1984 (1954)] publicado de manera póstuma; b) el libro que aquí se verá de forma más detallada [Schumpeter, 1996, (1912)] y la obra sobre los ciclos en el proceso capitalista [Schumpeter, 1964 (1939)]; y c) su libro más multidisciplinar en el que diseña los regímenes políticos y económicos que competían en ese entonces [Schumpeter, 2008 (1942)].

productivo) existe la sumaria eliminación de la manera de producir anterior, de las empresas o incluso de sectores enteros que emplean la técnica que acaba de ser superada. Los procesos productivos anteriores que marcaban la corriente circular de una economía estacionaria, dado el ingente impacto de la revolución tecnológica, ahora se quedan súbitamente obsoletos y arcaicos, por lo que las empresas que los adoptaban son “eliminadas” del mercado que operaban por la competencia que dicta la nueva norma productiva –en el mejor sentido, dado el carácter dar-winista de esa dinámica social, en la que el “vencedor” es el mejor adaptado a las nuevas condiciones del ambiente–. Ya en su prefacio a la edición española, el autor deja trasparecer esto que será la tónica dominante de su análisis y que entra a los anales de la bibliografía económica como la *destrucción creativa* al registrar que el estudio relevante de la ciencia económica debe preocuparse por los aspectos dinámicos de la realidad económica.

La importancia de la propiedad perpetuamente mutante del capitalismo se presenta de modo temprano en su principal libro, aunque de manera coadyuvante porque el tema central inicial es identificar los agentes y flujos de una economía estacionaria o, en las palabras de Schumpeter, los condicionantes de la *corriente circular* de la vida económica. Tras una breve aclaración metodológica entre lo que son “hechos sociales” y “hechos económicos” –los últimos solo son separables de los primeros al nivel de la abstracción teórica–, el autor reconstruye la cadena de compras y ventas entre distintos actores económicos que conforman la producción y comercialización de determinado bien. Los ejemplos aquí utilizados son los del labrador, el carnicero y el sastre. Con estos ejemplos, el autor pone en evidencia lo efímera y transitoria que es la situación de “productor” o “consumidor” toda vez que para producir cualquier mercancía el actor social se enfrenta primero al mercado en la condición de consumidor de los insumos indispensables para su actividad. Otra idea clave que

se desprende del análisis de la economía en cuanto al frágil equilibrio de la corriente circular es lo referente a la determinación de la técnica productiva empleada. Esa se caracteriza por la producción de bienes de capital cuya tecnología incorporada es suficiente para la producción de los bienes antes ya demandados. De esa observación se deriva la explicación del fenómeno de que técnicas productivas menos eficientes sigan empleándose incluso cuando ahora se domina el saber tecnológico para una producción con bases distintas: la lógica de la contabilidad económica más miope –pautada nada más en la ganancia promedio de corto plazo– prevalece sobre la lógica que privilegiaría la incorporación del conocimiento y el progreso técnico. Aun en los capítulos iniciales, Schumpeter aborda un tema que nos es especialmente caro: la naturaleza del dinero. En relación con el tema monetario, pensándose una economía estacionaria, “podremos decir, para emplear una expresión conocida, que el dinero representa el manto de las cosas económicas, y que no se elimina nada esencial haciendo abstracción de él” [Schumpeter 1996 (1912): 62].<sup>8</sup>

Parte sustancial del aporte de Schumpeter se condensa en el segundo capítulo de la obra, en el cual se dedica a interrogar las insuficiencias de la teoría económica basada solo en el análisis del equilibrio y que se detiene de forma única y exclusiva en analizar los mecanismos operantes en una economía del tipo de la corriente circular. En pocas palabras, la ciencia económica que se ocupa de hablar de los actores y

<sup>8</sup> Más adelante, al analizar la dinámica del sistema capitalista en expansión, el autor se ratifica diciendo que “indudablemente sería falso afirmar que el dinero es solamente un medio para la circulación de bienes, sin que resulten de él fenómenos importantes” [Schumpeter, 1996 (1912): 105]. Aun sobre esa cuestión puede afirmarse que Schumpeter adopta la perspectiva del dinero-mercancía nada más para fines pedagógicos, antes de analizar y definir el dinero como una de las principales herramientas de la dinámica capitalista. De tal forma que solo cuando se incorpora el análisis de una economía en tránsito y la sistemática actividad bancaria de garantizar crédito al empresario innovador es que estamos delante del “famous Schumpeterian scheme of financing economic development by bank credit” [Arena, 2003: 173].

los flujos de una economía estacionaria, perfectamente circular en lo que respecta al flujo del ingreso, atina a explicar la realidad económica nada más en un momento de equilibrio efímero, pero esa realidad se caracteriza por ser una sucesión de perturbaciones de este armónico comportamiento preconizado en la corriente circular. Así, el autor asume como tarea fundamental del economista aportar al entendimiento de los momentos en que se rompe el sistema circular, los continuos episodios en los cuales el canal tradicional que comporta el flujo rutinario de la economía sufre una fisura desde dentro y en sentido de su decisiva expansión.

Schumpeter afirma que “nuestro problema es precisamente la ocurrencia de los cambios ‘revolucionarios’, el problema del desenvolvimiento económico en un sentido muy estrecho” [1996 (1912): 74].<sup>9</sup> La pregunta que el autor se plantea de inmediato es: ¿cuáles son y qué determina la existencia de estas alteraciones “espontáneas” y “discontinuas” de la corriente circular? Su respuesta es categórica al señalar las *nuevas combinaciones*, las nuevas formas de articular capital y trabajo en el proceso productivo de tal forma que ambos tengan su productividad elevada; esta es la característica esencial del *avance o innovación* tecnológicos.

¿Cómo se une la dinámica financiera con los procesos de innovación? El tema central que nos interesa es el trabajado en el tercer capítulo: la exploración acerca de la naturaleza y la función del crédito en el desarrollo económico. Primero, el autor afirma lo que sería una verdadera herejía en el credo de la teoría de tintes monetaristas: el dinero y otros medios de pago “no son meramente reflejos de los procesos en términos de

<sup>9</sup> Schumpeter agrega: “El desenvolvimiento en nuestro sentido, es un fenómeno característico, totalmente extraño a lo que puede ser observado en la corriente circular, o en la tendencia al equilibrio. Es un cambio espontáneo y discontinuo en los cauces de la corriente, alteraciones del equilibrio, que desplazan siempre el estado de equilibrio existente con anterioridad. Nuestra teoría del desenvolvimiento no es sino el estudio de este fenómeno y los procesos que lo acompañan” [1996 (1912): 75].

bienes” [1996 (1912): 104], desempeñan una función fundamental al financiar las *nuevas combinaciones*. De tal forma que en Schumpeter pueden identificarse argumentos en pro del poder de creación de dinero –o poder de compra– de los bancos como parte fundamental de la dinámica del desarrollo capitalista.<sup>10</sup> Así, en su apreciación, los bancos son agentes esenciales del desarrollo económico al crear los medios de pago necesarios para financiar a los empresarios líderes –*empresarios schumpeterianos*– en su iniciativa de implementar cambios radicales en el proceso productivo a partir de la incorporación de nueva tecnología. Vale mencionar que la idea de la creación del dinero de la nada por parte de los bancos, de su capacidad especial para generar liquidez, que Schumpeter extrapola como esencial para el financiamiento de las nuevas inversiones productivas, lo pone en línea con la economía clásica, más precisamente con Adam Smith [Girón, 2006: 31].<sup>11</sup>

Ahora es más fácil observar que una imbricación clave entre el lado real y el monetario de la economía se da por la esencialidad del crédito y el poder creador de dinero que tienen de los bancos. Al crear poder de compra, el crédito

<sup>10</sup> En sus palabras: “Definimos, por tanto, en este sentido, el corazón del fenómeno del crédito de la siguiente forma: *el crédito es esencialmente la creación de poder de compra con el propósito de transferirlo al empresario*, pero no simplemente la transferencia del poder de compra existente. La creación del poder de compra caracteriza, en principio, el método por lo cual se realiza el desenvolvimiento en un sistema de propiedad privada y división del trabajo” [Schumpeter 1996 (1912): 115; las cursivas son de las autoras]. Es solo mediante el crédito, más precisamente del poder de compra creado, que se puede mover las mercancías más allá de los intercambios de la corriente circular para que el capitalista innovador tenga acceso a los bienes necesarios para llevar a cabo la innovación del proceso productivo y, por último, el desarrollo del sistema. En síntesis y para definir la parte de la actividad del empresario capitalista innovador: “Requiere poder adquisitivo antes de necesitar de cualquier clase de bienes. *Es el deudor típico de la sociedad capitalista*” [Schumpeter 1996 (1912): 111; las cursivas son de las autoras].

<sup>11</sup> También puede argumentarse que Schumpeter avala después la apreciación que hace Keynes (y es seguida por los poskeynesianos) de la casualidad entre ahorro e inversión en el sentido contrario al preconizado por la teoría neoclásica. Para el autor: “The decision to invest precedes as a rule, and the act of investing precedes very often, the decision to save” [Schumpeter, 2008 (1942): 395].

pasa a ser una parte determinante en el proceso de desarrollo económico capitalista. Sin embargo, aunque el autor identifica que la creación de crédito no está limitada por la cantidad de recursos líquidos disponibles, señala elementos y situaciones que configurarán limitantes en la libre creación del poder de compra: a) en un régimen como el patrón oro, toda nueva creación de poder de compra se da antes del aumento de la oferta de bienes, lo que presiona los precios de las mercancías para arriba, eleva el valor del metal oro contenido en cada unidad monetaria y resulta en disminución de la cantidad de oro en circulación; en ese contexto, con el fin de evitar la insolvencia del sistema, las nuevas cesiones de crédito deben ser temporales y ha de instituirse la práctica de un mínimo encaje legal obligatorio por parte de los bancos; y b) la llamada *inflación del crédito*, en el patrón oro, provoca la fuga de oro hacia el exterior, lo que agrava el riesgo de insolvencia del sistema [Schumpeter, 1996 (1912): 120-123].

Además, el autor se dedica a aclarar las características y la importancia central que el mercado de dinero —o mercado de capitales— tiene como el *locus* donde se da el tráfico de crédito para el financiamiento a la innovación en la economía en desenvolvimiento [Schumpeter, 1996 (1912): 133] y, en trabajos posteriores, a precisar que los medios requeridos para financiar la innovación no se restringen al dinero en efectivo, sino también a “bienes que de hecho circulan como dinero”, “notas bancarias”, “cuentas corrientes” e “instrumentos de crédito y títulos de descuento que actúan como dinero” [Arena, 2003: 169].

Ahora bien, una cuestión fundamental nos lleva a interrogar acerca de las motivaciones del empresario para efectuar la incorporación de una nueva técnica a la producción y endeudarse para ello. Obviamente, el motivo principal es la expectativa de ganancia futura del empresario innovador [Schumpeter, 1996 (1912): 140]. El empresario líder vislumbra la ganancia resultante de la condición monopolística en

el mercado que lo espera tras la adopción de una técnica productiva más eficiente y este es el motor que lo mueve a innovar. Aunque esa “ganancia excepcional” sea mordiscada con el pasar del tiempo por las empresas que siguen el comportamiento del líder y empiezan a adoptar las modificaciones traídas primero por él, el gozo de ese excedente es suficiente para llevar al empresario schumpeteriano a seguir innovando. Así, la ganancia del empresario es lo que asegura la motivación continua a la innovación tecnológica y, por consiguiente, el desarrollo económico. Sin embargo, es precisamente en la secuencia posterior a la domesticación de la nueva tecnología, en el momento que la innovación se generaliza entre las demás empresas y la ganancia extraordinaria de la empresa líder se disipa, que la etapa ascendente del ciclo económico finaliza.

#### CRÉDITO, BANCOS, TASA DE INTERÉS Y EL CICLO ECONÓMICO

Otro tema importante a examinar es la concepción de la *tasa de interés* en el entendimiento de Schumpeter, que por cierto se presenta como procedente de parte de las ganancias no apropiada por el capitalista industrial, cuando el autor descarta las teorías de que se trata de una “prima al riesgo” asumido por el prestamista o un “premio” por el tiempo en el cual está apartado de su capital. Para entender su concepción de tasa de interés, que desde luego no es la preocupación central en su obra, debemos distinguir entre lo que puede llamarse la versión extrema y la menos extrema de su teoría del interés [Haberler, 1951: 122]. En la versión extrema, Schumpeter afirma que en el estado estacionario la tasa de interés tiende a cero, una vez que la demanda de crédito productivo solo viene de la mano con el proceso de desarrollo [Schumpeter, 1996 (1912): 163]. Ya en su concepción menos radical –trabando un minucioso debate con la interpretación de Böhm-Bawerk

acerca de la rapidez con que se agotan, o no, las oportunidades de proyectos de inversión a medida que el avance tecnológico madura— el autor admite una tasa de interés positiva en el circuito circular, pero insiste que es empujada por el efecto dinámico de las innovaciones para arriba y además de ese cambio cuantitativo en la tasa de interés, las nuevas combinaciones la modifican de manera cualitativa: su influencia y función económica son enteramente transformadas y esta gana una centralidad que en definitiva no tenía en las estáticas relaciones de la economía estacionaria. En relación con este punto, Schumpeter sigue bastante optimista con el potencial impulso que el crédito da a las nuevas combinaciones que están en la base del desarrollo,<sup>12</sup> aunque sea en extremo pesimista en lo que dice respecto a la preocupación del escenario en que una elevada tasa de interés acabe por obstaculizar el proceso de innovación y desenvolvimiento [Schumpeter, 1996 (1912): 212].

Finalmente nos toca analizar, *grosso modo*, cuáles son y cómo se articulan las variables claves en la determinación de los ciclos económicos. Como ya hemos revisado, la contribución de Schumpeter al tema consiste sobre todo en identificar en el comportamiento del empresario innovador el aspecto central de la fluctuación que caracteriza el ciclo económico.

Aborda primero el tema en el sexto capítulo de la obra de 1912, pero lo retoma y debate con amplitud en el volumen enteramente dedicado a él [Schumpeter, 1964 (1939)]. En su primera formulación, el autor ofrece, más que una determinación clara de la periodicidad con que la economía fluctúa, una teoría general que articula los elementos que determinan el auge y su subsecuente depresión. La fase ascendente del

<sup>12</sup> El autor vaticina: “La concepción y aceptación del crédito se transforma, en el desenvolvimiento, en parte esencial del proceso económico” [Schumpeter, 1996 (1912): 193]. En un estudio basado en un riguroso trabajo empírico, King y Levine [1993: 735] son categóricos al afirmar que los lazos entrelazados entre profundización financiera y desarrollo son aspectos fundamentales en la obra de Schumpeter.

ciclo está correlacionada con la etapa de inicial de la incorporación de las nuevas combinaciones y la inversión masiva por parte de las empresas líderes; la entrada y la generalización de los productos de esas empresas en el mercado evidencian que el auge finaliza y se anuncia la llegada de la depresión. La fase descendente del ciclo se precipita con el agotamiento del proceso innovador y la ralentización de los niveles de inversión.<sup>13</sup> La dinámica implícita en esa explicación reposa sobre el proceso de adaptación y reacomodo del sistema económico tras el proceso innovador, que invariablemente se manifiesta en la forma de crisis. La crisis, en última instancia, sería la señal de la maduración de esa nueva articulación productiva y el restablecimiento de un nuevo equilibrio, ahora respaldado en un distinto nivel de productividad [Schumpeter, 1996 (1912): 216-217].<sup>14</sup> Además, vale notar que el autor trae a colación el polémico tema de la concentración de mercado, el impacto que una estructura crecientemente oligopolizada conlleva en términos de estímulos a la innovación y de recurrencias de la crisis, reflexionando sobre el desempeño de las grandes empresas, sus departamentos de investigación y desarrollo, si estas propiciarían mejores condiciones para que las innovaciones tecnológicas se dieran o si la presencia de las grandes corporaciones simboliza más bien la burocratización de la investigación científica y el consecuente entumecimiento de la capacidad innovadora.

<sup>13</sup> En la voz del autor: "el auge finaliza y la depresión comienza después del periodo de tiempo que debe mediar antes de la aparición en el mercado de los productos de las nuevas empresas. Y un nuevo auge sucede a la depresión cuando se haya terminado el proceso de reabsorción de las innovaciones" [Schumpeter, 1996 (1912): 214].

<sup>14</sup> Según la lectura de Schumpeter: "El curso de los hechos en los periodos de depresión presenta un cuadro de inseguridades e irregularidades que interpretamos como una lucha por un nuevo equilibrio, o de adaptación a una situación general que se ha modificado en forma relativamente rápida y considerable" [1996 (1912): 238].

## CONCLUSIONES

Iniciamos este trabajo hablando de la riqueza de las perspectivas heterodoxas para ayudarnos a comprender los obstáculos que se interponen al desarrollo económico latinoamericano en un contexto de nuevos desdoblamientos de la crisis financiera de 2007-2008 y nos dedicamos a examinar los elementos que a partir de la lectura de la obra de Schumpeter integran aspectos financieros y dinámica de las estructuras productivas en un análisis único. Sin embargo, de manera intencionada omitimos que algunos economistas de corte ortodoxo reivindican el legado de Schumpeter como fiel ejemplo de un análisis de equilibrios walrasianos en secuencia temporal. Queremos reafirmar una vez más que resulta difícil encajonar la perspectiva del autor en este tipo de diagnóstico tan acotado. Lo que pudiera parecer un análisis convencional de equilibrio-desequilibrio-nuevo equilibrio está más cercano a un análisis centrado en identificar los elementos “perturbadores” del flujo circular que conllevan de forma endógena el sistema a su desenvolvimiento [Yoguel, Barletta y Pereira, 2013: 37-38]. Además, hay otros elementos que alejan la interpretación del autor del análisis de equilibrio general; destaca en especial la visión del dinero y el crédito como variables determinantes del ritmo de crecimiento y los cambios cualitativos de la estructura productiva, lo que en definitiva aparta su percepción de aquellas que simpatizan con entender el dinero como neutral.

En este sentido, América Latina no fue nada más pasiva o receptora de los resultados de las discusiones heterodoxas dadas en el “Centro” sobre la naturaleza de la moneda, el papel del crédito en la acumulación del capital y el impacto de las finanzas en el condicionamiento de las estructuras productivas. Si en el pasado el fructífero intercambio entre autores estructuralistas latinoamericanos con representantes de la heterodoxia de otras latitudes –tomemos como ejemplo la cercanía académica de gente como Víctor Urquidi y Celso

Furtado con Nicholas Kaldor—rindió buenos frutos en términos de mutuo aprendizaje y creativa retroalimentación conceptual, es ahora que retomar estas lecturas cruzadas es aún más necesario. La invitación es buscar perfilar una mejor instrumental de análisis para entender el (sub)desarrollo latinoamericano en el marco de un capitalismo esencialmente monetario y cada vez más inmiscuido en el predominio de las finanzas especulativas, que en lugar de financiar el desarrollo más bien son fuente inagotable de inestabilidad.

#### REFERENCIAS

- Arena, R. [2003], “Banks, credit and the financial system in Schumpeter: an interpretation”, en Laurence S. Moss, coord., *Joseph A. Schumpeter, historian of economics*. Londres, Routledge.
- Boianovsky, M. [2012], “Furtado and the Structuralist-Monetarist Debate on Economic Stabilization in Latin America”, en *History of Political Economy*, vol. 44, núm. 2.
- Caldantey, E. [2015], “Una coyuntura propicia para reflexionar sobre los espacios para el debate y el diálogo entre el (neo)estructuralismo y las corrientes heterodoxas, en Cepal, *Neoestructuralismo y corrientes heterodoxas en América Latina y el Caribe a inicios del siglo XXI*. Libros de la Cepal, núm. 132 (LC/G.2633-P), Santiago de Chile, Cepal.
- Cepal (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) [2015], *Primer Foro de la Comunidad de Estados Latinoamericanos y Caribeños (Celac) y China: Explorando espacios de cooperación en comercio e inversión*. LC/L.3941, enero de 2015.

- Giersch, H. [1984], “The Age of Schumpeter”, en *The American Economic Review*, mayo, vol. 74, núm. 2, Papers and Proceedings of the Ninety-Sixth Annual Meeting of the American Economic Association.
- Girón, A. [2006], “Poder y moneda: discusión inconclusa”, en *Confrontaciones monetarias: marxistas y post-keynesianos en América Latina*. Buenos Aires, Clacso.
- Haberler, G. [1951], “Schumpeter’s Theory of Interest”, *The Review of Economics and Statistics*, mayo, vol. 33, núm. 2.
- King, R. y R. Levine [1993], “Finance and Growth: Schumpeter Might be Right”, en *The Quarterly Journal of Economics*, agosto, vol. 108, núm. 3.
- Knell, M. [2015], “Schumpeter, Minsky and the financial instability hypothesis”. *Journal of Evolutionary Economics*, vol. 25, núm. 1.
- Maya, C. [2017], “Crédito: naturaleza, alcances y limitaciones: una perspectiva teórica heterodoxa”, en José Francisco Reyes, coord., *Financiarización, crédito e industria manufacturera*, León: ENES León, UNAM.
- Minsky, H. [1990], “Schumpeter: Finance and Evolution”, A. Heertje y M. Perlman, eds., *Evolving Technology and Market Structure: Studies in Schumpeterian Economics*. Ann Arbor, The University of Michigan Press.
- Meireles, M. [2015a], “Moneda, crédito y acumulación de capital: reflexiones a partir de Marx y Hilferding”. Ponencia presentada en el III Seminario de Desarrollo Económico y Financiero “Distribución crediticia y su papel en el desarrollo económico”, organizada por la Escuela Nacional de Estudios Superiores de la UNAM. León, Guanajuato, 27 y 28 de agosto de 2015.
- Meireles, M. [2015b], “Crisis, concentración bancaria y financiamiento al desarrollo latinoamericano. Algunas consideraciones teóricas”, en José Francisco, coord., *Sector financiero: el desarrollo económico en épocas de financiarización*. México, ENES León, UNAM y Plaza y Valdés.

- Meireles, M. [2015c], “Moneda, desarrollo y pensamiento económico latinoamericano: lecturas heterodoxas”, en *Brazilian Journal of Latin American Studies*, Sao Paulo, vol. 14, núm. 26.
- Schumpeter, J. [1996 (1912)], *Teoría del desenvolvimiento económico. Una investigación sobre ganancias, capital, crédito, interés y ciclo económico*. México, Fondo de Cultura Económica.
- \_\_\_\_\_ [1964 (1939)], *Business cycles: a theoretical and statistical analysis of the capitalist process*. Nueva York, McGraw-Hill.
- \_\_\_\_\_ [2008 (1942)], *Capitalism, socialism and democracy*. Nueva York, Harper Perennial Modern Thought Edition.
- \_\_\_\_\_ [1984 (1954)], *Historia del análisis económico*. México, Fondo de Cultura Económica.
- Wray, L. R. [2019], “Hyman Minsky”, en *The Elgar Companion to John Maynard Keynes*. Edward Elgar Publishing.
- Yoguel, G., F. Barletta y M. Pereira [2013], “De Schumpeter a los postschumpeterianos: viejas y nuevas dimensiones analíticas”, en *Revista Problemas del Desarrollo*, julio-septiembre, vol. 174, núm. 44.

## 2. FINANCIARIZACIÓN O PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA. ¿DOS CARAS DE LA MISMA MONEDA DEL FINANCIAMIENTO PARA EL DESARROLLO?

*Camilo Andrés Guevara y Diego Alejandro Guevara*

### INTRODUCCIÓN

El uso de la palabra financiarización, con sus diferentes acepciones, ha crecido dentro de los estudios heterodoxos<sup>1</sup> de las finanzas durante las últimas tres décadas. Su interés radica en la fuerza que tiene como concepto explicativo. Sin embargo, también es un concepto que es necesario revisar en detalle. Así, se discute cuál es la definición más apropiada para este fenómeno complejo en trabajos como los de Sawyer [2014] y, Epstein [2016]. Una de las dificultades con el concepto es que no logra captar las especificidades cuando la definición es general y cuando es específica no puede dar cuenta de su multidimensionalidad. Por supuesto todo ejercicio de definición y clasificación es una manera de ordenar el mundo y por consiguiente, hay elementos que se dejan por fuera sin nunca alcanzarse la totalidad. De hecho las publicaciones recientes que exploramos en este capítulo apuntan a una idea de variedades de financiarización.

Por otra parte, en la bibliografía de la corriente principal se menciona la profundización financiera (*financial deepness*) o

<sup>1</sup> Nos adherimos a los criterios de clasificación presentados por Lavoie [2014]. La heterodoxia tiene como presupuestos de construcción de conocimiento: una epistemología/ontología realista, un holismo metodológico y una apuesta política de desmercantilización de la vida social entre otros.

desarrollo financiero para postular la necesidad de aumentar la liberalización financiera y profundizar lógicas mercantiles en los mercados de capital como forma determinante de aumentar el crecimiento económico, reducir las desigualdades y luchar contra la pobreza.

Muchas veces los conceptos de financiarización y profundización financiera se usan de forma indiscriminada y a pesar de su estrecha relación, su concepción teórica es diametralmente opuesta y no puede olvidarse el enfoque crítico del primero. Entonces, hablar de las ventajas o elementos positivos de la financiarización es contradictorio pues por definición el concepto de la financiarización resalta una dimensión problemática.

En este capítulo contrastamos los dos enfoques y mostramos el potencial, los alcances y horizontes de sentido de cada noción y por consiguiente la disputa por cómo se “narran” las finanzas, señalando la importancia de no adoptar el lenguaje de la profundización financiera y de no discutir bajo su marco cognitivo el financiamiento para el desarrollo. El capítulo está organizado de la siguiente manera. Después de esta breve introducción, en la segunda sección revisamos el debate sobre la financiarización, en la tercera el debate acerca de la profundización financiera y en la cuarta sus consecuencias negativas que pueden llevar a escenarios problemáticos como el sobreendeudamiento de los hogares, el sometimiento de los derechos sociales a las volatilidades de los mercados financieros y la dependencia de las bancas nacionales del financiamiento externo. En la quinta, analizamos la importancia de los horizontes de sentido y los marcos cognitivos para discutir las finanzas y por tanto la disputa política por el lenguaje; en la sexta sección concluimos si la financiarización y la profundización financiera son dos caras de la misma moneda en el financiamiento para el desarrollo.

La palabra “financiarización” comienza a aparecer en la bibliografía de corte heterodoxo desde comienzos de los años noventa del siglo xx para describir dimensiones conflictivas del neoempoderamiento de las finanzas alrededor del último cuarto del siglo. El concepto aparece primero en el trabajo de Kevin Phillips [1993], quien lo define como una creciente influencia de las finanzas, la deuda del gobierno, los rentistas y la inversión transnacional junto con una mayor polarización de las economías domésticas y una estratificación social. Otros trabajos de finales del siglo xx como el de Salama [1996] apuntan a la financiarización como una tendencia de las empresas no financieras a destinar una mayor parte de sus excedentes a actividades netamente financieras sacrificando el crecimiento y desarrollo de su actividad principal. Algunos estudios como los de Dumenil y Levy [2002] basados en los planteamientos de Hilferding [1910] asocian el concepto con un incremento del poder político y económico de la clase rentista. En este orden de ideas, Stockhammer [2004] encauza la financiarización hacia la consolidación del criterio de la maximización del valor del accionista como criterio de orientación en las firmas.

Una de las definiciones más utilizadas en la bibliografía actual es la de Epstein, que relaciona la financiarización con el “incremento del rol de los motivos financieros, los actores financieros, los mercados financieros y las instituciones financieras en la operación de las economías domésticas e internacionales” [Epstein, 2005: 3].

Esta definición es útil como introducción al concepto, pero no resalta su dimensión crítica y conflictiva. Respecto a esta última, Sawyer afirma que “esta definición provee el objeto de estudio, pero en sí misma no especifica el periodo de tiempo o el espacio geográfico en la que esta se aplica, tampoco provee ningún marco analítico para su estudio” [Sawyer, 2014: 6]; ofrece clasificar las diferentes nociones de financiarización

en dos ejes: las que lo relacionan con un aumento del tamaño del sector financiero y las que lo ubican como una fase o etapa del capitalismo. En este sentido, autores como Fasianos y colaboradores [2018], con una perspectiva histórica, plantean diferentes etapas de la financiarización en el siglo xx en Estados Unidos y concluyen que muchas de las características de la financiarización actual (posterior a 1970) coinciden con elementos de un momento temprano de la financiarización (1900-1933).

Para autores como Palley es imposible entender la financiarización sin el neoliberalismo. La financiarización corresponde a la “dominación de la macroeconomía y la política económica por los intereses del sector financiero” [Palley, 2013: 1], lo que él llama neoliberalismo financiero. Por otra parte, Gretta Krippner [2005] ha construido una de las aproximaciones más dedicadas al tema en su trabajo *Financiarización de la economía norteamericana*. Para ella, la financiarización se define como “un patrón de acumulación en el cual los beneficios aumentan y se acumulan principalmente a través de canales financieros, estando por encima del comercio o la producción de mercancías” [Krippner, 2005: 175].

Hemos mostrado entonces la amplitud del concepto y que de hecho puede haber diferentes manifestaciones de la financiarización en términos geográficos. Mientras en algunos países del norte, por ejemplo, la innovación financiera (en las técnicas, instrumentos y productos) ha sido uno de los elementos clave de la expansión problemática del sector financiero [Epstein, 2016], en los países periféricos la financiarización se ha materializado más como un cambio macroeconómico [Giraldo, 2001] para mantener los flujos de capitales de los que son sumamente dependientes las economías periféricas. De hecho, autores como Bonizzi y colaboradores [2019] desarrollan el concepto de financiarización subordinada para economías emergentes. Otras dimensiones de la financiarización claves en la periferia están asociadas con la creciente

participación de los fondos privados de pensión y el creciente papel de financiamiento de la economía informal por parte del sector de microcrédito, donde hay varios elementos de la financiarización. En definitiva, la financiarización tiene elementos estructurales comunes alrededor del planeta; sin embargo, las dimensiones conflictivas del capital financiero se moldean a factores locales particulares creando formas específicas de financiarización, como lo plantean Brown y colaboradores [2017].

#### APROXIMACIÓN SECTORIAL

Una forma adicional de acercarse a la financiarización es examinando las dinámicas problemáticas del capital financiero en diferentes sectores de análisis económico, como firmas, hogares, bancos, gobierno y bancos centrales. Podemos entonces analizar cambios en la gobernanza de las empresas bajo lógicas de maximización del valor del accionista, variaciones en el comportamiento crediticio de los hogares y consecuencias sobre los mismos. También nuevas formas en la orientación de la política económica de los gobiernos que favorecen la circulación de los capitales bajo la condicionalidad del equilibrio macroeconómico. Adicionalmente, en términos de política monetaria, en los objetivos e instrumentos de los bancos centrales, como en el comportamiento del sector bancario comercial que hoy ya no solo es un simple intermediario, sino que desempeña un papel activo en la dinámica macroeconómica.

A nivel de las firmas no financieras, la lógica del valor del accionista ha impulsado una perspectiva gerencial de corto plazo y en consecuencia una transformación en las estructuras de inversión al reemplazar la inversión fija por inversión financiera y sobre todo la lógica de “retención-reinversión” por la de “reducción de la organización y distribución” de las

utilidades entre los accionistas. Esta dinámica conlleva a un sacrificio de derechos sociales y laborales en favor de los derechos del capital que se manifiestan en la lógica.

Es un cambio en la gobernanza y la gestión corporativa en el que se observan también esquemas de remuneración con incentivos financieros para los altos gerentes o ejecutivos. Algunos estudios introducen diferencias entre firmas grandes y pequeñas [Davis, 2013]. No obstante, en economías emergentes el nivel de relación de las firmas con los mercados financieros sofisticados es relativamente bajo y permanece en un nivel tradicional de deudor-acreedor. Por ejemplo, en el caso colombiano, en la actualidad solo cerca de 69 empresas son emisoras de acciones [BVC, 2019].

En el caso de los gobiernos, los intereses del sector financiero han logrado penetrar las finanzas públicas [Giraldo, 2001]. Así, desde la década de los ochenta las políticas gubernamentales buscan la modernización del Estado para hacerlo más eficiente. En este marco, las finanzas públicas se enfrentan a las presiones de reducción de impuestos para el capital y en general a las reglas del famoso Consenso de Washington, que incluyen políticas como la disciplina fiscal o finanzas sanas (presupuestos públicos sin déficit) y reglas fiscales para conseguirlos. Además, el consenso presiona por la liberalización financiera y comercial, la supresión de barreras a las inversiones extranjeras directas y el fomento de la privatización con el propósito de atraer inversión extranjera, entre otras medidas. Todas estas políticas fueron implementadas en economías en desarrollo bajo la idea de una reforma estructural que desde la perspectiva teórica de la ortodoxia era un intento por dismantelar los obstáculos que no permitían una configuración más óptima de los libres mercados. Así, se asiste a los tiempos de lo que puede llamarse la tríada de la flexibilización, en los que los mercados de bienes, el mercado de capitales y el mercado laboral se flexibilizan.

A su vez, una de las principales formas de financiamiento del Estado pasa a ser la emisión de bonos en el mercado financiero pagando tasas de interés de mercado, mientras que la banca privada aprovecha las bajas tasas de interés del banco central y puede comprar títulos con un interés más costoso, lo cual es una ganancia parasitaria. La deuda de los gobiernos también se ha titularizado a nivel tanto central como local en varios países.

En el caso de la política monetaria, los bancos centrales han adoptado esquemas de inflación objetivo que deben comprometerse a cumplir para generar credibilidad al disminuir la inflación a un rango muy bajo (2 a 4 %) y así favorecer la tasa de interés real de los valores financieros. Este esquema, operado por la regla de Taylor, ha reducido la participación de los ingresos del trabajo en el ingreso nacional y aumentado la de los ingresos de capital [Rochon y Setterfield, 2007; Moreno, 2014]. Esto ha significado dejar su compromiso con el pleno empleo, lo que confluye como otra vía que debilita la posición de los trabajadores. Este es uno de los ejes fundamentales de la financiarización en algunas economías emergentes.

La financiarización también puede manifestarse en los hogares como un cambio problemático en los comportamientos financieros de las familias asociados con efectos colaterales de transformaciones estructurales de otros sectores. Por ejemplo, algunos cambios institucionales en las formas de gestión de los derechos sociales terminan por vincular la salud y las pensiones con las participaciones y los motivos financieros; los fondos de pensión son hoy de los mayores inversionistas institucionales tanto en renta fija como en renta variable. Los fondos de pensión, como actor financiarizado, terminan dejando las mesadas pensionales de la futura población de la tercera edad a merced de los vaivenes del mercado financiero [Giraldo, 2007].

Por otra parte, el fortalecimiento de la deuda como principal aliado de las decisiones de consumo de los hogares en las últimas décadas ha adquirido una mayor relevancia ante las diferentes políticas de flexibilización laboral y estancamiento real de los salarios [Stockhammer, 2000 y 2012]. Algunos autores argumentan que el incremento de la deuda de los hogares puede comprenderse como un sustituto de los bajos incrementos o los estancamientos de los salarios reales [Stiglitz, 2012; Van Treeck y Sturn, 2012]. De ese modo, mientras las normas de consumo se han modificado, se asiste a una sociedad motivada por la obsolescencia programada y la creación rápida de nuevas necesidades; por otro lado, los ingresos no han cambiado al mismo ritmo para una gran parte de la población.

Por último, uno de los temas más analizados tiene que ver con el potencial explicativo de la financiarización. Una parte importante de la bibliografía se refiere al impacto en temas como la inversión [Stockhammer, 2000; Davis, 2013; Orhan-gazi, 2008], la caída de la demanda agregada [Hein, 2012], la distribución del ingreso [Guevara, 2016], el crecimiento económico [Setterfield, 2016], la baja productividad y los niveles de empleo [Lazonick, 2014], la pérdida de autonomía social y el descenso de los derechos sociales [Giraldo, 2007], el aumento de lógicas financieras en todas las esferas de la vida [Martin, 2002] y la pérdida de la democracia, incluida la democracia liberal [Brown, 2016].

En resumen, si bien la financiarización es un concepto en disputa, hay acuerdo acerca de la fuerza que los financieros tomaron desde el último cuarto de siglo xx hasta hoy, lo que ha llevado a la economía a un estado de mayor inestabilidad, a un aumento de la desigualdad y a la disminución de la inversión productiva y el empleo. Existe menos acuerdo acerca de si es un nuevo modo de acumulación, una etapa o una fase.

En relación con la dimensión de la profundización financiera vale la pena insistir en que es una noción más presente en el discurso de la corriente principal. Como lo señala Eschenbach [2004], la idea de profundización financiera se remonta a los primeros trabajos econométricos que trataron de mostrar la relación entre finanzas y crecimiento en los años sesenta. Sin embargo, estos trabajos hechos por Cameron, Goldsmith y Gerschenkron no creaban un marco teórico para entender tal relación.

Como parte del contexto histórico es importante señalar que para esa época (decenio de 1960) en los países del norte se desarrollaba lo que David Harvey ha llamado “liberalismo imbricado” [Harvey, 2008], un intento de domesticar la fuerza de las relaciones mercantiles, mientras en los países periféricos se ponía en práctica un modelo de desarrollo que José Antonio Ocampo denominó de “industrialización dirigida por el Estado” [Ocampo, 2015]. Este modelo estaba caracterizado por un alto nivel de intervención, en el que el Estado actuaba como empresario, inversionista, proveedor y regulador, entre otros. Así, el sistema financiero era medianamente regulado, con toques a las tasas de interés, créditos de fomento a determinados sectores e inversiones forzosas.

En esta trama, se crea el primer marco teórico de la profundización financiera bajo su forma de crítica al modelo de desarrollo financiero dirigido por el Estado. Se discute entonces “la represión financiera” en trabajos como los de McKinnon [1973] y Shaw [1973], quienes cuestionan todas las políticas de inversiones forzosas, canalización del crédito y techos a las tasas de interés. Según este marco, estas medidas impedían el “buen funcionamiento” del sistema financiero y eran una barrera para que los actores tuvieran un mejor desempeño en los mercados financieros. En el fondo, el argumento se basa en que los excesivos condicionamientos al sector

reprimían su actividad y dificultaban que se tuvieran niveles óptimos de ahorro que propiciaran la asignación eficiente de capital a inversiones más productivas.

En este orden de ideas, lo que se proponía desde la visión de Ronald McKinnon era propiciar los procesos de profundización financiera junto con la liberalización de los mercados tratando de tener unas tasas de interés sin “techo” y asignadas por oferta y demanda. De esa forma, se tendrían altas tasas de interés que ayudarían a acumular el ahorro necesario para canalizar a la inversión. A la vez esto lograría disminuir las presiones tributarias y moderar la demanda por ahorro externo, desestimulando la fuga de capitales al extranjero y buscando una mejora en la distribución del ingreso. El discurso del fin de la represión financiera propuesto por McKinnon tuvo resonancia y fue defendido por las elites financieras nacionales, cuyo resultado fue la puesta en práctica de las primeras tentativas de desregulación financiera y el auge de las finanzas en un primer momento.

Otro elemento que confluyó fue el flujo de excedentes financieros, casi siempre del petróleo, a manera de préstamos hacia los países emergentes, que aumentó de manera considerable a finales de la década de los setenta. No obstante, cuando tiene lugar la crisis de la deuda externa de los países latinoamericanos en los comienzos de los ochenta, se da la salida de un volumen importante de flujos de capital hasta aproximadamente el año 1990. Este punto evidencia un periodo de entrada de capitales a manera de recursos para financiar los países y una posterior fuga de capitales ante la crisis.

En este periodo, se realizan críticas a la profundización financiera que señalan fallas de mercado. En un artículo muy citado en la bibliografía de diversas corrientes, Diaz-Alejandro [1984] argumentó que las primeras políticas de flexibilización de las finanzas de la década de los setenta en América Latina (inspiradas en los trabajos contra la “represión financiera” de McKinnon) terminaron por ser el núcleo desde donde se

gestó la crisis de la deuda latinoamericana de la década de los ochenta.

No obstante, a finales de los años ochenta y comienzos de los noventa, los defensores teóricos de la profundización financiera vuelven a rescatar la línea de McKinnon, esta vez sustentada en modelos de crecimiento endógeno de corte ortodoxo en los que ya no es tanto la acumulación de capital, sino la inversión en capital humano, progreso técnico y aumento de la productividad la que genera mayor crecimiento. Se argumentó que McKinnon no había podido dar cuenta de la relación entre finanzas y crecimiento al asumir implícitamente un modelo exógeno de crecimiento [Tenjo y García, 1995]. Por tanto, la culpa no era de la profundización financiera sino del mal enfoque sobre los factores que se tenían en cuenta para el crecimiento de las economías. Desde esta perspectiva, se destaca el vínculo finanzas-crecimiento por medio de un efecto externo en la eficiencia de la inversión agregada.

La bibliografía de la profundización financiera llega entonces en términos generales a la conclusión de que las finanzas inducen el crecimiento. Algunos encuentran que la finanza tiene un impacto positivo solo en etapas tempranas del desarrollo económico, mientras que en etapas avanzadas se invierte la causalidad [Eschenbach, 2004]. También se sugiere que la relación tiene una enorme heterogeneidad y varía entre países o de acuerdo con las variables dependientes e independientes a considerar (por ejemplo, tasas de interés real, acceso a crédito, inversión en las firmas, ahorro agregado, etcétera).

A su vez, Demirgüç y Levine [2009] afirman que la desigualdad en la distribución del ingreso puede mejorarse por medio del efecto positivo de los papeles y actores financieros sobre los individuos. Esta idea se justifica con algunos ejemplos; uno de ellos describe que un mayor acceso al mercado de créditos incrementaría la inversión de los padres en la educación de sus hijos y así se reduciría el número de jóvenes que dejan sus estudios para trabajar ante choques adversos que

puedan reducir los ingresos de la familia [Guevara, 2016]. Bajo esta concepción, la única forma de acceder a mayores niveles de capital humano que eventualmente mejorarían la distribución del ingreso es mediante el endeudamiento de los hogares para acceder al mercado educativo.

El andamiaje teórico profinanza de estos economistas fue un soporte conceptual importante para los hacedores de política pública de los contextos domésticos latinoamericanos que comulgaron con los principios del Consenso de Washington y su implementación en la región. El discurso del desarrollo financiero ha crecido de manera sostenida en América Latina en los últimos años de la mano de ideas como la bancarización o la inclusión financiera porque en los países emergentes que no alcanzaron un régimen de acumulación fordista [Guevara, 2013] siempre han persistido altos niveles de informalidad laboral y con esto bajos niveles de bancarización. En países como Colombia, por ejemplo, hay un alto nivel de financiamiento informal ya sea vía familiar o el llamado “gota a gota”.<sup>2</sup> Para combatir esto se introdujeron las microfinanzas<sup>3</sup> como estrategia de profundización financiera con el objetivo de erradicar la pobreza. Se argumenta que la facilidad para la difusión y utilización de los diferentes instrumentos financieros contribuye a la creación de oportunidades para todos los sectores de la población, incluso los más desfavorecidos.

Los defensores de los microcréditos argumentan que la provisión de servicios financieros a los más pobres y en especial a las mujeres pobres podría ayudar a alcanzar los objetivos de desarrollo sostenible (ODS) con el criterio de que al empoderar

<sup>2</sup> Es un tipo de préstamos que ofrece a los deudores la posibilidad de obtener créditos en plazos cortos sin tener un fiador u otra garantía. Al tener esta condición, los prestamistas aplican altas tasas de interés, por lo que los repagos se tornan imposibles.

<sup>3</sup> Se llama microfinanzas a la provisión de créditos y servicios financieros a personas que se encuentran en situación de pobreza, que tienen bajos ingresos y también a microempresas. En países como Colombia se reduce sobre todo a microcrédito, con un desarrollo relativamente bajo en otras áreas, como la de seguros [Cepal, 2009].

económicamente a la población femenina, esta se preocupará por temas como la salud infantil y la educación primaria de sus hijos en un mayor grado que los hombres.

En resumen, los proponentes de la profundización financiera intentan justificar que el aumento y la profundización del sector financiero (tanto el intermediado como el no intermediado) son positivos para la sociedad. Se argumenta que la masificación del crédito en condiciones de mercado estimula la formación de nuevas firmas y ayuda a las pequeñas, y así un conjunto de empresas prometedoras puede ganar acceso al sistema financiero. Se supone entonces que un mayor desarrollo de los servicios que el sistema bancario realiza, incluidos los servicios tradicionales de intermediación, propicia mayores tasas de crecimiento económico, reduce la desigualdad y es una estrategia fundamental en la lucha contra la pobreza y a favor del empoderamiento femenino.

#### CONSECUENCIAS NEGATIVAS DE LA PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA

Si bien es cierto que bajo determinadas circunstancias el mayor acceso a los servicios financieros puede tener un impacto positivo en el crecimiento, la desigualdad y otras variables, la profundización financiera ha venido de la mano del sobreendeudamiento de los hogares, el sometimiento de los derechos sociales a las volatilidades de los mercados financieros (pensiones) y la dependencia de las bancas nacionales del financiamiento externo. Se ha mostrado que puede ser sumamente problemático y profundizar las condiciones de pobreza y desigualdad.

En el caso de las microfinanzas, por ejemplo, cuando “los bancos con ánimo de lucro descubrieron que había dinero en la base de la pirámide [...] eran conscientes de que la gente de la clase más baja tenía poco dinero, pero era tan numerosa que valía la pena quitarle a cada uno una pequeña cantidad

[...] y los bancos de todo el mundo acogieron las microfinanzas” [Stiglitz, 2012: 257]. Esta afirmación da sentido a lo sostenido por Bateman [2010] en relación con que hay poca evidencia de que en India, Bosnia o Sudáfrica la población de menos ingresos estuviera experimentando cambios notables en su calidad de vida, mientras que por otra parte la rentabilidad de muchas instituciones microfinancieras (IMF) sí aumentaba a un ritmo acelerado. Adicionalmente, Bateman [2013] afirma que los pequeños emprendimientos a los que se dirige el microcrédito se caracterizan por su baja productividad y, por tanto, emite un cuestionamiento acerca de la orientación de recursos importantes a empresas con bajas posibilidades de éxito. En esta medida el microcrédito presenta una dimensión problemática que incluso puede empeorar la calidad de vida de sus usuarios.

Las dinámicas de altas tasas de interés no solo se presentan en los créditos informales o en los microcréditos, sino también en créditos para vivienda asignados de forma masiva e irresponsable. La burbuja inmobiliaria que se gestó en Estados Unidos en la primera década de este siglo y que es más conocida como la burbuja de los créditos *subprime* (o de alto riesgo) es un claro ejemplo de lo problemático que pueden tornarse las finanzas desarrolladas en una economía.

Y es que la asignación temeraria e indiscriminada de créditos hipotecarios por parte de la banca a personas sin capacidad de pago o con bajos conocimientos previos de los aspectos financieros se torna perjudicial. En Estados Unidos, por ejemplo, se les “vendían unas costosas hipotecas ocultando detalles de las comisiones entre la letra pequeña y en unos términos incomprensibles para la mayoría de la gente” [Stiglitz, 2012: 252]. En varios estados hubo intentos de regular los préstamos dudosos y con altas tasas de usura. Sin embargo, la influencia de los bancos y sus sofisticados aparatos de *lobby* gubernamental lograba impedir cualquier regulación orientada a controlar los créditos confusos y con altas tasas de usura.

Las consecuencias de estas políticas completamente desreguladas fueron evidentes cuando la burbuja inmobiliaria estalló y muchas familias se encontraron ante la preocupante situación de que debían más dinero por su casa de lo que en realidad valía. Esto es un claro ejemplo de que un intento de profundización financiera para ayudar a los más pobres con el apoyo de sofisticados instrumentos de titularización de hipotecas se convierte en una gran trampa que terminará por dejar sin ningún activo a los pobres y con altas deudas, lo que afecta de nuevo la distribución.

Desafortunadamente, la gente no siempre toma las decisiones más acordes cuando de largo plazo se trata y sobre todo cuando las microfinanzas con ánimo de lucro se confunden o camuflan con las finanzas solidarias y cooperativas. De esta forma muchos de los usuarios del microcrédito no saben a dónde se están metiendo cuando toman préstamos que no podrán devolver. La historia recién descrita se repite con los créditos estudiantiles y es que en circunstancias en las que el vínculo diploma-empleo se deteriora [Laval, 2006], este tipo de instrumentos puede convertirse en cargas para las familias y constituirse en un elemento que acrecienta la desigualdad y en nada contribuye a mejorar la distribución del ingreso.

En este orden de ideas, “la innovación del sector financiero fue concebida no para mejorar el bienestar de los estadounidenses sino para mejorar el bienestar de los banqueros” [Stiglitz, 2012: 237]. El aumento indiscriminado de la deuda de los hogares tiene consecuencias macroeconómicas significativas, como lo presentan Barba y Pivetti [2009], pues en una pequeña ventana de tiempo puede brindar la ilusión de mejorar la calidad de vida, pero las ilusiones de un crecimiento sostenido sobre arena se desvanecen con consecuencias sobre la distribución ante el colapso caótico de la crisis. Sin embargo, esta idea no cuestiona las dificultades que puedan surgir para el pago del crédito según las condiciones de las deudas y su efecto futuro en el ingreso de las familias, como se señaló antes.

Para el caso estadounidense, en los últimos años ha tomado fuerza la hipótesis de que la creciente desigualdad en las tres últimas décadas sentó las bases para la reciente crisis de 2008. Bajo esta perspectiva Van Treeck [2012] argumenta que desde finales de los años setenta del siglo xx los beneficios de un creciente ingreso agregado fueron acumulándose en un pequeño grupo de hogares en los percentiles más altos de la distribución y en consecuencia el consumo de los grupos de ingresos bajos y medios fue masivamente financiado mediante un auge de crédito. Este proceso de mayor endeudamiento de las familias se dio de la mano de políticas de promoción de crédito flexible y la desregulación del sector financiero impulsada por el gobierno [Van Treeck, 2012]. Para el caso de los préstamos hipotecarios, se desencadenó un masivo acceso a ellos por parte de población con alto riesgo de no pago, población conocida como “ninjas” (*No Income, No Jobs, No Assets*). No obstante, desde el mismo sistema financiero estadounidense y sus autoridades regulatorias no se percibía un gran riesgo puesto que los sofisticados niveles de titularización trataban de mostrar complejos derivados financieros aparentemente poco riesgosos y atractivos para los inversionistas.

El escenario inestable que se gestó en Estados Unidos en la primera década del nuevo milenio permite analizar la existencia de una doble causalidad entre las finanzas y la desigualdad. Por una parte, un mayor auge de las finanzas puede inducir niveles de desigualdad por las causas ya mencionadas, pero, por otra parte, también hay que tener en cuenta que altos niveles de desigualdad pueden generar que ante el estancamiento de sus ingresos, las personas recurran a la deuda para acceder a bienes básicos y mantener sendas de consumo vistosas en un mundo interconectado. En este sentido, la tasa de ahorro de las familias ha caído porque los estándares de consumo aumentan con mayor número de necesidades.

Por último, puede decirse que la profundización financiera ha afectado los derechos sociales. Por ejemplo, dado que “los fondos privados de pensiones se han constituido en uno de los actores institucionales más importantes en los mercados de capitales, al ser los principales inversionistas financieros” [Giraldo, 2007], han sometido el ahorro de los trabajadores a la volatilidad de los rendimientos financieros. Según se ha visto en algunos países latinoamericanos como Chile, pero en fecha reciente también en Colombia, las pensiones obtenidas mediante los fondos privados de pensiones son bastante bajas y los supuestos beneficios de las cuentas de ahorro individual que rentan en mercados de renta fija y variable no se han cumplido. Si bien algunos economistas ortodoxos en Colombia reconocen este problema [Lora, 2019], las recomendaciones suelen ser más diseños de mercado, como hacer uso de elementos como las hipotecas inversas o los ahorros voluntarios para fortalecer el ahorro individual, sin tocar la misma estructura de los fondos. O se recomienda reformar los parámetros pensionales, como la tasa de reemplazo, el porcentaje sobre el ingreso de cotización o aumentar la edad de jubilación entre otros. Aunque se argumenta que el principal problema de las pensiones es el envejecimiento de la población, no es cierto que de ese hecho se siga que haya que reformar estos parámetros. No es un tema mecánico, sino uno político. Primero deben definirse los objetivos y después la técnica para lograrlos. No es la “técnica” la que define los objetivos, pues esto favorece los intereses del sector financiero en detrimento de las pensiones dignas.

LA DISPUTA POR LAS PALABRAS: ¿POR QUÉ ES IMPORTANTE LA MANERA  
COMO NOMBRAMOS ESTE FENÓMENO?

Una vez revisado lo que se entiende por financiarización y profundización financiera, en este apartado analizamos la

importancia de la no-neutralidad del lenguaje y por consiguiente la importancia de cómo se “narra” el mundo de las finanzas. Es oportuno entonces examinar brevemente la forma en que entendemos el lenguaje y sus entramados puesto que tiene efectos en cómo se entienden y organizan las sociedades.

En la historia de las discusiones de filosofía del lenguaje, las *Investigaciones filosóficas* [2017 (1953)] de Ludwig Wittgenstein marcan un punto de inflexión al cuestionar que el objetivo del lenguaje sea el de representar la realidad. Por el contrario, Wittgenstein ofrece una aproximación pragmática del lenguaje que sugiere que está incrustado en modos de vida y contextos [Wittgenstein, 2017]. Esto significa que lo que le da sentido al lenguaje es su uso y no su correspondencia con las cosas. Todos, por ejemplo, hemos experimentado que una expresión puede causar risas cuando sus diferentes sentidos se sobreponen en una misma situación. Según esta lectura no debe preguntarse cuál es el sentido correcto de una expresión sin contexto, sino saber las intenciones y las situaciones en las que se “dan” los juegos de lenguaje.

Así, el lenguaje también organiza el mundo. Los estudios de género y algunas teorías feministas muestran que en el lenguaje se juega gran potencial [Butler, 1997]. No obstante, el campo puede extenderse. Es posible analizar, entre otros temas, cómo el lenguaje de varias políticas neoliberales que apuntan a introducir mayor competencia y presión en la vida social, como la flexibilización laboral, se establece por medio de una semántica positiva (ser flexible); se trata de luchar contra la rigidez, que aparece en la vida cotidiana como un antivalar, algo que debe erradicarse. Por supuesto, este horizonte de “positividad” confluye en el marco cognitivo que el mismo neoliberalismo<sup>4</sup> ha construido por medio de varios

<sup>4</sup> Entendemos el neoliberalismo en su amplia concepción como una norma de racionalidad cuyo móvil es ampliar el posicionamiento competitivo en todas las esferas de la vida. Para esta visión, ver Mirowski [2013] y Brown [2016].

dispositivos como la psicología positiva, el *coaching* y demás discursos *psi* que potencian el individualismo al mostrar el conflicto y la denuncia como antivalores que no deben mostrarse. Las personas que denuncian o que se “quejan” aparecen como resentidas o envidiosas.

Esto es pertinente porque observamos que las nociones de profundización financiera y financiarización no son neutras. Estos conceptos visibilizan o invisibilizan realidades y encarnan horizontes de significado radicalmente distintos.

El concepto de profundización financiera, por ejemplo, está asociado con un horizonte de sentido y un contexto en el que el mecanismo de mercado es estable, en el que el dinero, la estructura financiera de las empresas y el sector financiero no distorsionan su funcionamiento o son neutralizados por las fuerzas del mercado. El sector financiero se ve como el combustible indispensable para el crecimiento económico al asignar de forma eficiente el capital y canalizar el ahorro hacia la inversión. Está ligado a una concepción del mercado en el que las inestabilidades se generan exógenamente. En otras palabras, a un mundo que no es problemático en sí mismo. El concepto de profundización financiera tiene así una connotación “positiva”, lo que los sociólogos franceses Luc Boltanski y Ève Chiapello llaman tópico del sentimiento en oposición al tópico de denuncia.

La noción de profundización financiera permite, en términos semánticos, que los efectos destructivos o negativos de las finanzas sean deslocalizados de la misma actividad financiera y puedan conceptualizarse como externalidades, como algo que no es intrínsecamente secundario al incremento del tamaño del sector financiero. Algo parecido a lo que el concepto de externalidad genera sobre el horizonte de significado del concepto de mercado al desligar sus inestabilidades endógenas de su funcionamiento. Se señala así “una negatividad sin pasar por una acusación” [Boltanski y Chiapello, 2002].

En este contexto, la profundización financiera encuentra a nivel semántico un camino fácil para desplegarse en el mundo social. Esto por supuesto no pretende negar que los financieros ejercen su poder directamente para imponerse incluso secuestrando la democracia, como se vio en la crisis de la deuda pública griega en 2015, sino más bien reconocer que el imaginario sobre el que se apoya pone en juego elementos “no coercitivos” o de seducción. Esto porque el neoliberalismo actúa ya no solo sobre condiciones objetivas y materiales (destruyendo las colectividades y los derechos conquistados) sino también sobre la subjetividad para producir un horizonte de sentido e intentar darle una dirección a la realidad.

Así, por ejemplo, las misiones para ampliar el mercado de capitales que organismos multilaterales recomiendan y en la actualidad se desarrollan en algunos países como Colombia no generan ruido mediático<sup>5</sup> y son vistas como algo positivo. Esto es contradictorio cuando se ha mostrado que el tamaño del sector financiero se correlaciona con un aumento de la desigualdad [Panico y Pinto, 2015] o cuando la experiencia de diferentes crisis financieras en los últimos 30 años, incluida la gran recesión de 2008 cuyos efectos aun todavía no terminan, debería haber servido para generar mayor desconfianza sobre su desarrollo. Se ha logrado expurgar los “pecados” sin afectar al “pecador”.

Las nociones de financiarización, por el contrario, pertenecen a un tópico de denuncia, a un horizonte de sentido donde las finanzas son uno de los grandes generadores de inestabilidad en las economías capitalistas. Esta dimensión de denuncia se relaciona así con una controversia; se trata de una denuncia con acusación. Mientras que la profundización financiera orienta las externalidades como víctimas de nadie,

<sup>5</sup> Esto no niega los análisis que muestran otros factores como el poder de los financieros sobre los medios de comunicación, de los que suelen ser dueños, y que pueden definir la agenda de noticias y, por tanto, de lo que se discute y lo que no.

las nociones de financiarización muestran que el crecimiento de los actores, mercados, instituciones y motivos financieros tienen fuertes consecuencias negativas en la distribución funcional del ingreso, la inversión, el crecimiento económico, los derechos sociales y la democracia, entre otros.

Aunque es cierto que las finanzas pueden contribuir al desarrollo de la sociedad (las finanzas virtuosas) bajo arreglos institucionales (como el dinero barato y regulado) que domestiquen a los rentistas, la discusión de finanzas para el desarrollo debe pensarse con una carga semántica negativa y no una positiva. No es lo mismo encontrar algo positivo en una cosa negativa en sí misma que algo negativo en una cosa de por sí positiva. Los horizontes de sentido que se activan son diferentes. En otras palabras, no hay que caer en la trampa de discutir la problematicidad de las finanzas bajo el marco cognitivo dominante.

Entonces, la disputa no solo es por el tipo de políticas económicas que tienen consecuencias en los trabajadores, las firmas, los gobiernos, etcétera, sino también por la manera en que se organiza la realidad mediante el lenguaje. La importancia se da por aquello que se visibiliza; en este caso, lo que los marcos cognitivos muestran para discutir los temas económicos. No es lo mismo, por ejemplo, justificar una reforma tributaria por la necesidad de mayor gasto social que por la necesidad de que los ricos no controlen la democracia y puedan influenciar la política [Covert, 2019]. Aunque la primera provenga de una razón justificada, discutir en términos de ingresos y gastos activa los marcos tradicionales asociados con la primacía del esfuerzo, con lo que los conservadores suelen tomar el control del debate [Lakoff, 2008]. Hay que disputar los horizontes de sentido del neoliberalismo y en este caso de cómo se “narran” las finanzas.

## CONCLUSIONES

### *Financiarización y profundización financiera, ¿dos caras de la misma moneda?*

Hemos visto que el concepto de financiarización, con sus discusiones, ha tenido un uso creciente dentro de las escuelas heterodoxas en las últimas dos décadas para hacer referencia a la dimensión problemática y crítica del aumento de la participación y los motivos financieros en las economías. Por otro lado, vimos también que los discursos cercanos a la corriente principal han desarrollado con insistencia el concepto de profundización financiera (bancarización, microfinanzas, innovación de productos financieros e inclusión financiera, entre otros) en diferentes trabajos que presentan el papel positivo de las finanzas (ya sean intermediadas o no) para reducir las brechas en pobreza y desigualdad.

Muchas veces los conceptos de financiarización y profundización financiera se usan de manera indiscriminada y a pesar de su estrecha relación, en su concepción teórica son diametralmente opuestos. No obstante, en términos prácticos vimos que la profundización financiera puede llevar a escenarios problemáticos (financiarizados) como el sobreendeudamiento de los hogares y el sometimiento de los derechos sociales a las volatilidades de los mercados financieros.

La profundización financiera y la financiarización son, entonces y desde cierto punto, dos caras de la misma moneda. Sin embargo, sugerimos que hay que dejar de conversar dentro de la cara positiva de la moneda, pues el marco cognitivo de la profundización financiera ve las dimensiones problemáticas como externalidades, como algo que viene después, mientras que el concepto de financiarización tiene una connotación de denuncia.

De este modo, si bien las finanzas virtuosas son necesarias para el desarrollo de las estructuras productivas de un país, estas no deben pensarse dentro del marco de la profundización financiera. Los horizontes de sentido que se despliegan no son menores y no debemos subestimar la importancia del lenguaje en la manera en que organiza la sociedad.

#### REFERENCIAS

- Barba, A. y M. Pivetti [2009], “Rising household debt: Its causes and macroeconomic implications—a long-period analysis”, en *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33, núm. 1, pp. 113-137.
- Bateman, M. [2013], “La era de las microfinanzas: destruyendo las economías desde abajo”, en *Análisis*, mayo-agosto, núm. 15.
- \_\_\_\_\_. [2010]. *Why doesn't microfinance work?: the destructive rise of local neoliberalism*. Nueva York, Zed Books.
- Boltanski, L. y E. Chiapello [2002], *El nuevo espíritu del capitalismo*. Madrid, Akal.
- Bonizzi, B., A. Kaltenbruner y J. Powell [2019], “Subordinate Financialization in Emerging Capitalist Economies”, en *Greenwich Political Economy Centre* 23044, University of Greenwich, Greenwich Political Economy Research Centre.
- Brown, A., D. Spencery M. Veronese Passarella [2017], “The Extent and Variegation of Financialisation in Europe: A Preliminary Analysis”, en *Revista de Economía mundial*, núm. 46, pp. 49-70.
- Brown, W. [2016], *El pueblo sin atributos. La revolución secreta del neoliberalismo*. Barcelona, Malpaso.
- Butler, J. [1997], *Lenguaje, poder e identidad*. Madrid, Síntesis.
- BVC (Bolsa de Valores de Colombia) [2019], Listado de emisores, 19 de abril de 2019. <<https://cutt.ly/tDL2Bsg>>.

- Cepal [2009], *Microfinanzas e instituciones microfinancieras en Colombia*. Cepal. <<https://cutt.ly/ndL9Rau>>.
- Covert, B. [2019], “Why Democrats Like Taxes Again”, en *NYR Daily*, 15 de abril. <<https://cutt.ly/idL9Axb>>.
- Davis, L. [2013], “Financialization and the nonfinancial corporation: an investigation of firm-level investment behavior in the U.S., 1971-2011”, Working Paper Number 2013-08, en *UMassAmherst Economics*.
- Demirgüç-Kunt, A. y R. Levine [2009], “Finance and Inequality: Theory and Evidence”, en *The National Bureau of Economic Research*. <[www.nber.org/papers/w15275](http://www.nber.org/papers/w15275)>.
- Diaz-Alejandro, C. [1984], “Good Bye Financial Repression, Hello financial Crash”, en *Kellogg Institute Working Papers Series*.
- Dumenil, G. y D. Lévy [2002], “The Profit Rate: Where and How Much Did it Fall? Did it Recover? (USA 1948–2000)”, en *Review of Radical Political Economy*, vol. 34, issue 4, pp. 437-461.
- Epstein, G. [2005], “Financialization and the Global Economy”, en G. Epstein, *Financialization and the World Economy*. Reino Unido. <[www.umass.edu/peri](http://www.umass.edu/peri)>.
- \_\_\_\_\_ [2016], “Financialization”, en L. P. Rochon y S. Rossi, *An introduction to macroeconomics. A heterodox approach to economic analysis*. Cheltenham, Edward Elgar, pp. 538-563.
- Eschenbach, F. [2004], *Finance and Growth: A Survey of the Theoretical and Empirical Literature*. Tinbergen Institute Discussion Paper no. TI 2004-039/2.
- Fasianos, A., D. Guevara y C. Pierros [2018], “Have we been here before? Phases of financialization within the twentieth century in the US”, en *Review of Keynesian Economics*, vol. 6, núm. 1, pp. 34-61.
- Giraldo, C. [2001], *Finanzas Públicas en América Latina: la economía política*. Bogotá, Ediciones Desde Abajo.
- \_\_\_\_\_ [2007], *¿Protección o desprotección social? La economía política*. Bogotá, Ediciones desde Abajo.

- \_\_\_\_\_ y O. Mora [1998], “Hegemonía del capital financiero y política económica en América Latina”, en C. Giraldo *et al.*, *Crisis fiscal y financiera en América Latina*. Bogotá, Tercer Mundo Editores, pp. 1-59.
- Guevara, C. [2013], *La cultura emprendedora en Bogotá. Las consecuencias de las nuevas formas de gestionar el desempleo*. Bogotá, Universidad Nacional de Colombia. <<https://cutt.ly/kdL97mz>>.
- Guevara, D. [2016], *Auge de las finanzas y desigualdad en la distribución del ingreso. Un estudio desde la perspectiva de la financiarización para Colombia 1980-2008*. Bogotá, Universidad Nacional de Colombia, <<http://bdigital.unal.edu.co/50985/>>.
- Harvey, D. [2008], *Breve historia del neoliberalismo*. Madrid, Akal.
- Hein, E. [2012], *The Macroeconomics of Finance-Dominated Capitalism-and its Crisis*. Cheltenham, Edward Elgar.
- Hilferding, R. [1910], *Finance Capital: A Study of the Latest Phase of Capitalist Development*. Nueva York, Routledge.
- Krippner, G. [2005], “The financialization of the American economy”, en *Socio-Economic Review*, núm. 3, pp. 173-208.
- Lakoff, G. [2008], *Puntos de reflexión. Manual del progresista*. Madrid, Península.
- Laval, C. [2006], *La educación no es una empresa*. Madrid, Paidós.
- Lazonick, W. [2014], “Profits without prosperity”, en *Harvard Business Review*, septiembre, pp. 1-11.
- Lavoie, M. [2014], *Post-Keynesian economics: new foundations*. Edward Elgar Publishing.
- Lora, E. [2019], *Economía esencial de Colombia*. Bogotá, Debate.
- Martin, R. [2002], *Financialization of the daily life*. Nueva York, Temple University Press.
- McKinnon, R. [1973], *Money and Capital in Economic Development*. Washington, The Brookings Institution.

- Mirowski, P. [2013], *Never Let a Serious Crisis Go to Waste*. Nueva York, Verso.
- Moreno, A. [2014], “Política monetaria y distribución funcional del ingreso: lo que usted quiso saber y no se atrevió a preguntar”, *Documento Escuela de Economía*, núm. 50, 1-39.
- Ocampo, J. A. [2015], *Una historia del sistema financiero Colombiano*. Bogotá, Asobancaria.
- Orhangazi, Ö. [2008], *Financialization and the US Economy*. Cheltenham, Edward Elgar.
- Palley, T. [2013], *Financialization. The Economics Of Finance Capital Domination*. Nueva York, Palgrave Macmillan.
- Panico, C. y A. Pinto [2015], “Income distribution and the size of the financial sector”, en *Centro Sraffa Working Papers*, núm.15, pp. 1-22.
- Phillips, K. [1993], *Boiling Point: Democrats, Republicans, and the Decline of Middle Class Prosperity*. Nueva York, Random House.
- Rochon, L. P. y M. Setterfield [2007], “Interest Rates, Income Distribution, and Monetary Policy Dominance: Post Keynesians and the ‘fair rate’ of interest”, en *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 30, núm. 1, pp. 13-42.
- Salama, P. [1996], “La financiarisation excluante: les leçons des économies latinoaméricaines”, en F. Chesnais, *La Mondialisation Financière*. París, Syros.
- Sawyer, M. [2014], “What Is Financialization?”, en *International Journal of Political Economy*, vol. 42, núm. 4, pp. 5-18.
- Setterfield, M. [2016], “Economic growth and development”, en L. P. Rochon y S. Rossi, *An introduction to macroeconomics: A Heterodox Approach to Economic Analysis*. Cheltenham, Edward Elgar, pp. 351-379.
- Shaw, E. S. [1973], *Financial Deepening in Economic Development*. Nueva York: Oxford University Press.
- Stiglitz, J. [2012], *El precio de la desigualdad*. Bogotá, Taurus.

- Stockhammer, E. [2000], *Financialization and Slowdown Accumulation. Working Paper No. 14*. Vienna University of Economics and Business Administration.
- \_\_\_\_\_ [2004], “Financialisation and the Slowdown of Accumulation”, en *Cambridge Journal of Economics*, vol. 28, núm. 5, pp. 719-741.
- \_\_\_\_\_ [2012], “Financialization, income distribution and the crisis”, *Investigación económica*, vol. 71, núm. 279.
- Tenjo, F. y G. García [1995], “Profundización financiera y crecimiento económico”, en *Cuadernos de economía*, vol. 14, núm. 23, pp. 178-196.
- Van Treeck, T. [2012], *Did inequality cause the U.S. financial crisis? IMK Working Paper, núm. 91*, Hans-Böckler-Stiftung, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK), Düsseldorf.
- \_\_\_\_\_ y S. Sturn [2012], *Income inequality as a cause of the Great Recession?: A survey of current debates*. ILO Working Papers 994709343402676, International Labour Organization.
- Wittgenstein, L. [2017], *Investigaciones filosóficas*. Madrid, Trotta.



### 3. CRÉDITO, SISTEMA FINANCIERO Y CRISIS: DEBATES EN EL MARXISMO ACTUAL

*Ilich Emiliano Castellanos*

#### INTRODUCCIÓN

El comienzo de la crisis económica internacional del año 2008 como una crisis financiera en el mercado hipotecario estadounidense, el destacado papel de la deuda y sus instrumentos producto de la innovación financiera de las últimas décadas, así como la constatación de un trasfondo estructural subyacente a su concreción financiera hacen que la primera crisis internacional del siglo no pueda comprenderse a menos que se entienda el papel que el crédito desempeña en el proceso de reproducción del capital. Las dos fuentes principales de la crítica teórica sobre las finanzas descansan en la obra de Karl Marx y J. M. Keynes [Chesnais, 2011]. Por ello, no resulta extraño que haya sido la propia crisis estadounidense del año 2007 la que impuso la tarea de volver al estudio de la teoría económica marxista, señalando específicamente la necesidad de desarrollar y actualizar la teoría del crédito y las finanzas.

En este capítulo, se reflexiona sobre los debates generados en la bibliografía marxista contemporánea acerca de la relación entre el crédito, el sistema financiero y las crisis económicas al abordar el caso estadounidense de 2007 con el fin de estimular la discusión de los rumbos por los que esta perspectiva puede continuar ofreciendo explicaciones de fondo en el campo de estudio de los fenómenos financieros y crediticios en un contexto de crisis, larga recesión y futuras crisis.

El argumento principal es que, consideradas en conjunto, ambas corrientes han realizado avances en la actualización de la teoría marxista de las finanzas, pero estos solo pueden sintetizarse dentro de una teoría de la acumulación fundada sólidamente en la teoría del valor-trabajo, crítica, por tanto, de la tesis de la financiarización.

El capítulo lo conforman cuatro apartados: el primero lo constituye esta introducción, el segundo expone que la interpretación de la crisis económica conforma dos corrientes marxistas principales, el tercero muestra la interpretación de las corrientes marxistas sobre el papel del crédito en la crisis y el cuarto profundiza en las controversias teóricas que la interpretación del papel de las finanzas en la crisis plantea y analiza en particular la coherencia de adoptar el concepto de financiarización en un marco marxista. Se examina críticamente el tema de las ganancias financieras, centrándose en la “expropiación financiera” de Lapavitsas [2016] y la noción de “valorización ficticia” de Durand [2018], la relación entre financiarización y acumulación, así como los problemas que esta teoría enfrenta. Por último, se presentan las conclusiones.

#### LA CRISIS DE 2007-2008. SU PROBLEMATIZACIÓN EN LA ECONOMÍA POLÍTICA MARXISTA

Para entender la crisis que estalló en 2007, conviene no detenerse en su detonador. La cascada de quiebras financieras, a pesar de ser la parte visible, no constituye la causa fundamental de la crisis [Toussaint, 2010: 34]. Una perspectiva marxista clásica sobre el problema del crédito en la última crisis señala, en términos macroeconómicos, que es una contracción de la rentabilidad la que conduce a un colapso de la inversión y la economía, cosa que *después* provoca un aumento de la deuda privada [Roberts, 2016; cursivas nuestras]. En cambio, versiones marxistas más conocidas se centran en el papel que el neoliberalismo significó para el estancamiento salarial y

el aumento de la desigualdad como los factores que están detrás de la expansión de la deuda. La configuración institucional neoliberal ha hecho que el proceso de crecimiento de la demanda agregada fuera insuficiente para la realización de las mercancías producidas, ya que la inversión y el consumo capitalista no serían capaces de contrarrestar el declive del consumo de la clase trabajadora. Este problema (de realización) fue resuelto en el capitalismo neoliberal de la única manera posible: algunos grupos gastan más que su renta [Kotz, 2012]. En la misma línea, Husson [2009] sostiene que el capitalismo contemporáneo enfrenta problemas de realización vinculados con que la parte de los salarios en el producto interno bruto (PIB) baja y con el estancamiento de la inversión. Con ello se acrecienta la paradoja de descenso de los salarios reales y un consumo en alza [Foster y Magdoff, 2009]. No hay más que una respuesta posible: el consumo procedente de las rentas no salariales debe compensar el estancamiento salarial, compensación que se efectúa a través de los mercados financieros. El trasfondo de estas tempranas discrepancias en el marxismo reside en las diferentes maneras de comprender la acumulación capitalista, sus determinantes, problemas y, por tanto, sus crisis.

### *La bibliografía marxista y sus corrientes*

La base común a una serie de autores estudiados reside en una teoría de la reproducción según la cual el capitalismo es incapaz de ampliarse internamente. Necesita, por tanto, alguna fuente externa de demanda, por lo que su reproducción está regulada por factores ajenos al sistema. El mecanismo intrínseco del sistema tiende a orientarlo hacia un estado estacionario: necesita alguna fuente externa de demanda efectiva –ajena a su mecanismo básico– para continuar creciendo

[Shaikh, 1978]. En el terreno de la crisis, esta teoría de la acumulación plantea el problema que se encuentra en la base de la crisis económica: la brecha de demanda efectiva (subconsumo). Más aún, el fin último de la producción es la producción de bienes de *consumo*. Se considera que la demanda de bienes de consumo y servicios no solo determina el nivel de producción del propio sector II, sino también el nivel del sector I. En realidad, se olvida que se trata de la valorización del *capital*, y no de su consumo, pues la producción está basada sobre el capital, no sobre el valor de uso [Marx, 1968].

A partir de este análisis sobre la teoría de la *acumulación* y la *crisis*, primer criterio que lo define, se conforma un amplio campo teórico. La presente investigación denomina “marxismo-poskeynesiano” a aquella corriente teórica que considera que la “Gran Recesión” consistió en la crisis de una determinada configuración institucional del capitalismo (neoliberalismo) propiciada por la financiarización de la acumulación de capital y en la que las finanzas son entendidas como un sector que adquirió eficacia propia mediante la cual logró predominar sobre la producción e imponer su dinámica al conjunto del sistema económico.

El periodo neoliberal, coinciden Duménil y Lévy [2012], así como Moseley [2012] y Husson [2009], dio lugar a una recuperación de la tasa de ganancia a través de las medidas implicadas por el neoliberalismo. Se destaca en la desproporcionalidad existente entre un sector financiero y el sector productivo como generador de crecientes diferenciales en la ganancia productiva y la financiera e incluso como prueba de la existencia de “dos órdenes de valorización de capital”. A partir de ello, Durand [2018], Lapavistas [2016], Guillén [2016], Foster y Magdoff [2009] postulan *adicionalmente* la financiarización de la acumulación de capital y, sobre esta base, la transformación del capitalismo en un “capitalismo financiarizado”. El rasgo principal de este enfoque consiste, en efecto, en conducir la financiarización al terreno mismo de

la acumulación de capital, la cual consideran como una “acumulación financiarizada”.

En suma, la corriente marxista-poskeynesiana caracteriza la última crisis como crisis del neoliberalismo [Kotz, 2012; Duménil y Lévy, 2012], crisis de la financiarización [Lapavistas, 2009; Husson, 2009; Amin, 2009] o crisis de un régimen de acumulación financiarizado [Chesnais, 2011; Boyer, 2013; Guillén, 2016].

Al lado de esta corriente se difunde un marxismo de carácter más “clásico”. Analiza la crisis a partir del predominio de la esfera de la producción sobre la circulación, por lo que la teoría del valor es un elemento medular que antecede a todo análisis de los fenómenos de mercado (esfera de la circulación, intercambio y realización); se reconoce la centralidad de la tendencia del capitalismo a aumentar la composición orgánica del capital, lo que conduce al descenso de la ganancia media como la explicación de las causas estructurales de la crisis económica internacional de 2008.

En este capítulo, se denomina “marxismo clásico” a la corriente teórica que considera que la Gran Recesión consistió en una crisis cíclica del modo de producción capitalista debida a las contradicciones inherentes a la acumulación de capital, causada fundamentalmente por un descenso de la tasa media de ganancia en el largo plazo debido a un aumento en la composición orgánica del capital, por lo cual se caracteriza como una crisis de sobreacumulación de capital en la que las finanzas son entendidas como un sector dependiente de las necesidades de la acumulación de capital, o solo relativamente autónomo, y cuyo funcionamiento puede entenderse por medio de la ley del valor, que opera y, por último, se impone en la dinámica inestable de este sector. Algunos autores de esta tendencia son Kliman [2012], Roberts [2016], Carchedi [2011] y, con ciertas reservas, Brenner [2009], entre otros.

El comportamiento de la tasa de ganancia es central para la determinación de la inversión, el empleo y el papel desempeñado

por la deuda. Durante el neoliberalismo, sostienen Maito [2013], Roberts [2016] y Tapia [2009], la rentabilidad aumentó. Pero, como apunta Roberts [2016], la elevación de la tasa de ganancia en el periodo se explica, a diferencia de la otra corriente poskeynesiana, por el aumento de la composición orgánica del capital, la cual fue menor que el aumento de la tasa de plusvalía, por lo que la tasa de ganancia se eleva hasta su pico en 1997, en cuyo periodo esta misma ascendió 19 %. A pesar de ello, el neoliberalismo no fue capaz de recuperar la rentabilidad hasta los niveles de mediados de los setenta, ni por medio de la burbuja *dot.com* o el *boom* inmobiliario impulsado por el crédito. Más aún, en el largo plazo, desde 1946 hasta 2012, o desde 1965 hasta 2012, la tasa de beneficio en Estados Unidos ha experimentado un declive de largo plazo. Una postura diferente, sostenida por Kliman [2012], ha hallado que la tasa de ganancia no se eleva durante el neoliberalismo.

De manera particular, el eje en torno al cual giran los autores marxistas respecto del influjo del crédito y las finanzas en la crisis económica estadounidense es el reconocimiento de una autonomía relativa o independencia del sector financiero, dadas por la operación o no de la ley del valor en el sector financiero. Ello trae aparejado el problema fundamental: la existencia de mediaciones o canales entre el proceso de acumulación de capital y los así llamados “procesos de valorización financiera” (*sic*), cuya determinación define la posición subsiguiente de los autores alrededor de la tesis de la financiarización o de la tesis de expansión del capital financiero.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Cédric Durand sostiene que si hay una autonomía de las finanzas, esta solo es relativa: “Lo que Orleán llama paradoja de liquidez [...] Revela la tensión entre el proceso de valorización real y el proceso de valorización financiera que se encuentra en el centro de las cuestiones planteadas por la financiarización” [Durand, 2018: 48]. Para Lapavitsas [2016: 48] “el sector financiero es un campo *separado* de la actividad capitalista con lógicas internas y prácticas propias”.

Como se apuntó, una diferencia esencial entre las dos corrientes marxistas es su punto de partida. En la medida en que el marxismo-poskeynesiano se apoya prácticamente en la teoría de la deuda de Minsky, la diferencia entre este y el marxismo clásico es la diferencia entre Marx y Keynes, en su interpretación minskyana. Como es sabido, Minsky [1982 y 2008] reivindica la teoría de la inversión de los ciclos económicos de Keynes. A pesar del reconocimiento formal de Minsky [2008 (1986)] respecto de que detrás de las expectativas sobre el futuro o más bien de que las expectativas representan *ellas mismas* anticipaciones sobre el estado de las ganancias (en la medida en que permitirían conocer si “el flujo de caja” solventaría nuevos compromisos financieros), no aborda estas últimas sino su expresión subjetiva, vale decir, el epifenómeno (cuando acreedores y deudores creen que los ingresos comerciales futuros financiarán los pagos de deuda) como el factor causal de la financiación y con ello –según su concepción monetaria, “el dinero es deuda”– de la oferta de dinero. De ahí que en Minsky son las expectativas favorables o pesimistas sobre el futuro lo que se toma como *causal* y no el motivo material en el que dichas expectativas se sustentan, es decir, el estado de las ganancias. Por ello su teoría equivale, prácticamente, a una teoría *crediticia* del ciclo económico. Para Marx, por el contrario, la superficialidad de la economía política (“vulgar”) se pone de manifiesto, entre otras cosas, en el hecho de que convierte la expansión y contracción del crédito, mero síntoma de los periodos alternos del ciclo industrial, en causas de estos [Marx, 1968].

El marxismo clásico reconoce que el rasgo más notable de la crisis estadounidense consistió en el papel del crédito o la deuda. Sin embargo, no considera esta característica una causa, sino un desencadenante. Tras ello hay una causa general de la crisis, existe un marco causal subyacente, la ley de la rentabilidad postulada por Marx. El vínculo entre los beneficios y la crisis se establece por medio de la *inversión*, pues esta atiende directamente el estado de las ganancias y constituye un elemento fundamental de la demanda agregada.

Aunque el inicio de la última recesión en Estados Unidos se fechó en el último trimestre de 2007, las ganancias empresariales alcanzaron un máximo de 1.4 mil millones de dólares en el tercer trimestre de 2006. Las ganancias crecen a ritmos de entre 2 y 4 % en los trimestres séptimo o sexto antes de la recesión, pero comienzan luego a decrecer en el quinto trimestre prerrecesión, en el que las ganancias antes de impuestos ya se contraen 0.1 % y las ganancias tras impuestos 0.4 % [Tapia, 2009: 42]. El crédito no es, pues, una causa, toda vez que los beneficios ya habían empezado a decaer mucho antes de que empezara el colapso del crédito. De manera que la ley de Marx proporciona una explicación de la crisis de 2001-2002, la recuperación subsiguiente de 2002 a 2006, la gran caída de 2007-2009 y la recuperación posterior [Roberts, 2016: 41].

Esta corriente estudia el papel del sistema financiero-crediticio en la formación de burbujas de activos que ayudan al estímulo artificial del crecimiento económico, en cuanto causa contrarrestante o, de forma alternativa, como una política anticíclica empleada por el Estado en su función económica de garante de las condiciones generales de reproducción.

Para Brenner [2009], la falta de estallido de recesiones profundas se debe a que los gobiernos de los países capitalistas avanzados facilitaron el acceso de las empresas y familias a

gigantescas cantidades de crédito mediante canales cada vez más variados –directos e indirectos, públicos y privados–, con lo que se pretendía reabsorber el exceso de oferta con respecto a la demanda [Brenner, 2009: 15]. Kliman, en la misma línea señala: “Antes que permitir una depresión (¡y *boom* subsiguiente!), los diseñadores de políticas económicas han favorecido continuamente la expansión excesiva de deuda” [Kliman, 2012: 214]. En consecuencia, la deuda se convierte en una carga, ya que cuando la proporción deuda/PIB se dobla, triplica, etc., también lo hace la cantidad de futuras ganancias que se están usando actualmente y se dispondrá de menor cantidad de ellas en el futuro. “De manera que una crisis de deuda o crédito es, en realidad, el resultado de un fracaso del modo capitalista de producción como economía monetaria” [Roberts, 2016: 126].

#### EXPANSIÓN CREDITICIA Y FINANCIARIZACIÓN

Para el marxismo-poskeynesiano, el colapso del crédito de 2007 y la subsiguiente Gran Recesión no son un ejemplo de una crisis de rentabilidad clásica. La tendencia al descenso de la tasa de ganancia que, según Marx, es la dimensión central en la que toman forma las contradicciones del modo de producción capitalista, ya no sería relevante. La causa de la crisis es eminentemente financiera. La financiarización es la causa de la crisis y las finanzas dan cuenta, a su vez, de una transformación sistémica en la que el centro de gravedad del capitalismo se traslada a las finanzas. Se constata aquí cómo partiendo de bases relativamente distintas, Lapavitsas [2016] y Foster y Magdoff [2009] arriban a la misma conclusión básica. En apariencia sorprendente, esta coincidencia tiene una base sólida: tanto Foster como Lapavitsas no parten de la teoría marxista de la acumulación, del valor y de la crisis.

Blackburn [2008] interpreta la crisis de crédito como una crisis de financiarización o, dicho de otra manera, como una crisis de ese arriesgado nuevo mundo del apalancamiento, desregulación e “innovación financiera” [Blackburn, 2008: 397]. Esta idea, como la posición fundamental sobre el papel del crédito en la crisis, está muy presente en el campo marxista-poskeynesiano. Las finanzas desreguladas se convierten en dueñas del proceso de reasignación y pueden arramplar *con la parte del león* de las ganancias que ellas mismas hacen posibles, incluidas ganancias anticipadas antes de que se hayan confirmado [Blackburn, 2008: 393]. Para Foster y Magdoff [2009], el sector financiero desempeña el papel de proporcionar mercados nuevos y ampliados para las masivas reservas de capital y de compensador del nivel de consumo con deuda.

En Lapavitsas [2016], el catalizador de la crisis de 2007 fue la concesión de créditos hipotecarios especulativos a los trabajadores de Estados Unidos; dicha difusión tenía como meta comerciar con ellos de forma “titulizada” en los mercados financieros mundiales. La crisis que siguió fue provocada, en primer lugar, por el desmantelamiento de los mecanismos de crédito que habrían sustentado la burbuja. Esta situación puso en evidencia el “súbito vuelco de los bancos hacia los pobres”, por lo que, para el autor griego, es el crédito al trabajador el que generó la crisis mundial [Lapavitsas, 2009: 17].

#### PROBLEMAS TEÓRICOS EN LA POLÉMICA MARXISTA SOBRE EL PAPEL DE LAS FINANZAS EN LA CRISIS

En esta sección se reflexiona acerca de la perspectiva “marxista” de la financiarización y las implicaciones teóricas desde la teoría de la acumulación de capital de Marx, y se analiza críticamente la “expropiación financiera” de Lapavitsas [2016] y la “valorización ficticia” de Durand [2018], así como algunos problemas que dicha teoría presenta.

## *El marxismo y la financiarización, ¿integración posible?*

La problemática más relevante dentro de los desarrollos marxistas actuales se establece alrededor de la tesis de la financiarización. La adopción de un planteamiento característico de la teoría económica poskeynesiana se da a partir de una serie de sucesos que la economía capitalista plantea, a los que nos referimos en la segunda sección de este capítulo.

Tienen particular relevancia el retroceso de la porción de los beneficios reinvertidos por las firmas no financieras y el aumento de los beneficios financieros como parte de las ganancias totales. Estos últimos han crecido desde finales de los años ochenta, por lo que los “marxistas” adoptan la idea de financiarización para explicar la brecha entre ganancias restablecidas e inversión estancada, la brecha de demanda a partir del descenso salarial, el crecimiento de las ganancias financieras en el total, así como el decrecimiento de las ganancias reinvertidas por firmas no financieras.

La bibliografía marxista suele distinguir dos versiones de la financiarización poskeynesiana. Por un lado, la representada por Palley [2007] y Epstein [2005] como una versión más “limitada” de la tesis de la financiarización,<sup>2</sup> y por el otro, los planteamientos de Greta Krippner, que poseen una mejor ponderación entre los economistas marxistas. A partir de ello, los marxistas han optado por la tesis representada por Krippner. *El capital ficticio* de Durand [2018] o *La crisis global en su laberinto* de Guillén [2016] son una clara muestra de la adscripción marxista al poskeynesianismo. La adopción de un conjunto de argumentos sobre 1) las transformaciones del capitalismo; 2) la explicación de la expansión

<sup>2</sup> Según la definición de Palley [2007], la financiarización “es un proceso mediante el cual los mercados financieros, las instituciones financieras y las élites financieras ganan mayor influencia sobre la política económica y los resultados económicos”, que transforma el funcionamiento de los sistemas económicos en los niveles tanto macro como micro.

de la deuda e incluso 3) su relación con la acumulación desemboca en la *aceptación* de la tesis de la financiarización, la cual –en la acepción reconocida por los marxistas poskeynesianos– ha encontrado su formulación paradigmática en Krippner [2005]. Esta autora sostiene que la financiarización puede definirse como un “patrón de acumulación en el que la obtención de beneficios se da mediante canales financieros más que a través de la producción comercial y de productos básicos” [Krippner, 2005].

Ahora bien, la aceptación de la idea poskeynesiana de la financiarización por los “marxistas” trata de ajustarse, claro está, a un marco teórico que conserva *formalmente* la atención del marxismo por la “acumulación de capital” y la esfera productiva como elementos centrales. Sin embargo, adoptar un marco de acumulación no siempre supone adoptar la teoría del valor, tanto menos un marco de composición orgánica de capital para explicar la ganancia. Es cierto que existe la necesidad de asumir un marco teórico que se fundamente en la teoría de la acumulación de capital de Marx. De lo contrario, “abandonar el argumento de la composición orgánica del capital, equivale a rechazar todo el análisis marxista del valor, *lo que deja reducido el marxismo a una economía ricardiana más un crudo empirismo de hechos*” [Gamble y Walton, 1977: 210; cursivas de autores]. La adopción de la tesis de la financiarización, cabe añadir, convierte el marxismo en una “economía ricardiana más un crudo empirismo” entrelazado, esta vez, con la economía poskeynesiana. Con ello queda firmemente establecido un estrecho vínculo entre la teoría poskeynesiana de la financiarización y su intento de desarrollo “marxista”, el cual se hace más íntimo al recurrir a la teoría de la inestabilidad financiera de Minsky, la teoría de la deuda-deflación y su famoso “momento Minsky” para el análisis de las crisis *financieras*.

Un segundo problema teórico planteado por la relación finanzas-crisis reside en el papel de las finanzas en la propia acumulación. Lapavitsas [2016], Durand [2018] y Foster y Magdoff [2009] conducen la idea de la financiarización al terreno mismo de la acumulación de capital, la cual consideran una “acumulación financiarizada”.<sup>3</sup> El marco conceptual que esta corriente desarrolla sobre el capitalismo financiarizado se basa en la distinción entre “acumulación real” y “acumulación financiera” [Lapavitsas, 2016] o “valorización real” y “valorización ficticia” [Durand, 2018]. Desde esta perspectiva, la financiarización podría conceptualizarse como un *cambio en el equilibrio entre las dos acumulaciones*, “la financiarización representa el crecimiento asimétrico de la acumulación financiera en comparación con la acumulación real durante las cuatro últimas décadas” [Lapavitsas, 2016: 261]. Salta a la vista que lo que esta distinción contiene no es más que una reelaboración en términos “marxistas” de la definición de Epstein, “el incremento del papel de los motivos financieros, mercados financieros, actores financieros e instituciones financieras en la operación de las economías nacionales e internacionales” [Epstein, 2005: 3]. En efecto, estas definiciones son fundamentalmente equivalentes. Los “motivos financieros” que son sustanciales en la definición de Epstein, aparecen en la definición de Lapavitsas; expresados empero como “acumulación financiera”. Mientras que la contraparte, la economía real, con respecto a la cual la esfera financiera crece asimétricamente en la financiarización, es denominada por

<sup>3</sup> Lapavitsas [2016: 67], exponiendo sucintamente su teoría de la transformación sistémica del capitalismo señala que “la financiarización no la llevan a cabo ni las finanzas ni las empresas, sino que surge de las interacciones espontáneas entre empresas no financieras, los bancos y los hogares. Éstas se producen en un contexto institucional específico, influido por las políticas gubernamentales, y resultan en un cambio sistémico que refleja las peculiaridades de cada país”.

Epstein como las “economías nacionales e internacionales” y como “acumulación real” por Lapavitsas. Un problema fundamental de esta teoría, tanto “marxista” como la estrictamente poskeynesiana, consiste en su incapacidad de definir, ya que conceptualiza la financiarización como “crecimiento asimétrico”: ¿cuál es el nivel de equilibrio, el nivel de crecimiento simétrico según el cual la proporción entre las “dos acumulaciones” no constituye financiarización? Lapavitsas responde: “no hay un equilibrio óptimo entre la acumulación real y financiera” [2016: 264].

Para Marx, la separación del capital-dinero en *capital a interés* es lo que condiciona la descomposición (siguiente) de la ganancia en interés y ganancia del empresario. Existe una contraposición entre el capital-propiedad y el capital-función,

estas dos formas, el interés y la ganancia del empresario, solo existen como formas antitéticas. No se refieren, pues, por igual a la plusvalía, *de la que no son más que partes plasmadas en categorías*, rúbricas o nombres distintos, sino que se refieren la una a la otra. Una de las partes de la ganancia aparece como ganancia del empresario pura y simplemente porque la otra se presenta bajo la forma de interés [Marx, 1968: 362].

Este es el sentido que Marx daba a la distinción entre la “acumulación de capital-dinero (de préstamo)” y la “acumulación de capital real”. Por ello, el aspecto principal de la relación entre estos dos procesos de acumulación no es la independencia, sino su carácter ligado, contradictorio, opuesto, el cual fue estudiado por el revolucionario alemán de acuerdo con su movimiento en el ciclo industrial.

La concepción de Lapavitsas de “acumulación financiera” no se corresponde con la hecha por Marx y no es internamente coherente. Primero, el autor sostiene que “la acumulación financiera implica en lo fundamental la movilización, comercialización y anticipación *del capital prestable*” [Lapavitsas,

2016: 262; cursivas de autores]. En segundo lugar, que “la forma concreta que toma la acumulación financiera es la acumulación de derechos a pagos de terceros, es decir, de activos financieros que tienen sus propios precios (ficticios)” [Lapavitsas, 2016: 262]. En una misma página afirma que la acumulación financiera implica al *capital prestable* y que asume la forma de acumulación de “derechos a pagos de terceros (activos financieros)”, es decir, *capital ficticio*. Tenemos aquí una confusión de términos con implicaciones relevantes, un problema generalizado en los autores marxistas-poskeynesianos. Tales implicaciones se discuten en la siguiente sección.

Durand [2018] lleva las categorías a un nivel de coherencia por lo demás dudoso. Tratando de atenerse a una terminología marxista, realiza la distinción no entre “acumulación real y financiera” como Lapavitsas, sino entre “valorización real” y “valorización ficticia”. El término ficticio de “capital ficticio” no indica a Durand que se trata de una forma irreal, es decir, de una forma que no corresponde a un contenido de valor realmente existente como capital. El hecho de que el capital ficticio exista como múltiples formas de títulos no significa que deje de constituir un capital *ficticio*, un simple valor nominal que no expresa o representa capital real alguno, como lo hacen, por ejemplo, las acciones en tanto títulos de propiedad cuya parte alícuota corresponde a la existencia de un capital-real invertido. Durand no advierte lo inexacto que es hablar de una “valorización” de tal no-valor, aunque sea ficticia, e incluso afirma: a estos dos tipos de valores (real y ficticio) corresponden *dos órdenes de valorización distintos* [Durand, 2018: 61; cursivas de los autores]. Para Marx la valorización consistía en la valorización de un *capital*, valor que se valoriza mediante la acumulación de plusvalor que lo reproduce y amplía. La valorización es una. Para Durand, por el contrario, “actualizar ingresos esperados” por parte de los poseedores del capital ficticio, es decir, frotarse las manos mientras se calcula cuánta ganancia procurará una empresa productiva,

de la que depende su propio “ingreso capitalizado”, significa “valorizar” un “valor ficticio”. Es decir, hace pasar la *capitalización* como la “valorización” de un no-capital [Durand, 2018].

En resumen, con la distinción que hemos tratado Marx se refirió a la acumulación del *capital a interés*, e incluso cuando esta conduce después a una “acumulación” de “capital ficticio”, llamándola en algunos pasajes “acumulación financiera” [Chesnais *et al.*, 2009: 86], esta última solo cobraría la forma de acumulación de títulos para el derecho de obtención de la renta. Marx describió su movimiento, en efecto. Pero los economistas marxistas-poskeynesianos que tratan de interpretar este planteamiento como un precepto para estudiar la fuente de la ganancia *del* capital ficticio yerran al confundirlo con el capital que devenga interés y su acumulación. A mi juicio, la ganancia que provee el capital ficticio debería interpretarse, en tanto no se invierte como *capital* –lo que lo distingue del capital a interés– ni transcurre ningún ciclo en el que adopte formas de capital-real, como la apropiación de una proporción de la plusvalía existente, es decir, como una particular forma de apropiación.

#### LAS GANANCIAS FINANCIERAS EN LAPAVITSAS Y DURAND, UN ANÁLISIS CRÍTICO

La importancia otorgada a la fuente de las ganancias financieras es primordial en la bibliografía marxista sobre las finanzas y la crisis. Puede decirse que la ganancia financiera es al marxismo-poskeynesiano lo que al marxismo clásico la tasa media de ganancia. Al primero indica el tamaño de la financiarización, al segundo, el tamaño de la expansión del capital ficticio.

Lapavitsas es quizá el autor que más atención ha otorgado a esta cuestión. El crecimiento de las ganancias financieras representa un problema teórico controvertido que está en el núcleo mismo de la financiarización [Lapavitsas, 2016: 284].

De ahí que el economista griego asuma el “gran enigma teórico y conceptual” como parte del establecimiento de una teoría de las formas de ganancia características de la financiarización. Retoma para este fin la polémica entre Pollin y Arrighi, en la que el primer autor cuestiona al segundo: “Arrighi nunca plantea explícitamente la pregunta más básica sobre el circuito M-M’ (D-D’), que es ¿de dónde vienen las ganancias si no de la producción y el intercambio de mercancías?” [Pollin, 1995 citado por Lapavitsas, 2016: 183]. En esta sección discutimos su construcción teórica pretendidamente “marxista” argumentando que la “expropiación financiera” de Lapavitsas representa en realidad una solución prefisiócrata al “enigma de las ganancias financieras”.

La cuestión esencial reside en que Lapavitsas pretende demostrar que su teoría de la ganancia financiera descansa en la teoría de la ganancia de Marx. Sin embargo, pronto debe señalar que toma de este no precisamente lo que tiene de propio, sino en tanto que Marx “tuvo influencias en *otras corrientes* de la economía política clásica que identificaban formas de ganancia *no relacionadas con la nueva creación de flujos de valor*” [Lapavitsas, 2016: 189; cursivas de autores], lo que considera vital para analizar la ganancia financiera. El concepto principal en este sentido es el de “ganancia derivada de la alienación” (o “de la expropiación”, agrega Lapavitsas), formulado por sir James Steuart (1712-1780).

Lapavitsas intenta convencer de esto al lector mediante subterfugios, como el de enfatizar que sir James “influyó fuertemente en la teoría económica de Marx en general y en su teoría del dinero y las finanzas en particular” [Lapavitsas, 2016: 189]; señalar que Marx utilizó el concepto de Steuart en su obra, “aunque no de forma extensiva”, sin mencionar la nula importancia que desempeñó en su obra madura, *El capital*; o que, incluso habiendo criticado francamente el “error manifiesto” en el planteamiento central del autor,

No obstante, Marx *quedó impresionado con el argumento de Steuart* de que la ganancia en la circulación de una de las partes podría suponer la pérdida de la otra. Esto sería un tipo de ganancia *que difería cualitativamente del flujo de plusvalía* creado en la producción a través de la explotación de los trabajadores [Lapavitsas, 2016: 190, cursivas de autores].

Cabe ahora la pregunta, ¿por qué Marx dedica el capítulo primero de sus *Teorías sobre la plusvalía* a sir James? El contraste entre los fisiócratas y Steuart permite a Marx subrayar con mayor nitidez la importancia de estos autores en el desarrollo de la economía política, puesto que son ellos quienes transfieren el nacimiento de la plusvalía de la esfera de la *circulación* a la correspondiente a la producción. Sir James Steuart es pues un mercantilista. Por ello Marx, que caracterizaba a Steuart como “la expresión racional del sistema monetario y mercantil”, contextualiza la obra del autor sin dejar lugar a dudas:

antes de los fisiócratas, la plusvalía [...] se explicaba pura y simplemente a base *del cambio*, por la venta de la mercancía en más de su valor. Sir James Steuart, en su conjunto, no ve más allá y debemos considerarlo, incluso, como el exponente científico de esta concepción [Marx, 1987: 34].

Marx se ocupa de él a propósito de su idea de la ganancia, la cual más allá de la exposición deliberadamente nebulosa de Lapavitsas consiste solo en la diferencia del precio sobre el valor de las mercancías, sin que dicha diferencia represente desde luego creación de valor, es decir, es una ganancia obtenida en el cambio por vender a un precio excedente de su valor real.<sup>4</sup>

<sup>4</sup>Lapavitsas se refiere siempre al planteamiento de sir Steuart como “ganancia derivada de la alienación o *de la expropiación*”. La expresión original de Steuart es *profit upon alienation*,

Por ello es difícil imaginar una tergiversación mayor del planteamiento de Marx que la que hace Lapavitsas [2016] del capítulo uno de *Teorías sobre la plusvalía*. Pero lo que interesa a Lapavitsas es justificar su salida de la teoría marxista de la plusvalía encubriéndose en el propio Marx; justificar su recurso a una teoría de la plusvalía prefisiócrata y conservar en el acto (¡además!) su etiqueta de “marxista”.

Ahora bien, ¿qué implicación tiene el esfuerzo de Lapavitsas por hacer pasar a Marx por un mercantilista, “impresionado” por la *profit upon alienation* de sir James?, ¿en qué convierte al propio Lapavitsas ese esfuerzo por resolver “el núcleo mismo de la financiarización”? Él sostiene que al lado de la ganancia “normal” existe también “ganancia derivada de la alienación o de la expropiación”, que “es el resultado de transacciones de suma cero que se relacionan con el ingreso nominal o con los *stocks* existentes de dinero, y que se acumula a través de las transacciones comerciales o financieras” [Lapavitsas, 2016: 192]. Con este planteamiento no hace otra cosa que resumir la idea de la ganancia de Steuart, es decir, resucitar una vieja tesis mercantilista desechada ya por Marx tanto en *Teorías de la plusvalía* como en el primer tomo de *El capital*, y lo hace presentándolas justamente como “ideas de Marx (o de Steuart)”, para después emplearlas a lo largo de su libro a fin de analizar la ganancia financiera. Lapavitsas traslada esta noción mercantilista al sector financiero, la cual denomina “expropiación financiera”, por la que entiende: “En el fondo, esta es una relación de explotación que representa la apropiación directa del ingreso nominal personal o de capital prestable y del simple dinero que pertenece a terceros” [Lapavitsas, 2016: 193]. La ganancia

---

*alienation* hace referencia al acto de enajenar, de *vender*, no la alienación filosófica. Por ello una adecuada traducción al español es “ganancia en la venta”. “Ganancia derivada de la alienación” en este contexto *no* es equivalente a “ganancia derivada de la expropiación”. Por ello, consideramos que Lapavitsas tergiversa esta vez al propio sir James Steuart.

financiera, es “un robo”, podría añadirse. No obstante, continúa Lapavitsas, “es diferente de la explotación de la producción y se basa en un juego de suma cero entre las partes implicadas en las transacciones financieras”. Lapavitsas tiene necesidad de resucitar esta tesis para argumentar sofisticadamente cómo pueden producirse “ganancias ajenas a la plusvalía” (que para Steuar no eran más que *ganancias en la venta*) lo cual también es ajeno, en cuanto *mercantilista*, a la teoría marxista de la plusvalía.

La “expropiación financiera” de Lapavitsas es definida como la financiarización de la renta de los hogares y significa la transferencia directa de la renta personal, mediante una “explotación secundaria”, a las ganancias de las instituciones financieras. Olvida que la inmensa mayoría de esta renta personal consiste en ingresos salariales y que el salario consiste en la expresión monetaria de la fuerza de trabajo generado por el proletario en el proceso de producción, es decir, una parte del plusvalor. Por tanto, aunque la *profit upon alienation* de sir James Steuart llevada al sector financiero por Lapavitsas representara una apropiación directa de este, en manera alguna se concluye que estas ganancias “incluso podrían no estar relacionadas con la plusvalía”. Por el contrario, “la ley del valor aplicada al campo de las operaciones financieras significa [...] simplemente que no se puede distribuir más riqueza real que la que ha sido producida” [Husson, 2009: 82].

La pregunta sobre el circuito D-D’ de Arrighi, “¿de dónde vienen las ganancias si no de la producción y el intercambio de mercancías?”, equivale a volver a plantear, en términos imprecisos, los problemas en la fórmula general referidos por Marx en el tomo I de *El capital*. En el caso de los rentistas y especuladores, formular un “enigma de beneficios sin acumulación” constituye, de hecho, caer en la ilusión de que es posible obtener ingresos provenientes fuera de la plusvalía.

El principio irrenunciable de la teoría de la plusvalía marxista reside en concebir que el trabajo adicional es la única base interna –la sustancia– de todos los tipos de ingreso no laboral. Este crea valor en la producción, dando así posibilidad de que cada grupo de la burguesía recoja su parte de plusvalía según las funciones que desempeña en el movimiento del capital y bajo formas cada vez más fetichizadas, una de las cuales es la “ganancia financiera”.

Para Marx, estos hechos, en los que hasta una acumulación de deudas puede hacerse pasar por una acumulación de capital, revelan hasta qué extremos de tergiversación llega el sistema de crédito en el capitalismo. Segal [1941] apunta que la forma D-D' representa la manera mistificada del capital en su modo más grosero; pese a ello Marx consigue develar los mecanismos fundamentales de lo que él mismo llama “la matriz de todas las formas absurdas del capital”, con lo que permite comprender en su surgimiento las ulteriores expresiones del capital ficticio. El “marxismo” poskeynesiano formula, no obstante, un “enigma”; en Lapavitsas el “enigma” se convierte en embrollo y el embrollo en una solución revisionista y prefisiócrata (mercantilista) aplicada al sector financiero.

## CONCLUSIONES

El objetivo principal de este capítulo es analizar los debates sobre la relación entre el crédito, el sistema financiero y las crisis económicas por medio de la bibliografía del marxismo contemporáneo y abrir una discusión en torno a algunas de sus principales problemáticas. A manera de conclusión puede apuntarse lo siguiente:

1. La obra del marxismo-poskeynesiano emplea formalmente una terminología marxista, pero se apoya en una teoría de la acumulación subconsumista o keynesiana, y en el ámbito de la crisis, el crédito y las finanzas, en una teoría poskeynesiana. Por ello sus contribuciones, a pesar de considerarse una perspectiva marxista, representan un esfuerzo por desarrollar la categoría de “financiarización”, por lo cual son ajenas al desarrollo de la economía política marxista.
2. El marxismo clásico aporta un desarrollo coherente con las tesis y categorías marxistas, y ofrece una alternativa crítica a la tesis de la financiarización para comprender desde la óptica del valor, la teoría de la acumulación y la plusvalía marxista, los fenómenos financieros.

Particularmente, se ha mostrado: a) que la “expropiación financiera” no está sustentada en la teoría marxista de la plusvalía, sino en una teoría de la ganancia mercantilista; b) que Durand identifica de forma errónea el capital ficticio como crédito, por lo que le atribuye una influencia sobre la economía real por medio de la financiación e incluso un “orden de valorización”; c) que para los financiaristas no se trata ahora, como para los subconsumistas, de que el ahorro (en demasía) lleva a la depresión, de manera que la crisis surge del ahorro (excesivo), sino de que la expansión de la deuda, la expansión excesiva de las finanzas, lleva a financiarizar la economía y con ello a crisis financieras; d) que el problema que esta teoría enfrenta reside en no poder determinar el nivel de equilibrio entre “dos” acumulaciones “asimétricas” y el límite de la “tendencia” de las finanzas a subsumir la real; y e) la incompatible adopción de la tesis de la financiarización poskeynesiana en un marco marxista. Se constata que ambas corrientes avanzan en la actualización de la teoría marxista de las finanzas y que, no obstante, solo pueden sintetizarse dentro de una teoría de la acumulación fundada en la teoría del

valor-trabajo, crítica a la tesis de la financiarización y a la malograda síntesis de marxismo y poskeynesianismo.

#### REFERENCIAS

- Amin, Samir [2009], *La crisis: salida de la crisis del capitalismo o salir del capitalismo en crisis*. España, El viejo topo.
- Blackburn, Robin [2008], “La crisis de las hipotecas subprime”, en Robin Blackburn, *El futuro del sistema de pensiones: crisis financiera y Estado de bienestar*. Madrid, Akal.
- Boyer, Robert [2013], *Los financieros ¿destruirán el capitalismo?* Buenos Aires, Universidad Nacional de Morena.
- Brenner, Robert [2009], *La economía de la turbulencia global*. Madrid, Akal.
- Carchedi, Guglielmo [2011], *Behind the Crisis: Marx's Dialectics of Value and Knowledge*. Leiden, Brill.
- Chesnais, Francois; Suzanne de Brunhoff, Gérard Duménil, et al. [2009], *Las finanzas capitalistas. Para comprender la crisis mundial*. Argentina, Ediciones Herramienta.
- Chesnais, Francois [2011], *Las deudas ilegítimas*. Madrid, Clave Intelectual.
- Duménil, Gérard y Dominique, Lévy [2012], *The Crisis of Neoliberalism*. Cambridge, Harvard University Press.
- Durand, Cédric [2018], *El capital ficticio*. España, NED Ediciones.
- Epstein, Gerald [2005], *Financialization and the World Economy*. Cheltenham, Edward Elgar Pub.
- Foster, Jonh Bellamy y Freed Magdoff [2009], *La gran crisis financiera*. México, Fondo de Cultura Económica.
- Gamble, Andrew y Paul Walton [1977], *El capitalismo en crisis: la inflación y el Estado*. España, Siglo XXI.
- Gowan, Peter [2009], “Las causas de la crisis del crédito”, en Samin Amir, *Crisis financiera, económica y sistémica*. Madrid, Maia Ediciones.

- Guillén Romo, Arturo [2016], *La crisis global en su laberinto*. México, UAM-I.
- Husson, Michel [2009], *Capitalismo puro*. Madrid, Maia Ediciones.
- Kliman, Andrew [2012], “Underlying Causes of the Great Recession”, en *Radical economic theories of the current crisis*. URPE-Occupy Summer Conference.
- Kotz, D. [2012], “The Current Crisis: Character, Cause, Resolution”, *Radical economic theories of the current crisis*, URPE-Occupy Summer Conference.
- Krippner, Greta [2005], “The financialization of the American economy”, en *Socio-Economic Review*, vol. 3, issue 2, mayo, pp. 173–208.
- Lapavitsas, Costas [2016], *Beneficios sin producción*. España, Traficantes de Sueños.
- Lapavitsas, Costas [2009], *El capitalismo financiarizado, expansión y crisis*. Madrid, Maia Ediciones.
- Maito, Esteban [2013], “La transitoriedad histórica del capital. La tendencia descendente de la tasa de ganancia desde el siglo XIX” en *Razón y Revolución*, núm. 26.
- Marx, Karl [1968 (1894)], *El capital*. Tomo III, México, Fondo de Cultura Económica.
- \_\_\_\_\_ [1987], *Teorías sobre la plusvalía*. Tomo I, México, Fondo de Cultura Económica.
- Mateo, Juan Pablo (coord.) [2013], *Capitalismo en recesión. La crisis en el centro y la periferia de la economía mundial*. Madrid, Maia Ediciones.
- \_\_\_\_\_ [2013], “La crisis económica mundial y la acumulación del capital, las finanzas y la distribución del ingreso. Debates en la economía marxista”, en *Revista de Economía Crítica*, primer semestre, núm. 15.
- Minsky, Hyman [1982], *Cant “It” Happen Again? A reprise*. Levy Economics Institute College, Hyman Minsky Archive, paper 155.

- \_\_\_\_\_ [2008 (1986)], *Stabilizing an Unstable Economy*. Estados Unidos, McGraw-Hill.
- Moseley, Freed [2012], “The U.S. Economic Crisis: Profitability Crisis and Household Debt Crisis Combined”, en *Radical economic theories of the current crisis*. URPE-Occupy Summer Conference, agosto.
- Palley, Thomas [2007], *Financialization: What It Is and Why It Matters*. Political Economy Research Institute, noviembre.
- Palludeto, Antonio y Rogelio Andrade [2017], “Teorías económicas marxistas e a Grande recessão”, en *Revista de Economia Política*, vol. 37, núm. 3, pp. 527-550.
- Roberts, Michael [2016], *La larga depresión*. España, El Viejo Topo.
- Segal, Luis [1941], *Principios de economía política*. México, Ediciones Fuente Cultura.
- Shaikh, Anwar [1978], “Introducción a la historia de la teoría de las crisis”, en *Investigación económica*, México, UNAM, julio-septiembre, vol. XXXVII, núm. 145.
- Tapia, José Antonio [2009], “Causas de las crisis: especulación financiera, burbujas inmobiliarias, machismo desaforado y otras explicaciones económicas de nuestra penuria”, en *Ensayos de Economía*, enero/junio, núm. 34, pp. 35-46.
- Toussaint, Eric [2010], *Crisis global y alternativas desde la perspectiva del sur*. Cuba, Editorial de Ciencias Sociales.



#### 4. LA TEORÍA MONETARIA DE LA FRAGILIDAD FINANCIERA: ACERCAMIENTO A LAS PERSPECTIVAS DEL NUEVO CONSENSO MACROECONÓMICO Y POSKEYNESIANA

*Ismael Valverde-Ambriz*

##### INTRODUCCIÓN

Este trabajo aborda el papel de los precios de los activos y de la fragilidad financiera en las operaciones del banco central mediante el estudio de los desarrollos teóricos del Nuevo Consenso Macroeconómico y de la perspectiva poskeynesiana. Muestra que las dos posturas reconocen que los aspectos financieros son importantes, pero que tienen diferentes formas de tratarlos e incluirlos en su análisis. Dentro del núcleo del Nuevo Consenso Macroeconómico se piensa que la estabilidad de precios garantizará la estabilidad financiera, mientras que los poskeynesianos plantean una mayor consideración de los factores financieros en las actividades de los bancos centrales.

El trabajo se distribuye como sigue: en la primera parte se presentan las principales hipótesis del Nuevo Consenso Macroeconómico; en la segunda se expone la parte relativa a los poskeynesianos y se cierra con algunas consideraciones finales.

##### EL PAPEL DE LA POLÍTICA MONETARIA EN EL NUEVO CONSENSO MACROECONÓMICO

Tanto la neutralidad del dinero a largo plazo como la existencia de imperfecciones del mercado son esenciales en las

implicaciones teóricas del Nuevo Consenso Macroeconómico, pues proporcionan una justificación para el papel asignado a los bancos centrales en la gestión de la inflación. Dado que se asume que las tasas de rendimiento reales son lo que importa a los empresarios y los participantes en los mercados financieros, la inflación debe ser la preocupación central del gobierno. Debido a que la creación monetaria excesiva es la principal fuente de inflación, a las autoridades monetarias se les da el objetivo de controlar la inflación mediante la administración de la oferta monetaria directa (fijación de la oferta monetaria) o indirecta (fijación de la tasa de interés).

En términos de política monetaria, esto conduce a un marco denominado “metas de inflación” (*inflation targeting*), que se caracteriza por el anuncio de rangos de objetivos para la inflación en uno o más horizontes y por el reconocimiento explícito de que la inflación baja y estable es la prioridad y el objetivo principal de la política monetaria. La discreción en torno a la estabilización de la producción, la estabilidad financiera y los problemas de tipo de cambio existe, pero es limitada. De hecho, cualquier decisión discrecional debe estar justificada por su impacto en el pronóstico de las variables objetivo, de lo contrario, el juicio no debería influir en la regla. Esto puede implementarse, por ejemplo, permitiendo que la inflación a corto plazo esté fuera del objetivo o teniendo un rango más amplio para la meta de inflación. Otra forma de adaptarse a los problemas a corto plazo es tener una definición de inflación que excluya los choques de oferta, los precios volátiles y otros elementos distorsionadores [Bernanke y Mishkin, 1997].

Todo esto deja ver que, al final, el modelo del Nuevo Consenso llega a una conclusión muy similar a la que había expuesto Fisher [1907 y 1930] con anterioridad. Esto es, el objetivo del banco central es anclar la inflación mediante el manejo de las expectativas para estabilizar las tasas de interés reales. Un banco central debería cambiar sus tasas de

interés a corto plazo cada vez que sus expectativas a largo plazo se modifiquen, incluso si hoy día no hay ningún signo de inflación en absoluto [Goodhart, 2009].

Al cambiar su tasa de corto plazo, el banco central afectará de manera directa las otras tasas de corto plazo e indirectamente (por medio de las expectativas de la política monetaria futura) las tasas de largo plazo, lo que permite que la tasa de interés nominal compense los cambios en la inflación esperada. Sobre este asunto, Laubach y Williams [2003], en un ejercicio de medición de la tasa de interés real presentaron evidencia que sustenta que la tasa real fluctuó ampliamente en Estados Unidos durante los últimos 40 años. En este caso es probable que se hubiera necesitado una variación aún mayor de la tasa de interés nominal para evitar una política demasiado acomodaticia o demasiado restrictiva.

Adicionalmente, uno de los elementos fundamentales que esta postura toma en cuenta es la hipótesis de los mercados eficientes, pues, siguiendo las ideas de Fama [1970], el principal papel del mercado de capitales es la asignación de los capitales en la economía y proporcionar señales precisas para la asignación de los recursos mediante los precios. En este contexto, si se quita la asimetría de información, este marco de análisis se asemeja al modelo simple del ciclo real de negocios, lo que haría a la estructura financiera poco más que irrelevante. Es decir, los bancos y otras instituciones financieras serían igualmente un “velo” puesto sobre el comportamiento real de la economía. Por tanto, en el Nuevo Consenso, el uso de asimetrías de información es esencial para explicar cómo el dinero, o más ampliamente la estructura financiera, puede influir en la economía. Vale decir que Mishkin [1997] proporciona una perspectiva muy completa sobre este fenómeno.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Para Mishkin, en la economía siempre se presentan “choques” en términos de tasas de interés más altas, disminuciones en la calidad del balance general de las empresas, caídas

La bibliografía del Nuevo Consenso Macroeconómico acerca del papel de los aspectos financieros en el proceso de decisión de los banqueros centrales puede dividirse en tres partes. La primera estudia la relación entre la estabilidad de precios y la estabilidad financiera, la segunda cuestiona si es necesario incluir los precios de los activos en las decisiones de política monetaria y la tercera va más allá de los objetivos de inflación y estudia el uso apropiado de los precios de los activos por parte del banco central para promover la estabilidad financiera.

### *Estabilidad de precios y estabilidad financiera*

Sobre el primer tipo de publicaciones, es decir, el que aborda la relación entre estabilidad de precios y estabilidad financiera, es posible encontrar a su vez dos perspectivas diferentes. La primera sostiene que la estabilidad de precios garantiza la estabilidad financiera y, por tanto, un banco central no

---

del mercado de valores o mayor incertidumbre. A pesar de que no proporciona una explicación de cómo surgen esas alteraciones, se centra en sus consecuencias mediante el impacto de las asimetrías de información. Por ejemplo, un aumento en el riesgo percibido en torno a la calidad de los prestatarios hace que los prestamistas aumenten la tasa de interés real que cobran por sus préstamos. Sin embargo, tasas de interés más altas reducen la proporción de buenos prestatarios porque los riesgosos no se desaniman tanto como los buenos prestatarios, ya que potencialmente obtienen un rendimiento más alto por sus proyectos. Para evitar esta selección adversa, los prestamistas tienen ante sí dos opciones. Por una parte, pueden racionar el crédito, lo que es malo para la actividad económica pues inhibe la inversión. Otra opción es exigir un colateral, lo que hace que la información asimétrica ya no sea un factor tan importante. Sin embargo, una vez que se han otorgado los préstamos, todos los prestatarios pueden tener un incentivo para hacer trampa ya sea por no implementar exactamente el proyecto financiado o por descuidarlo. Esto también incentiva que los prestamistas limiten la oferta de crédito, lo que genera que tanto los préstamos como la inversión estén en niveles subóptimos. Una forma de disminuir el riesgo moral es supervisar la hoja de balance de los prestatarios asegurándose de que su riqueza neta sea lo suficientemente alta. De hecho, los prestatarios con poca riqueza neta no tienen nada que perder y es muy probable que asuman mayores riesgos.

debe preocuparse por los precios de los activos en sus operaciones diarias. Solo cuando ocurre una crisis financiera, considerado como un fenómeno atípico, debe intervenir el banco central actuando como prestamista de última instancia. La segunda posición es del todo contraria pues sostiene que es precisamente la estabilidad de precios la que puede desencadenar inestabilidad financiera; por consiguiente, las consideraciones financieras deben tener un papel activo en las decisiones de política monetaria.

Anna Schwartz [1987] ha sido una de las principales defensoras de la primera postura. Con base en su famoso trabajo con Friedman [Friedman y Schwartz, 1963], argumenta que la inflación es la principal amenaza para la estabilidad financiera. Ella sostiene que variaciones agresivas inesperadas en los precios generan inestabilidad financiera. La razón es por la forma en que las instituciones financieras realizan el análisis crediticio. El prestador basa el análisis del balance del prestatario y la evaluación del colateral bajo la idea de que el nivel de precios o la tasa de inflación se mantendrá durante toda la vida del préstamo; de esta manera, cualquier variación en el nivel de precios invalida ese análisis. Así, un cambio en la política monetaria hace que los cálculos de la tasa de rendimiento de los proyectos, basados en los supuestos de precios iniciales tanto de los prestamistas como de los prestatarios, sean extremadamente complejos, por decir lo menos. Los prestatarios pierden las sumas que han invertido y los prestamistas tienen que lidiar con las pérdidas en los préstamos.

Desde la perspectiva de Schwartz, tanto los prestamistas como los prestatarios viven en el mismo estado de incertidumbre cuando evalúan un proyecto, por lo que, si se piensa bien, la información asimétrica no es realmente el problema. Este surge cuando las autoridades monetarias intentan estimular la economía por encima de su trayectoria natural, causando

inflación. Al generar una inflación alta y persistente, el banco central fomenta expectativas optimistas de ingreso nominal por parte de prestamistas y prestatarios. Así, la economía se vuelve más sensible a los cambios en los precios y en periodos de alta inflación incluso la desinflación puede ser perjudicial al disminuir la velocidad de las ganancias de ingresos nominales en relación con la tasa de interés. Esto es válido para empresarios y banqueros, pues las percepciones de crédito y riesgo de tasa de interés están distorsionadas por la inestabilidad de los precios [Schwartz, 1987].

Según Schwartz, la política de estabilidad de precios debe implementarse tomando en consideración un bajo nivel de inflación porque la variación de los cambios en los precios relativos es mayor a medida que la inflación aumenta [Schwartz, 1987]. Al hacer esto, los bancos centrales reducirán la variación de la tasa de interés nominal y facilitarán el acceso al crédito bancario, lo que promueve el crecimiento económico y la estabilidad financiera.

Bordo *et al.* [2002] pusieron a prueba la idea de Schwartz mediante un ejercicio histórico en el que construyeron dos índices anuales que intentaban reflejar las condiciones financieras de Estados Unidos de 1790 a 1997. Estimaron el efecto de choques de precios en cada índice y encontraron que los choques de nivel de precios contribuyeron a la inestabilidad financiera entre 1790 y 1933 y en el periodo de 1980 a 1997. Según su investigación, el tamaño de los choques de precios necesarios para alterar de modo sustancial las condiciones financieras depende del entorno institucional. Concluyen señalando que una política monetaria centrada en la estabilidad de precios es propicia para la estabilidad financiera.

Bernanke y Gertler [1999], en un trabajo presentado en Jackson Hole en el que realizan un ejercicio de análisis histórico para Estados Unidos y Japón, llegan a conclusiones que van de la mano con las de Anna Schwartz y Bordo. Afirman que el modelo de blancos de inflación proporciona un

marco de acción muy eficaz para lograr tanto la estabilidad macroeconómica como la estabilidad financiera. Señalan que a causa “del fuerte compromiso de estabilizar la inflación esperada”, no es necesario —ni deseable— que la política monetaria responda a los cambios en los precios de los activos, excepto en la medida en que ayuden a pronosticar presiones inflacionarias o deflacionarias.

Sin embargo, esta no es la única perspectiva dentro de esta postura teórica; el debate al interior también existe. Tomando como referencia el modelo de metas de inflación algunos autores han señalado que la supuesta relación que existe entre estabilidad de precios y estabilidad financiera no es tan simple. Mishkin [2000] muestra que la estabilidad de precios y del producto, así como un sólido crecimiento económico pueden llevar a desarrollar expectativas alcistas (*bullish*) en los mercados financieros, las cuales, a través de estas perspectivas sobre el futuro y mediante el incremento del valor del colateral, pueden conducir a un *boom* de crédito que refuerce un mercado financiero alcista y con mayor volatilidad.

Borio y Lowe [2003] presentan cuatro razones por las que es posible que la estabilidad financiera no sea el resultado de la estabilidad de precios. La primera es que una política monetaria exitosa puede mejorar el optimismo de los agentes pues les permite llevar a cabo una planeación de largo plazo. Este optimismo se verá reflejado en el precio de algunos activos, en particular los vinculados con el mercado hipotecario, lo que afectará el mercado de crédito. El auge en el mercado crediticio, al generar criterios de solvencia crediticia más flexibles, puede desencadenar inestabilidad financiera en el futuro cuando los prestatarios no puedan cumplir con sus expectativas de ingresos.

En segundo lugar, un choque positivo del lado de la oferta —por ejemplo, un incremento de la productividad— puede aumentar la rentabilidad y el optimismo sobre el futuro. De esta forma, es factible que la combinación del aumento de los

precios de los activos, el fuerte crecimiento económico y la baja inflación cree expectativas del futuro excesivamente optimistas y generar aumentos en el mercado de activos y en el crédito que superen los justificados por la mejora original de la productividad [Borio y Lowe, 2003].

En tercer lugar, y esto es bastante problemático en el marco de las metas de inflación, una política monetaria altamente creíble puede anclar las expectativas de inflación tan bien que es probable que los salarios y los precios de los contratos a largo plazo no respondan tan rápido a las presiones de la demanda –vale decir que sobre este fenómeno aún es necesario realizar una mayor profundización.

Finalmente, la cuarta razón y que va muy en relación con las ideas anteriores, consiste en la existencia del fenómeno de que las expectativas de inflación y del producto esperado pueden manifestarse primero en los mercados de activos en lugar de los mercados de bienes. Por tanto, un banco central que tenga como parte de su mandato la estabilidad del producto tal vez encuentre pocas razones para ajustar su política mientras los desequilibrios financieros están creciendo.

Kaufman [1998] también hace notar que una baja inflación vinculada con el producto puede hacer que el banco central establezca bajas tasas de política monetaria, lo que ocasionará una reducción del costo financiero que deben soportar los fondos de capital, contribuyendo así a la aceleración del precio de las acciones y del precio de los activos vinculados con bienes raíces. Borio y Lowe [2003] señalan que la inestabilidad inesperada sobre el precio de los bienes producidos genera inestabilidad financiera solo si los desequilibrios financieros son fuertes. De hecho, cuanto más fuertes son los desequilibrios, mayor es la dependencia de los prestatarios y prestamistas en la realización de un cierto nivel de precios. Por último, Mishkin [1997] señala que la estabilidad de precios y la estabilidad financiera son objetivos que se refuerzan

mutuamente, por lo que ambos deben ser perseguidos de forma independiente por los banqueros centrales.

#### EL PAPEL DEL PRECIO DE LOS ACTIVOS Y LA BANCA CENTRAL

En lo que corresponde al segundo aspecto de importancia para la bibliografía del Nuevo Consenso, y que tiene que ver con el hecho de si la política monetaria debería tener en cuenta los precios de los activos, el primer debate se refiere a la importancia de estos precios para reducir la inflación y coadyuvar en el crecimiento del producto.

Disyatat [2005] presenta una muy buena perspectiva y resumen de la conclusión general de la postura que está a favor de la inclusión de un parámetro vinculado con el precio de los activos dentro de la función de reacción del banco central: si es posible identificar las burbujas vinculadas con los precios de los activos y si estas proporcionan información relevante de la inflación futura y el crecimiento futuro, puede ser útil incluirlas en la función de reacción para “lograr el nivel de precio óptimo” y la tasa de crecimiento.

Esta postura argumenta que la instrumentación de los blancos de inflación mejoraría con la inclusión del precio de los activos en la función de reacción del banco central. Esto es así porque las desalineaciones de los precios de los activos, aun si son muy complejas de medir, son mensurables para un banco central y porque los precios de los activos son medidas confiables de la inflación futura. Es posible incluirlos mediante una definición más amplia de inflación o de manera directa en la función de reacción.

De la misma manera, Smets [1997] y Cecchetti *et al.* [2002] argumentan que los precios de los activos tienen su propio lugar en la función de reacción. Están de acuerdo en que los precios de los activos ayudan a predecir la inflación, pero sostienen que la meta de inflación se mejora al reaccionar directamente

a las desalineaciones de los precios de los activos. Reconocen que el cálculo de las desalineaciones es difícil, pero consideran que no son más difíciles de calcular que el producto potencial, por ejemplo. En este contexto, el banco central debería reaccionar a todos los precios de los activos si están desalineados con respecto a su valor fundamental [Cecchetti *et al.*, 2002]. Esto no significa que el banco central deba establecer un “blanco” sobre los activos o deba intentar reventar las burbujas de los activos; solo significa que el banco central debería mover automáticamente sus tasas de interés para responder a las desalineaciones de los precios de los activos, todo con el objetivo de mejorar las metas de inflación y nada más. Al hacerlo, el banco central reducirá la variabilidad de la inflación y el producto [Cecchetti *et al.*, 2002].

Sobre este aspecto, Berger *et al.* [2007] han complementado este punto de vista al mostrar que una vez que la ponderación del peso de los precios de los activos se deriva de una estrategia de optimización, y no al azar como en Bernanke y Gertler [1999, 2001], la pérdida siempre se minimiza al reaccionar a las desalineaciones del precio de los activos. Al contrario de Cecchetti *et al.* [2002], muestran que esto es válido aun si el banco central no puede distinguir entre los componentes fundamentales y no fundamentales de una burbuja, y si los precios de los activos son volátiles. En esos casos, el peso será menor, pero, por lo general, no será cero. En contraste con Goodhart, estos autores no argumentan que la Fed debería mover rápidamente sus tasas de interés. Un elemento crucial de este tipo de propuestas es que las tasas de interés se moverían de modo gradual en respuesta a las desviaciones de los precios de los activos de los fundamentos percibidos.

Las posiciones contrarias concluyen que los precios de los activos son buenos indicadores de la inflación futura y el crecimiento del producto. Sin embargo, los precios de los activos no deben incluirse en la función de reacción, sino usarse como indicadores adicionales para la formulación de políticas.

Esto puede verse como una posición intermedia en el estado actual del debate. Algunos autores abogan por una inclusión de los precios de los activos en la función de reacción, otros están a favor de no incluirlos, pero aun así tomarlos en cuenta.

Uno de los primeros trabajos en sostener que los precios de los activos son relevantes para mejorar la medida de la inflación esperada y del precio del producto es el de Alchian y Klein [1973]. Después, Goodhart y Hofmann [2001] también señalaron que existe una correlación positiva entre los precios de los activos y el índice de precios, y que los primeros —en especial los precios de activos vinculados con el mercado hipotecario— ayudan a predecir la inflación. Por tanto, al incluir los precios de los activos en una medida más amplia de inflación, el banco central puede mejorar el alcance del objetivo de inflación y, según sea el caso, el objetivo de producción potencial porque reaccionará más rápido a los problemas que surjan de manera emergente. Esta política sugiere que las variaciones de las tasas de interés serían más amplias que la política monetaria actual, por lo que se necesitaría proteger el sistema bancario [Goodhart, 1995]. Sin embargo, esta posición implica que sería redundante incluir los precios de los activos directamente en la función de reacción porque ya estarían comprendidos en la medida de inflación.

Para este lado del debate, la inclusión de los precios de los activos es contraproducente o innecesaria. Esta es la visión convencional en el Nuevo Consenso Macroeconómico. Los autores que mantienen esta posición están de acuerdo en que los precios de los activos deberían incluirse si tuvieran el potencial de mejorar el pronóstico de inflación y el pronóstico del crecimiento del producto, pero encuentran que los precios de los activos no ayudan a mejorar el pronóstico de la inflación o que la inclusión de los precios de los activos no es beneficiosa (al menos la pérdida no es menor) si se ponen los pesos apropiados sobre la inflación y la producción en la función de reacción.

Borio *et al.* [1994] concluyen que los índices de precios de activos agregados, o precios de activos individuales, no son indicadores líderes confiables para la inflación o el crecimiento del producto. Los autores generalmente pueden encontrar un poder predictivo, pero la fuerza y la regularidad de la relación, sin embargo, son cuestionables [Borio *et al.*, 1994]. La cuestión es que algunos precios de los activos tienen un contenido predictivo marginal sustancial y estadísticamente significativo para el crecimiento del producto en algunos momentos en ciertos países. No obstante, encontrar un indicador que prediga bien en un periodo no garantiza que vaya a predecir bien o sea un indicador confiable en periodos posteriores.

Una explicación proporcionada es que la capacidad predictiva de los precios de los activos depende del contexto institucional y de la naturaleza del crecimiento del precio de los activos [Stock y Watson, 2003]. Por ejemplo, si un activo está sumamente representado en las carteras de los hogares, tiene más posibilidades de generar un efecto riqueza, y el crecimiento de los precios de los activos debido al crecimiento de la productividad no desencadenará la inflación. Por tanto, la conclusión principal de estos estudios es que el uso de reglas estrictas y rápidas es una medida inapropiada; antes bien, se requiere utilizar un juicio considerable [Borio *et al.*, 1994].

A nivel teórico, Goodfriend [2001] argumenta que los precios de las acciones son un indicador engañoso para el pronóstico de inflación, además de que es un papel ya cumplido por la curva de rendimiento de la tasa *spot*. En términos más generales, una política monetaria preventiva suele entrar en conflicto con tomar en cuenta los precios de los activos. Esto es así porque para evitar la inflación, un banco central podría aumentar su tasa de interés aun si los precios de los activos están disminuyendo y no hay signos de inflación. Otro punto del argumento de Goodfriend es que la capacidad del banco central para afectar las tasas a largo plazo se basa en una inercia relativa de su política. Sin embargo, como ya se señaló, los

proponentes de una inclusión de los precios de los activos concluyeron que serían necesarias fluctuaciones más amplias en las tasas a corto plazo.

Dejando de lado los casos de crisis financiera, Bernanke y Gertler [1999 y 2001] sostienen que un objetivo de inflación flexible que sea lo suficientemente agresivo proporciona tanto estabilidad de precios como estabilidad financiera. Esto es así porque esta política se enfoca con firmeza en la estabilización de la demanda agregada; por tanto, ya incluye la posibilidad de un efecto de riqueza. Además, la ausencia de desinflación o de deflación promueve la estabilidad financiera, como argumenta Anna J. Schwarz, y una menor inflación disminuye las tasas de interés y la volatilidad del precio de los activos. Por último, la idea que tienen los agentes económicos de que el banco central reaccionará a los precios de los activos si afectan la inflación del precio del producto limita la posibilidad de reacciones exageradas y burbujas. Bernanke y Gertler afirman que quienes están a favor de que se introduzcan los precios de los activos en la curva de reacción encontraron sus resultados porque hicieron supuestos muy fuertes y es que ellos asumen que el banco central podría saber si los mercados de valores están impulsados por sus fundamentales y asumieron que el banco central sabe cuándo estallará la burbuja.

No obstante, mientras que el debate anterior se centra en el papel de los precios de los activos en el marco de las metas de inflación, existen otros puntos de desencuentro que se enfocan de forma exclusiva en los aspectos financieros. El primer debate se pregunta si los bancos centrales deberían tratar de “pinchar” burbujas y en qué condiciones podrían hacerlo. El segundo sostiene que lo que realmente importa no son las burbujas de los precios de los activos, sino la fragilidad del sistema financiero. Algunos autores están a favor de una reacción proactiva a los asuntos financieros, mientras que otros defienden un enfoque reactivo por parte del banco central.

Sobre este tema y relacionando las burbujas financieras con la tarea del banco central, el Nuevo Consenso considera que pueden ser muy perjudiciales para la economía cuando explotan porque generan un cambio en las expectativas y una disminución del valor del colateral, lo que puede conducir a una crisis crediticia y una recesión. Esta preocupación llevó a Kent y Lowe [1997] a preguntarse si sería preferible intentar reventar las burbujas financieras de forma anticipada. Por ejemplo, un banco central puede incrementar la tasa de interés para aumentar la posibilidad de colapso de una burbuja. Es posible que esto conduzca a una pequeña contracción o estancamiento, pero reduce la probabilidad de cambios de mediano plazo mucho mayores en la producción y la inflación que tendrían lugar si se permitiera que la burbuja continuara sin control.

Esto implica que el banco central puede medir rápidamente las desalineaciones y evaluar el impacto de la explosión en la economía. Si la burbuja es fuerte y “racional”, lo que significa que las expectativas de crecimiento futuro están bien ancladas para que muchas decisiones se basen en ellas, serán necesarias grandes variaciones en las tasas de interés para reventar la burbuja y esto no es recomendable. De hecho, las grandes variaciones en las tasas de interés son perjudiciales para la actividad económica, sobre todo cuando los desequilibrios financieros son altos. Sin embargo, Roubini [2006] sostiene que las experiencias recientes en Australia, Nueva Zelanda y el Reino Unido muestran que pequeños aumentos en las tasas de interés pueden ser suficientes para detener una burbuja sin problemas. Además, las tasas de interés más altas deberían ir acompañadas de discursos desapasionados sobre el estado de la economía, algo que la Reserva Federal, en particular Greenspan, no pudo hacer durante la década de los años noventa.

La mayoría de los autores del Nuevo Consenso Macroeconómico (incluidos los banqueros centrales) no están de acuerdo

con la posición anterior. El argumento principal presentado es que, siguiendo a Fama [1970], los mercados financieros son eficientes y por lo tanto es muy osado que un banco central afirme que sabe más o tiene mejor información que el mercado. Es imposible que un banco central sepa cuándo hay una burbuja antes que el mercado y, en todo caso, si el mercado sabe que hay una burbuja, corregirá la desalineación automáticamente [Goodfriend, 2001]. Bernanke [2002] argumenta que no es posible “explotar una burbuja de manera segura” utilizando tasas de interés porque siempre se necesitan grandes variaciones. En esencia se trata de un problema de información asimétrica.

Borio y Lowe [2003] sostienen que las burbujas son demasiado difíciles de medir e involucran intereses políticos debido a su impacto en la riqueza de los agentes económicos. Estos últimos ejercen fuertes presiones sobre los banqueros centrales para que no intenten reventar burbujas. Finalmente, Mishkin y White [2003] argumentan que las burbujas no son en sí mismas dañinas para la economía. Sostienen que no todas las caídas del mercado han sido seguidas por la inestabilidad económica y que el núcleo del problema radica más en la fragilidad de las posiciones financieras.

#### FRAGILIDAD FINANCIERA Y EL PRECIO DE LOS ACTIVOS

La discusión final en el Nuevo Consenso Macroeconómico se refiere a la relación entre la fragilidad financiera y los precios de los activos. Como se muestra al final de la discusión anterior, la sensibilidad de la economía a los precios de los activos es un asunto importante. Borio y Lowe [2003] sostienen que el nivel de precios de los activos no importa o es un objetivo inapropiado. Los “desequilibrios financieros” son lo que importa y se miden de modo independiente de la medición de una burbuja. Según esos autores, estos desequilibrios

pueden verificarse observando el crecimiento del crédito, el crecimiento de la inversión y el rápido crecimiento de los precios de los activos. A estas diferentes medidas es posible atribuirles umbrales, basados en valores históricos, que definirán si hay un auge insostenible en la economía. El papel de un banco central debe ser responder tanto a los pronósticos de inflación como a los desequilibrios financieros. Bajo dicho régimen, el banco central podría optar por tasas de interés más altas que las justificadas simplemente en función de las perspectivas de inflación a corto plazo si hay signos claros de desequilibrios financieros, si el crecimiento del crédito es rápido y los precios de los activos están aumentando rápido. Esta inclusión de desequilibrios financieros en la función de reacción puede llevar a los bancos centrales a dejar de lado las consideraciones de inflación a corto plazo.

La visión alternativa del Nuevo Consenso [Borio *et al.*, 2003] argumenta que el conflicto a corto plazo entre el objetivo de la estabilidad de precios y la estabilidad financiera puede resolverse centrándose en el bien mayor de la estabilidad de precios a largo plazo. Todo esto podría complementarse con una regulación macroprudencial orientada. En general coinciden en que los desequilibrios financieros son importantes para la política diaria de un banco central, pero también señalan que el modelo macroeconómico subyacente a la meta de inflación carece de elementos importantes para abordar los problemas financieros.

Así, en caso de que haya margen para una política monetaria proactiva, depende en gran medida de una serie de factores para los cuales la producción, la inflación y el nivel actual de los precios de los activos no proporcionan estadísticas apropiadas. Depende de los riesgos en los balances de los agentes privados evaluados por referencia a los riesgos en los mercados de activos. El problema es que el balance de estos riesgos no puede resumirse en dos o tres variables macroeconómicas.

### *Política monetaria en el marco poskeynesiano*

En el Nuevo Consenso, las asimetrías de información son esenciales para explicar los periodos de especulación y crisis financiera que de otro modo no ocurrirían porque los participantes del mercado financiero arbitrarían de inmediato cualquier posibilidad de especulación. En el marco poskeynesiano, las asimetrías de información no son un aspecto esencial del análisis a pesar de que Keynes [1936: 155] las tomó en cuenta para tocar el tema del riesgo moral.

Como los monetaristas, los poskeynesianos asumen que los prestamistas y prestatarios viven en el mismo estado de incertidumbre [Minsky, 1975 y 2008]. Sin embargo, los primeros creen en la eficiencia de los mercados financieros y ven los orígenes de las crisis financieras en la incompetencia de un banco central que se niega a actuar como prestamista de último recurso o que “crea demasiado dinero” [Friedman y Schwartz, 1963]. Los orígenes de las crisis financieras deben encontrarse en el funcionamiento interno del sistema capitalista según el análisis poskeynesiano.

El debilitamiento financiero de la economía es el resultado normal de periodos prolongados de expansión económica estable en el marco poskeynesiano. A medida que la economía crece, las posiciones financieras de los agentes económicos tienden a volverse más frágiles. Aquí nuevamente la liquidez de las posiciones financieras es crucial porque determina el impacto de las crisis financieras en el lado de la producción de la economía. Las ventas forzadas inducidas por la necesidad de liquidar posiciones ilíquidas pueden desencadenar la deflación de los precios. Lo anterior lleva a la consideración de que, bajo el marco poskeynesiano, la tarea principal

de un banco central no debería ser la estabilidad del nivel de precios [Davidson, 1991].

Un banco central solo tiene un impacto muy indirecto en la inflación porque no puede controlar la oferta de medios de pago y, lo que es más importante, porque la inflación por lo general no tiene orígenes monetarios. Además, el impacto de un banco central en el beneficio agregado también es indirecto porque pasa por inversiones y otros gastos sensibles al interés en los que la variable determinante más importante no es la tasa a largo plazo [Keynes, 1936: 155]. La mayoría de las veces son necesarias grandes variaciones de las tasas de interés para influir en el lado de la producción de la economía y estas pueden tener el efecto opuesto al deseado, es decir, en lugar de suavizar la actividad económica, pueden generarse fuertes efectos financieros disruptivos.

De forma adicional a lo anterior, incrementar las tasas de interés para limitar la inversión no tendrá un gran impacto si se espera que el aumento de las tasas a largo plazo sea temporal en relación con la duración de los proyectos de inversión. Finalmente, elevar las tasas de interés puede promover la inflación al aumentar los costos marginales y proporcionar más dinero para gastar a los que obtienen ingresos por concepto de intereses.

En este contexto, bajo el marco poskeynesiano, el papel principal de un banco central está en el lado financiero del sistema económico, no en el de la producción. La principal influencia de un banco central se da en el precio de los activos financieros existentes y en la liquidez de las posiciones financieras. Un banco central puede complementar la política de pleno empleo y la política de ingresos del gobierno federal promoviendo la estabilidad financiera de varias maneras, de las que mencionaremos principalmente cinco.

Primera, un banco central debe estar listo para intervenir como prestamista de último recurso cada vez que sea necesario. Una forma de hacerlo es comprando o descontando notas

bancarias a una tasa de interés baja. Segunda, un banco central debe promover una curva de rendimientos estable tal y como ya lo había señalado Keynes [1936: 179], lo que ayudará a preservar la liquidez de las posiciones financieras. Tercera, la tasa nominal de interés debería estar al mínimo nivel posible procurando poner como mandato primario la promoción del empleo [Minsky, 2008]; en el pleno empleo, las tasas más altas del banco central podrían ser una opción de último recurso si persisten las presiones inflacionarias, pero, dada la relativa ineficacia de este tipo de política y sus efectos inciertos sobre la inflación (aún más en el pleno empleo), los poskeynesianos argumentan que es mejor dejarla intacta. Cuarta, los controles selectivos de crédito y la supervisión que se aplican a todo el sistema financiero deben desarrollarse para promover la estabilidad financiera tanto agregada como a nivel microfinanciero [Minsky, 2008]. Quinta, un banco central debería ayudar en la provisión de servicios financieros a los sectores menos desarrollados de la economía.

Como en el Nuevo Consenso Macroeconómico, también hay debates dentro de la escuela poskeynesiana. Algunos autores desean una política de tasas de interés más activa para gestionar el crecimiento económico y la distribución del ingreso. Comenzando con el tema de la distribución, algunos autores como Smithin [2004] y Lavoie [1995] están a favor de que el banco central fije las tasas reales para limitar la distribución desigual del ingreso entre prestamistas y prestatarios. Otros economistas como Arestis y Howells [1994], Arestis y Sawyer [2004] y Palacio-Vera [2005] también están a favor de las tasas de interés para gestionar el crecimiento del producto.

Respecto al papel de los asuntos financieros en la formulación de las políticas del banco central pueden encontrarse dos temas en la bibliografía poskeynesiana. Uno es la relación entre el pleno empleo, la estabilidad de precios y la fragilidad financiera, y el otro es el papel del banco central en el proceso de valoración de los precios de los activos. Las opiniones

de los poskeynesianos acerca de estos temas son bastante similares y parecen haberse resuelto rápidamente, lo que explica la cantidad limitada de publicaciones sobre el tema.

#### FRAGILIDAD FINANCIERA, PLENO EMPLEO Y ESTABILIDAD DE PRECIOS

Los poskeynesianos sostienen que la estabilidad financiera, la estabilidad de precios y el pleno empleo son objetivos sumamente complementarios. Al promover una estructura financiera estable, un banco central impulsará la estabilidad de precios y ayudará al sector privado a acercarse al pleno empleo. Al garantizar el pleno empleo y la estabilidad de precios se promoverá una estructura financiera estable, al menos hasta cierto punto. Como señaló Minsky, no hay soluciones definitivas para la gestión de un sistema capitalista porque los periodos de estabilidad conducen a la inestabilidad.

Tras la declaración de Keynes de que el capitalismo de *laissez-faire* es defectuoso porque no proporciona pleno empleo y genera una distribución desigual y arbitraria de los recursos, el objetivo del gobierno debería ser abordar esos problemas. Para hacerlo tiene que participar de manera sistemática, permanente y activa en los asuntos del sistema económico. El gobierno debería socializar la inversión asignando recursos a los proyectos de inversión más rentables, sin necesariamente dirigir su construcción ni eliminar la propiedad del sector privado [Keynes, 1936: 354].

Esta política de inversión debe complementarse con una baja y estable política de tasas de interés nominales que recompense las habilidades y el juicio de los prestamistas, que disminuya la incertidumbre sobre las tasas futuras y reduzca la prima de riesgo y la prima de liquidez, y que ayude a reducir los costos de transacción entre prestatarios y prestamistas [Keynes, 1936: 295]. Además, deben implementarse políticas que promuevan una mayor propensión al consumo mediante la

reducción de las desigualdades de ingresos. Por último, el gobierno debería garantizar el pleno empleo mediante la implementación de un programa de empleo gubernamental que proporcione un amortiguador para las personas que no pueden encontrar trabajo en el sector privado [Minsky, 2008].

Esta gestión central de algunos aspectos de la vida económica es una condición necesaria para lograr el funcionamiento exitoso de la iniciativa individual para la mayoría de los poskeynesianos [Keynes, 1936: 355-356]. Esto permitirá que la economía alcance un patrón que la acerque al pleno empleo al tiempo que contiene las presiones inflacionarias y ayuda a distribuir la producción de manera justa. Todo esto, por supuesto, no tiene nada que ver con el ajuste típico de los años cincuenta y sesenta. Las políticas anticíclicas son ineficaces y poco prácticas para tratar los problemas de pleno empleo [Minsky, 2008]. Al garantizar el pleno empleo estable, el gobierno promoverá la estabilidad financiera porque el pleno empleo estabiliza la preferencia de liquidez de las personas al disminuir la incertidumbre económica.

De hecho, desde la postura poskeynesiana, si el nivel de inversión del gobierno es lo suficientemente alto y lo suficientemente estable como para proporcionar pleno empleo, la liquidez se proveerá de forma automática al sistema por medio de ingresos estables que aseguren que las deudas puedan liquidarse mediante la venta de activos. En otras palabras, consideran que la mejor manera de reducir las demandas de liquidez es asegurándose de que sean provistas por los flujos de efectivo constantes de empleo de las empresas. En la opinión de Clower [1999], una entrada constante de efectivo facilita que el sector privado planifique sus actividades financieras con anticipación a fin de cumplir con sus obligaciones de deuda y establecer un control en sus niveles de apalancamiento.

Sin embargo, el pleno empleo no garantiza la estabilidad financiera porque si el sector privado se vuelve demasiado

seguro es posible que su preferencia de liquidez disminuya peligrosamente y esto puede conducir a la fragilidad financiera. Esto último aún puede tener un fuerte impacto en el sistema económico, incluso si el gobierno garantiza el pleno empleo. De hecho, durante la expansión, la fragilidad financiera puede generar presiones inflacionarias y, durante la contracción, conducir a quiebras y otras consecuencias financieras adversas, ya que algunas personas son despedidas de trabajos en el sector privado que pagan más y pueden generar aumentos a un ritmo cada vez más rápido y frecuente que los programas de empleo establecidos por el gobierno. Por tanto, una política de pleno empleo debe complementarse con una política financiera. Es aquí donde un banco central puede hacer su mejor contribución. Y es que el sector privado de una economía de mercado no puede esperar acercarse o mantener el pleno empleo sin una estructura financiera estable.

Minsky [2008] señaló que una estructura financiera frágil se caracteriza por posiciones financieras basadas en las expectativas de un alto crecimiento en el precio de los activos y de las mercancías con la esperanza de una bonanza. Esto puede promover la inestabilidad de los precios en al menos tres circunstancias. Primera, durante una expansión las expectativas de altos precios de producción pueden ser autocumplidas; este es el caso en el que las empresas tienen cierto poder de mercado y están presionadas para cumplir con algunos compromisos en efectivo. En segundo lugar, después de una crisis, la fragilidad financiera puede generar un proceso de deflación de la deuda si el gobierno lo permite. Tercero, si el gobierno interviene, o se espera que intervenga, con el fin de limitar la inestabilidad financiera durante una recesión, es posible que promueva la inflación en algunas condiciones específicas presentadas antes.

Todo lo anterior deja ver que las políticas financieras y las políticas contra la inflación son complementarias. Además,

ya que la estabilidad financiera y el pleno empleo son compatibles, el pleno empleo y la estabilidad de precios también son compatibles si se establece la configuración económica correcta. Así, un posible contrapeso a las presiones inflacionarias causadas por las amenazas de una depresión profunda puede ser un conjunto de políticas en las que el pleno empleo está garantizado por los programas gubernamentales de empleo para jóvenes y adultos en el contexto de mercados competitivos y salarios monetarios estables [Minsky, 1985].

El programa de empleo del gobierno desempeña el mismo papel que una política de ingresos (al anclar los salarios al salario del programa del gobierno) al mismo tiempo que genera pleno empleo (al garantizar el acceso a un trabajo) y ayuda a promover la estabilidad financiera (al asegurar un cierto nivel de ingreso monetario). La aplicación de este tipo de programa creará una curva de Phillips horizontal. Es decir, conforme la economía se acerque al pleno empleo, el crecimiento de los salarios estará contenido.

Finalmente, la estabilidad de precios también puede promover la fortaleza financiera al facilitar que el sector privado cumpla sus expectativas. Como señala la hipótesis de Schwartz, la estabilidad de precios es buena para la estabilidad financiera. Sin embargo, en contraste con esta hipótesis, los poskeynesianos comparten la idea de que la causalidad corre en ambos sentidos. Además, el hecho de que los agentes cumplan sus expectativas de inflación no garantiza que su posición financiera sea sólida, sobre todo porque sus expectativas pueden incluir necesidades de refinanciamiento y es posible que su posición financiera dependa en gran medida de la continuación del proceso inflacionario. Por consiguiente, la estabilidad de precios es, en sí misma, una guía deficiente para juzgar el alcance de la fragilidad financiera y un fuerte enfoque del banco central en la inflación, o una o dos variables como el crecimiento del crédito, no ayudará a promover la estabilidad financiera [Palley, 2006].

Lo anterior evidencia que se necesita una comprensión integral y sistemática de las interrelaciones financieras que comience utilizando un marco teórico que reconozca que las relaciones monetarias y financieras son una parte integral del sistema económico y no recurra de forma teórica solo al concepto de “economía real”. Sobre esto bien vale la pena señalar que la búsqueda de correlaciones para gestionar la estabilidad financiera (como suele hacer el Nuevo Consenso Macroeconómico), en lugar de desarrollar explicaciones causales, da lugar a sorpresas similares a la experiencia monetarista. Es bien sabido que las correlaciones tienden a romperse en los momentos menos esperados y menos convenientes y a medida que las innovaciones financieras ingresan al sistema económico.

En consecuencia, el papel de un banco central es participar en una política que promueva el pleno empleo estable, que se realiza promoviendo la estabilidad financiera y por lo tanto la fortaleza financiera. Para Minsky [2008] el mantenimiento de una estructura financiera robusta es una condición antepuesta para la instrumentación de políticas efectivas contra la inflación y el pleno empleo sin la necesidad de poner en peligro profundas depresiones.

Al promover la estabilidad financiera se limitará la dependencia del crecimiento esperado de los precios, se hará menos habitual el uso del prestamista de última instancia y el sector privado podrá alcanzar un estado cercano al pleno empleo. Esto tiene varias implicaciones para un banco central en términos de precios de activos.

La primera implicación es que un banco central debe promover la estabilidad de las tasas de interés en los vencimientos a corto y largo plazos. Las variaciones en las tasas de interés, incluso relativamente pequeñas, pueden tener grandes efectos disruptivos [Kaldor, 1982; Keynes, 1936: 203-204] porque la incertidumbre sobre las tasas de interés futuras aumenta, lo que no es deseable por razones de liquidez y solvencia. Con respecto a la liquidez, una economía en la que el

proceso de financiación depende de fondos externos a corto plazo, y en el que las dos partes de los balances tienen plazos de vencimiento diferentes, es sensible a los cambios en las tasas de interés. En términos de insolvencia, las variaciones demasiado altas en las tasas a largo plazo afectarán el valor de los activos y pasivos.

A este respecto, los poskeynesianos opinan que la estabilidad de las tasas de interés a corto plazo es fácil de obtener porque un banco central controla la tasa de descuento y puede apuntar estrechamente a la tasa de fondos federales. Este es el caso si el sistema financiero está basado en activos o algún sistema que permita los sobregiros [Lavoie, 2005], si los bancos están obligados a mantener reservas y si la mayoría de las transacciones económicas utilizan dinero del banco central. El banco central es el proveedor monopolista de las reservas y por lo tanto establece los precios en el mercado de reservas. Las tasas de préstamos bancarios están relacionadas con las tasas anteriores por medio de una función de costo [Kaldor, 1982]. Las tasas a largo plazo podrían estar directamente dirigidas por los bancos centrales, pero por lo general prefieren dejar que los participantes del mercado financiero hagan el trabajo e influir de manera indirecta en ellas mediante políticas de tasas estables a corto plazo. En este caso, las expectativas de los participantes del mercado financiero con respecto a las tasas futuras a corto y largo plazos son fundamentales para la determinación del largo plazo [Keynes, 1936].

La segunda implicación es que la capacidad de un banco central para influir en la economía a través de las tasas de interés es baja e ineficaz durante un periodo de inflación en los precios en el sistema financiero [Toporowski, 2002]. De hecho, tal y como sucede en un periodo de alta inflación esperada a nivel general, son necesarias altas variaciones a las tasas de interés con el fin de compensar la creciente eficiencia marginal de los activos financieros. Esta política puede detener la

especulación, pero tendrá un alto costo en términos de actividad económica. En este punto esta visión es similar para algunos autores del Nuevo Consenso Macroeconómico.

Con respecto a la instrumentación de un blanco para los precios de los activos, los poskeynesianos no están muy a favor de este tipo de políticas, sobre todo porque no consideran que sea posible definir un valor de equilibrio o fundamental [Davidson, 1991] o, en todo caso, porque el banco central ya proporciona un colchón al actuar como prestamista de última instancia. El papel principal de un banco central es guiar a los participantes del mercado financiero al proveer un ancla para la valoración de los precios de los activos y guiar a los prestatarios hacia la fuente más confiable de refinanciación [Minsky, 2008; Kregel, 1994].<sup>2</sup>

## CONCLUSIONES

Las diferentes conclusiones acerca del papel apropiado de un banco central provienen del uso de un marco de análisis diferente. Aunque el Nuevo Consenso puede utilizar dinero en su análisis, no implica que estudie una economía monetaria, porque en última instancia el dinero no es esencial para las decisiones económicas. Los poskeynesianos comienzan con una economía monetaria, no una economía de trueque con dinero. Tanto el Nuevo Consenso como los economistas poskeynesianos están de acuerdo en que los precios de los activos y la fragilidad financiera son elementos importantes a incluir en

<sup>2</sup> Un banco central puede proporcionar un ancla en la valoración de los precios de los activos mediante el uso de la ventana de descuento. Al proveer un ancla por medio de la tasa de descuento, un banco central puede guiar las expectativas del sector privado y por lo tanto su preferencia de liquidez. Además, al tener la discreción de seleccionar y cambiar los valores aceptables en la ventana de descuento, un banco central puede influir en los métodos de refinanciación del sector privado.

el proceso de toma de decisiones de los bancos centrales, a pesar de que difieren en cuanto al grado y el método.

Para el primero, la fragilidad financiera es una preocupación adicional que un banco central debe abordar. En términos de precios de los activos, esto implica que su relevancia depende de la capacidad de un banco central para proporcionar información adicional a los participantes del mercado en el proceso de fijación de precios y de la confiabilidad de los precios de los activos como predictores de la inflación y el producto futuros.

Para los poskeynesianos, la inflación no debería ser la principal preocupación de un banco central. Antes bien, el objetivo de un banco central tiene que estar sujeto a debate, pero algunos autores poskeynesianos sostienen que la fragilidad financiera es el principal problema que ha de enfrentar un banco central. Al buscar la fortaleza financiera, un banco central promoverá la estabilidad financiera y, como consecuencia, ayudará a mantener un estado de pleno empleo estable y saludable, lo que en sus términos implica una economía no inflacionaria. Los precios de los activos son importantes por sus efectos sobre la fragilidad financiera. Lo que un banco central necesita estudiar no es qué tan bien se fijan los precios de los activos, sino el impacto de sus variaciones en las posiciones financieras de los agentes económicos.

Si se sigue el enfoque poskeynesiano y de los autores del Nuevo Consenso que se centran en los desequilibrios financieros, el problema central que debe explorarse es la relación entre los precios de los activos, la fragilidad financiera y la política del banco central. Por ejemplo, la política del prestamista de última instancia suele ser criticada porque puede promover el riesgo moral y la inflación. Si se establece un blanco sobre los precios de los activos es posible favorecer la inestabilidad al aumentar la confianza del sector privado y disminuir su preferencia de liquidez. Esto puede conducir a un mayor apalancamiento de las decisiones económicas y, en

consecuencia, aumentar la fragilidad financiera de la economía. Así, una política de “blancos” demasiado agresiva en los precios de los activos puede resultar perjudicial para la estabilidad financiera, la estabilidad de los precios y el pleno empleo liderado por el sector privado. Como se ve, el problema fundamental sigue abierto e implica saber si es posible mejorar la política del prestamista de última instancia.

#### REFERENCIAS

- Alchian, A. Albert y Lawrence Klein [1973], “On a Correct Measure of Inflation”, en *Journal of Money, Credit and Banking*, Blackwell Publishing, vol. 5, núm. 1, parte 1, pp. 173-191.
- Arestis, Phillip y Peter Howells [1994], “Monetary policy and income distribution in the UK”, en *Review of Radical Political Economics*, vol. 26, núm. 3, pp. 56-65.
- Arestis, Phillip y Malcom Sawyer [2004], “Can monetary policy affect the real economy?”, en *European Review of Economics and Finance*, vol. 3, núm. 3, pp. 9-32.
- Berger, Mark, Friedrich Kissmer y Hannes Wagner [2007], “Monetary policy and asset prices: More bad news for ‘Benign Neglect’”, en *International Finance*, vol. 10, núm. 1, pp. 1-20.
- Bernanke, Ben [2002], “Asset-price ‘bubbles’ and monetary policy”. Manuscrito presentado en el New York Chapter of the National Association for Business Economics, Nueva York, octubre 15.
- \_\_\_\_\_ y Mark Gertler [1999], “Monetary policy and asset price volatility”. Manuscrito presentado en el Economic Policy Symposium, Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 77-128.
- \_\_\_\_\_ [2001], “Should central banks respond to movements in asset prices?”, en *American Economic Review*, vol. 91, núm. 2, pp. 253-257.

- Bernanke, Ben y Frederic Mishkin [1997], "Inflation targeting: A new framework for monetary policy?", en *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11, núm. 2, pp. 97-116.
- Bordo, Michael D., Michael J. Dueker y David C. Wheelock [2002], "Aggregate price shocks and financial instability: A historical analysis", en *Economic Inquiry*, vol. 40, núm. 4, pp. 521-538.
- Borio, Claudio, Neale Kennedy y Stephen Prowse [1994], "Exploring aggregate asset price fluctuations across countries: Measurement, determinants and monetary policy implications". Bank of International Settlements, *Economic Paper*, núm. 40.
- \_\_\_\_\_ y Phillip Lowe [2003], "Asset prices, financial and monetary stability: Exploring the nexus". Bank of International Settlements, *Working Paper*, núm. 114.
- Cecchetti, Stephen G., Hans Genberg y Sushil Wadhvani [2002], "Asset Prices in a Flexible Inflation Targeting Framework". NBER *Working Paper*, núm. 8970.
- Clower, Robert, W. [1999], "Post-Keynes Monetary and Financial Theory", en *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 21, núm. 3, pp. 399-414.
- Davidson, Paul [1991], "The role of monetary policy in the overall economic policy," en L. Davidson, ed., *The Collected Writings of Paul Davidson*, vol. 1, Nueva York, New York University Press, pp. 95-109.
- Disyatat, Piti [2005], "Inflation targeting, asset prices and financial imbalances: Conceptualizing the debate". Bank of International Settlements, *Working Paper*, núm. 168.
- Fama, Eugene [1970], "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work", en *Journal of Finance*, vol. 25, núm. 2, pp. 383-417.
- Fisher, Irving [1907], *The Rate of Interest: Its Nature, Determination and Relation to Economic Phenomena*. Nueva York, Macmillan.

- \_\_\_\_\_ [1930], *The Theory of Interest: As Determined by Impatience to Spend Income and Opportunity to Invest It*. Nueva York, Macmillan.
- Friedman, Milton y Anna Jacobson Schwartz [1963], *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton, Princeton University Press.
- Goodfriend, Marvin [2001], “Financial stability, deflation, and monetary policy”, en *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, vol. 19, núm. S-1, pp. 143-167.
- Goodhart, Charles [1995], “Price stability and financial fragility”, en C. Goodhart, ed., *The Central Bank and the Financial System*. Londres, Palgrave Macmillan, pp. 263-302.
- \_\_\_\_\_ [2009], *The regulatory response to the financial crisis*. Cheltenham, Edward Elgar Publishing.
- \_\_\_\_\_ y Boris Hofmann [2001], “Do Asset Prices Help to Predict Consumer Price Inflation?”, en *Manchester School*, vol. 68, núm. 5.
- Kaldor, Nicholas [1982], *The Scourge of Monetarism*. Oxford, Oxford University Press.
- Kaufman, George G. [1998], “Central banks, asset bubbles, and financial stability”. Federal Reserve Bank of Chicago, *Working Paper*, núm. 98-12.
- Kent, Christopher y Phillip Lowe [1997], “Asset-price bubbles and monetary policy”, Reserve Bank of Australia, *Research Discussion Paper*, núm. 9709.
- Keynes, John M. [1936 (2003)], *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. México, Fondo de Cultura Económica.
- Kregel, Jan [1994], “The viability of economic policy and the priorities of economic policy”, en *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 17, núm. 2, pp. 261-272.
- Laubach, Thomas y John C. Williams [2003], “Measuring the natural rate of interest”, en *Review of Economics and Statistics*, vol. 85, núm. 4, pp. 1063-1070.

- Lavoie, Marc [1995], “Interest rates in Post-Keynesian models of growth and distribution”, en *Metroeconomica*, vol. 46, núm. 2, pp. 146-177.
- \_\_\_\_\_ [2005], “Monetary Base Endogeneity and the New Procedures of the Asset-Based Canadian and American Monetary Systems”, en *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 27, núm. 4, pp. 689-709.
- Minsky, Hyman [1975], “Money, other financial variables, and aggregate demand in the short run”. Hyman P. Minsky Archive, *Paper 87*.
- \_\_\_\_\_ [1985], “Sraffa and Keynes: Effective Demand in the Long Run”. Hyman P. Minsky Archive, *Paper 321*.
- \_\_\_\_\_ [2008], *Stabilizing an Unstable Economy*. Nueva York, McGraw Hill.
- Mishkin, Frederic [1997], “The causes and propagation of financial instability: lessons for policy makers”. Manuscrito presentado en el Economic Policy Symposium, Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 55-96.
- \_\_\_\_\_ [2000], “What should a central bank do?”. Manuscrito presentado en la Homer Jones Lecture, Federal Reserve Bank of St. Louis.
- \_\_\_\_\_ y Eugene N. White [2003], “Stock market bubbles: When does intervention work?”, en *Milken Institute Review*, segundo trimestre, pp. 44-52.
- Palacio-Vera, Alfonso [2005], “The ‘modern’ view of macroeconomics: Some critical reflections”, en *Cambridge Journal of Economics*, vol. 29, núm. 5, pp. 747-767.
- Palley, Thomas [2006], “A Post-Keynesian framework for monetary policy: Why interest rate operating procedures are not enough”. <<http://cort.as/-O8IS>> [Consulta 09 de julio de 2019].
- Roubini, Nouriel [2006], “Why central banks should burst bubbles”, *International Finance*, vol. 9, núm. 1, pp. 87-107.

- Schwartz, Anna Jacobson [1987], “Financial stability and the federal safety net”, en *Journal of Financial Services Research*, núm. 1, pp. 77-11.
- Smets, Frank R. [1997], “Financial asset prices and monetary policy: theory and evidence”, *BIS Working Papers* 47.
- Smithin, John [2004], “Interest rate operating procedures and income distribution”, en Marc Lavoie y Mario Seccareccia, eds., *Central Banking in the Modern World: Alternative Perspectives*. Northampton: Edward Elgar, pp. 57-69.
- Stock, James H. y Mark W. Watson [2003], “Forecasting output and inflation: The role of asset prices”, en *Journal of Economic Literature*, vol. 41, núm. 3, pp. 788-829.
- Toporowski, Jan [2002] “Keynes and monetary policy in speculative markets”, en *Investigación Económica*, vol. 42, núm. 242, pp. 13-32.

## II. IMPLICACIONES REGIONALES DE LA INESTABILIDAD FINANCIERA



## 5. POSCRISIS EN AMÉRICA LATINA. EFECTOS DE LA GLOBALIZACIÓN Y CONDICIONES ESTRUCTURALES

Marcia Luz Solorza Luna

### INTRODUCCIÓN

Es difícil referirnos a América Latina como una región homogénea, como una unidad; los modelos de inserción a la economía globalizada y las condiciones de integración o acuerdos comerciales han hecho ostensibles las diferencias existentes entre países, sobre todo en términos de relaciones económicas con las potencias mundiales,<sup>1</sup> institucionales y políticas. En la actualidad, Brasil es considerado un líder regional diseñador de un patrón sur-sur (*balancing*) de enlaces internacionales, los cuales le han permitido establecer alianzas con países vecinos, y un jugador global miembro de los BRICS<sup>2</sup> y socio de otros países emergentes.<sup>3</sup> Tres países latinoamericanos: Argentina,

<sup>1</sup> Algunos países de América del Sur, encabezados por Brasil y Ecuador, han recibido en la última década inversión de China por un total de 9 600 millones de dólares. En Argentina dicha inversión se ha orientado a la generación de electricidad por medio de plantas hidroeléctricas y al restablecimiento de vías ferroviarias, y este país ha exportado cantidades importantes de soja a ese país. En tanto, Bolivia ha recibido inversión de China dirigida a la industria ferroviaria –trenes– y retribuido a China con la exportación de minerales: estaño, cobre, zinc y plata, que alcanzó su nivel máximo en el año 2011.

<sup>2</sup> BRICS es la asociación de cinco países emergentes o de “nueva industrialización”: Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica. Tiene una importante influencia regional y relaciones económicas globales.

<sup>3</sup> De acuerdo con Lechini y Giaccaglia [2010: 55], a partir del gobierno de Lula da Silva (2003-2010), Brasil ha ejercido una posición de liderazgo en el G-20 en el marco de las negociaciones comerciales de la Organización Mundial de Comercio (OMC) y en el G-4 (grupo conformado por Alemania, Brasil, India y Japón) para lograr un asiento permanente en el

Brasil y México, son miembros del G-20<sup>4</sup> –grupo reflejo de una nueva constelación de poder mundial– y México y Chile lo son de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). México, a diferencia de Brasil, que estableció vínculos económicos con China, tras la firma del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) dejó de ser una potencia subregional al elegir una vía norte-sur (*bandwagoning*) para articularse con la economía mundial, es decir, fortaleció su adhesión productiva y comercial asimétrica al ciclo económico de Estados Unidos de América<sup>5</sup> y abandonó la posibilidad de participar en algún esquema de integración latinoamericana.

No obstante, los territorios latinoamericanos, como países en desarrollo, comparten problemas económico-estructurales, sociales y ambientales, y desde finales de la década de 1980 no han escapado a la financiarización de sus economías impulsadas por el avance acelerado de este proceso en los países desarrollados, tanto los que han logrado altos niveles de crecimiento con sistemas financieros sustentados en la banca (*bank-based*), como los cimentados en los mercados de capitales (*market-based*).

El objetivo de este trabajo es mostrar mediante el comportamiento de variables macroeconómicas cómo en la fase post-crisis, si bien la posición económica internacional de América Latina ha sido relativamente menos errática que en etapas anteriores, persisten debilidades estructurales a la par de surgir nuevas problemáticas económico-sociales generadoras

---

Consejo Nacional de Seguridad de la Organización para las Naciones Unidas (ONU). Esto lo ha colocado como un país con una participación importante en los asuntos de interés económico y político mundiales.

<sup>4</sup> El G-20, surgido en la 5ª Conferencia Ministerial de la OMC en 2003, está conformado por 23 países en desarrollo (20 permanentes y tres fluctuantes), los cuales representan 26 % de las exportaciones agrícolas mundiales.

<sup>5</sup> En el presente, México hace depender su crecimiento económico de la ratificación del Tratado Comercial México-Estados Unidos de América-Canadá (T-MEC) firmado el 30 de noviembre de 2018.

de nuevos riesgos y desafíos. Descifrar los cambios centrales en la estructura económica de los países latinoamericanos a finales del siglo xx e inicios del siglo xxi es la hipótesis, el soporte y la dirección del propósito trazado.

La exposición temática se organiza en tres apartados. El primero está dedicado a presentar las transformaciones económicas que han tenido lugar en los países latinoamericanos en las últimas tres décadas a raíz de su adhesión al proceso de financiarización experimentado por los países desarrollados. El segundo complementa el análisis con el despliegue de las tendencias registradas en el panorama económico durante el periodo de poscrisis, y el tercero contiene las reflexiones finales en torno a la trascendencia de la financiarización de la región y los desafíos asignados.

#### FINANCIARIZACIÓN: PERSPECTIVA DE TRANSFORMACIÓN EN LOS PAÍSES LATINOAMERICANOS

La *financiarización* en general ha impuesto transformaciones estructurales, “nuevos avances tecnológicos conocidos como economía de la red” [Cichorska y Klimontowicz, 2016: 1] y predominancia de los sistemas financieros respecto de la inversión productiva, pero sobre todo ha modificado la interacción de las economías domésticas con las finanzas globales, dejando clara la posición dominante de los “países insertos” en el mercado mundial.

Las naciones en desarrollo, como las latinoamericanas, se han visto inmersas en este proceso desde finales de los años ochenta y con mayor celeridad en los noventa e inicios del siglo xxi, después de haber adoptado el Consenso de Washington,<sup>6</sup> estrategia de apertura de las economías, liberalización y desregulación financiera, favorecedora de los mecanismos y las instituciones privados vía el flujo de capitales provenientes

<sup>6</sup> Guiados por el Fondo Monetario Internacional (fmi) y el Banco Mundial (bm).

de países desarrollados y emergentes, y la introducción o profundización de los mercados de valores o accionarios.

Algunas de las características propias de la *financiarización* subordinada,<sup>7</sup> en la cual debe destacarse la importante participación del Consenso de Washington, en los países latinoamericanos son los flujos netos de capital negativos derivados de la suma de la cuenta corriente de la balanza de pagos y de las reservas internacionales –de acuerdo con la metodología del FMI–, por un lado, y de la existencia de un doble circuito monetario depredador demandante del reflujo de ganancias al extranjero, por el otro. En el primer caso, el retorno de flujos de capital es originado por la divergencia entre flujos privados y oficiales; estos últimos han llegado a estar por debajo de cero después del año 2002 por el pago de deuda pública (acumulada años atrás) a organismos internacionales. Es necesario destacar que las salidas de capitales (por inversión, retorno, comercio internacional u otras causas) de países en desarrollo, en particular a Estados Unidos de América, han tenido un costo, el pago de un tributo (señoreaje) [Lapavitsas, 2013] y han contribuido a robustecer los mercados financieros globales. Este escenario de retorno de capitales privados a naciones desarrolladas, el cual se presentó en los países latinoamericanos durante las crisis de 1994-1995 (México), 1998-1999 (Brasil) y 2001-2002 (Argentina), los condujo a la aplicación de la política denominada *self-insurance* o acumulación y autogeneración de reservas internacionales, que significó el fortalecimiento del dólar como moneda mundial.

En el segundo caso, según Alain Parguez “cuando la economía doméstica es integrada a una red de firmas transnacionales las ganancias no se realizan en el mismo espacio donde fueron generadas” [Parguez, 2010: 9-10]. América Latina

<sup>7</sup> Término tomado de Costas Lapavitsas que no puede interpretarse (según lo advierte el propio Lapavitsas) como una relación similar a la existente entre países desarrollados y no desarrollados en la época del imperialismo, sino como se explica líneas arriba.

(Centroamérica, México, Perú, Colombia, etc.), región con políticas gubernamentales y estructuras adecuadas –otorgamiento de espacios territoriales, precios mínimos en energía y laborales, niveles de productividad similares a los estándares internacionales, y exenciones fiscales– facilita a las casas matrices de empresas extranjeras tomar decisiones para trasladar segmentos de su producción hacia los países seleccionados como destino. Además, los costos denominados en moneda local son tan bajos respecto de los operantes en los países de origen que las posibles variaciones en el tipo de cambio producto del impacto negativo ejercido por el doble circuito monetario en la balanza de pagos (flujo de salida de capital mayor al flujo de entrada de capital)<sup>8</sup> no son relevantes, máxime si el banco central disminuye sus reservas internacionales al realizar operaciones de mercado abierto o el Estado recurre al endeudamiento externo. Sin embargo, esta búsqueda de incremento de ganancias por las empresas extranjeras tiene consecuencias adversas para las economías receptoras latinoamericanas.

Las vulnerabilidades son complejas en las economías destino (receptoras de flujos de capital), las importaciones se incrementan considerablemente y ejercen presión sobre la tasa de inflación tanto por las necesidades de bienes de capital de las empresas como por el consumo de los hogares, y por tanto las ganancias forjadas en esas economías y transferidas en su totalidad a las matrices empresariales representan un flujo de capital hacia afuera. Esta situación puede empeorar si la(s) empresa(s) extranjera(s) encuentra(n) mejores condiciones para obtener grandes ganancias en su país sede o en otros espacios, porque implica el cierre de filiales o sucursales dejando una pléyade de trabajadores desempleados.

<sup>8</sup> Las empresas extranjeras prácticamente no gastan en el país al que se trasladan porque no pretenden recibir sus ingresos con base en la demanda agregada interna. Si acaso se llega a involucrar el sistema bancario, las deudas se contraen en moneda extranjera (dólares o euros), en cuanto existen y están activos bancos extranjeros, y las ganancias generadas se gastan en otro u otros países.

Otros rasgos distintivos de la *financiarización* en las economías latinoamericanas los encontramos en: a) la entrada de la banca extranjera en las décadas de 1990 y 2000, a partir de las cuales se incrementó el endeudamiento de la población (incluidos los pobres) por el aumento de los préstamos al consumo (de forma directa, emisión de tarjetas de crédito, créditos de nómina), créditos para automóviles, créditos hipotecarios y todos los servicios financieros relacionados; b) el frecuente comportamiento rentista de los empresarios locales que explica en parte la baja tasa de formación bruta de capital; y c) que la región puede operar el “arbitraje a favor de inversiones en portafolio, en bonos del gobierno con tasas de interés elevadas” [Salama, 2006: 102-103] atrayentes de inversionistas institucionales, fondos de pensiones y jubilaciones, y bancos que actúan comprando o colocando los títulos de la deuda pública, dejando así de proporcionar crédito a empresas.

Mantener altas las tasas de interés, muy por encima de las vigentes en países desarrollados, incrementa los costos del crédito e influye en una mayor debilidad de la tasa de inversión y el intercambio *–trade off–* a favor de las actividades financieras, y en ocasiones impulsa operaciones o estrategias *carry trade*<sup>9</sup> cuando la moneda local se aprecia.

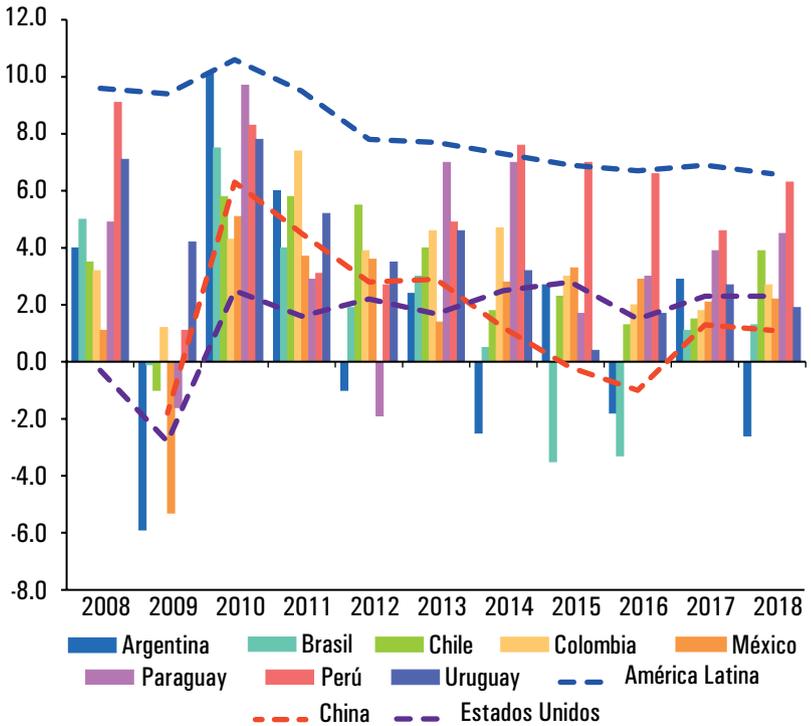
POSCRISIS: IMPACTO DE LA FINANCIARIZACIÓN EN LOS PAÍSES LATINOAMERICANOS

Aunque América Latina no fue detonante de la gran crisis financiera internacional de posguerra ni tampoco su principal víctima, la región no ha permanecido incólume a lo largo de 10 años (2008-2018). En 2009, la tasa de crecimiento del

<sup>9</sup> Un *carry trade* de divisas es una estrategia en la que una divisa de alto rendimiento (moneda de financiación) financia el comercio con una divisa de bajo rendimiento (destino). Un operador que utiliza esta estrategia intenta capturar la diferencia entre las tasas, que a menudo puede ser sustancial, lo que depende de la cantidad de apalancamiento utilizado.

producto interno bruto (PIB) alcanzó cifras negativas en países como México, Brasil y Chile, y si bien se elevó en años inmediatos posteriores (de 2012 a 2014), según datos de 2018 la tendencia es hacia el estancamiento o la depresión en los países de mayor desarrollo relativo, con excepción de Chile y Perú, que mantuvieron niveles superiores a la media regional que sigue mostrando una trayectoria similar a la de Estados Unidos, como se observa en la gráfica 1, pero continúan por debajo del incremento de China, al que solo se asemeja el de Perú.

Gráfica 1. Producto interno bruto (PIB), 2008-2018  
(Variación anual)



Fuente: elaboración propia con datos del World Bank Groups y Cepal [2019]. Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe 2018.

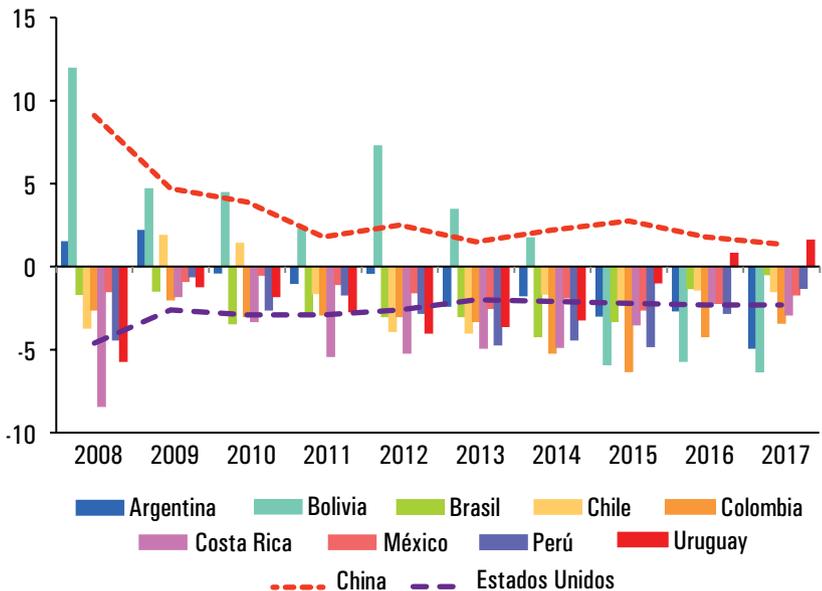
El grado de apertura de las economías, el envío creciente de remesas a países como México, El Salvador y Honduras, y en particular el peso del comercio internacional en el PIB han sido factores importantes durante la última década en América Latina. Así, las razones que explican que no colapsaran las economías latinoamericanas se encuentran en la propia *financiarización* mundial, base de la crisis financiera. La entrada económica de China y el ascenso de Brasil en las etapas de dirección de Lula [Gratius, 2010: 1] y Dilma Rousseff contribuyeron en su momento a mejorar la posición internacional de América Latina, lo que demostró, como señala Cypher [2007: 155-163], que la región necesita Estados independientes, autónomos y con proyectos de país capaces de promover y articular políticas industriales, de acumulación y desarrollo social con consecuencias favorables en la reducción de la tasa de pobreza.

En tanto, la globalización, la liberalización de los mercados y la desregulación financiero-comercial, en conjunto con la vinculación de países latinoamericanos como México, Centroamérica, el Caribe y, en menor medida, Chile, Colombia y Perú con determinados países desarrollados como Estados Unidos y los integrados en la Unión Europea, marcaron su contagio de los efectos de la gran crisis. Además, considerando estas economías inmersas en un doble circuito monetario, como señala Parguez:

Las importaciones [indispensables en el proceso de producción de las grandes empresas extranjeras, y para el consumo de la población] generan una caída instantánea de reservas. Al encontrarse sin las reservas suficientes denominadas en las monedas de economías dominantes, los países latinoamericanos están obligados a escoger entre tres soluciones de largo plazo igualmente desastrosas: 1) Aceptar una depreciación acelerada de la moneda y el déficit crónico de su cuenta corriente [como puede observarse en la gráfica 2] porque faltando la base de capital real que podría promover sus exportaciones, estos países no

pueden incrementarlas con solo devaluar su moneda. El único impacto sería una inflación doméstica insostenible inductora tanto de un colapso del nivel de vida como una fuga acumulativa de capital. 2) Buscar generar una entrada de capital, el cual llevaría a niveles de endeudamiento intolerables, 3) ¡Finalmente permanece la solución de última instancia de la deflación permanente [implementando a la vez medidas restrictivas de política monetaria y política fiscal cimentadas en la austeridad] para imponer un colapso en el consumo! [Parguez, 2010: 17] (en las citas todo cuanto aparezca entre corchetes son modificaciones realizadas por la autora y, por tanto, son su responsabilidad).

Gráfica 2. Cuenta corriente  
(% del PIB)



Fuente: elaboración propia con datos de World Bank Group, <<https://cutt.ly/Off2rLz>>.

El FMI atribuye los déficits de la cuenta corriente de las balanzas de pagos de los países, incluidos por supuesto los latinoamericanos, a problemas macroeconómicos. Considera determinante:

El efecto combinado de factores macroeconómicos –que abarcan la política fiscal, los ciclos crediticios y, en algunos casos, la política cambiaria y las subvenciones generalizadas a los sectores de productos transables– explica la mayor parte de la variación de los saldos comerciales en las dos últimas décadas. [En cambio] la variación de los aranceles, ejerce una función mucho menor. Eso no significa que los aranceles no perjudiquen a los países. En el contexto de una economía mundial caracterizada por cadenas de valor internacionales (en que la producción ocurre en múltiples países), un aumento acusado de los aranceles puede crear costos económicos significativos a largo plazo y efectos secundarios que perjudican a la economía internacional [Fondo Monetario Internacional, 2019: 1].

En el plano mundial se distinguen dos grupos de países en desarrollo de acuerdo con la composición de su producción y exportación de productos manufacturados o materias primas. En América Latina, a pesar de que México y Brasil extendieron la producción de manufacturas, el peso y el precio internacional de los *commodities*, sobre todo petróleo, metales industriales y algunos productos agrícolas, siguen siendo muy importantes en el volumen de sus exportaciones, lo que hace manifiesta la conservación de factores específicos de su historia productivo-comercial; mientras tanto, en la composición de las importaciones aún predominan las manufacturas. En este escenario, es importante denotar la acelerada tendencia desindustrializadora de Brasil a raíz de la llegada al poder de Michel Temer y Jair Bolsonaro.

En la poscrisis podemos observar dos momentos: en el primero, comprendido de 2009 a 2010, los países latinoamericanos que guardan mayores nexos comerciales y financieros con Estados Unidos y la Unión Europea, centros de expresión de

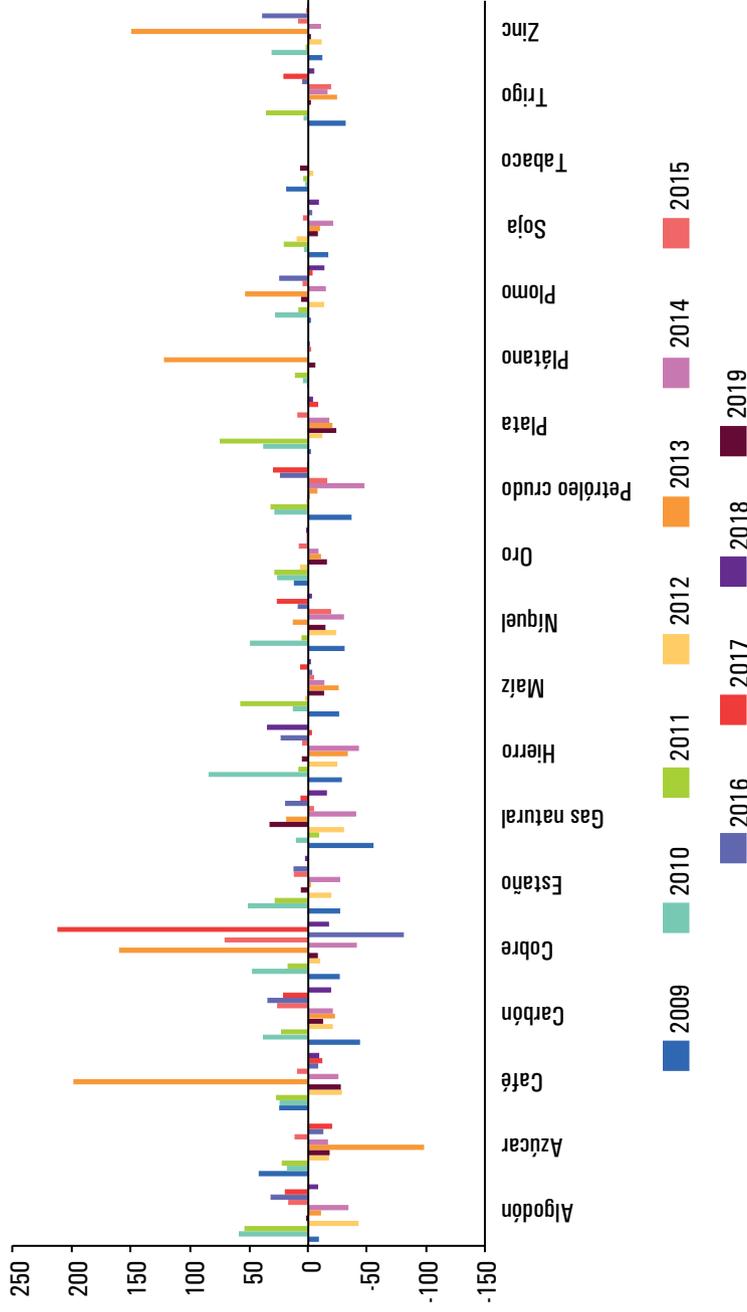
la *financiarización* y la gran crisis, y muy dependientes de la venta del petróleo: México, Venezuela, el Caribe, Centroamérica y en menor medida Colombia fueron los más afectados y lo evidencia la caída de sus exportaciones; en cambio los países con relaciones comerciales diversificadas o más orientadas a China, país con altas tasas de crecimiento del PIB en esos años, como Bolivia, Chile, Perú, Argentina (caso especial, ya que permanece debatiéndose entre la recuperación y el decaimiento) y Brasil (no escapó del todo a la caída de los precios del petróleo), resultaron relativamente menos afectados, según datos de las gráficas 2 (balance en cuenta corriente) y 3 (precios de *commodities*).

De acuerdo con James Cypher, las economías agrupadas en el Mercosur se han inscrito en un proceso de neoextraccionismo y primarización:

Una vez más, bajo la política hegemónica del Consenso de Washington [y en algunos casos por el crecimiento económico de China], las naciones periféricas fueron instadas y manipuladas por medio de Políticas de Ajuste Estructural, operando con condicionalidad cruzada entre el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional, a especializarse en sus áreas de exportación naturales [Cypher, 2014: 119].

Aun cuando el precio de las materias primas y los alimentos, que habían alcanzado máximos históricos a la entrada de la gran recesión, se redujo considerablemente en 2008, las ventas de maíz, soja, cobre, níquel, petróleo crudo, gas natural, carbón hierro, trigo y zinc por parte de Perú, Chile, Argentina y Brasil aumentaron gracias a la demanda de China. La caída de los precios de los *commodities* ha sido sostenida desde 2011 (véase gráfica 3), en 2015 este descenso se aceleró hasta alcanzar niveles vigentes hace más de una década y en 2019, después de haber sido el histórico motor del crecimiento en América Latina, se han convertido en una pesada carga que evidencia el abandono de políticas económicas proindustrialización.

Gráfica 3. Precio de productos de exportación  
(Variación anual)



Fuente: elaboración propia con datos del World Bank [2016 y 2019]. "World Bank Commodities Price Data", <<https://cutt.ly/Nff36Dh>>.

Ahora la debilidad de la segunda mayor economía global, China, principal consumidor de materias primas, y la guerra comercial sostenida con Estados Unidos de América arrastra hacia la ralentización a países latinoamericanos exportadores; las economías más afectadas son Brasil –que abandonó la política de industrialización–, Argentina, Chile, Colombia y México (recordemos el estrecho vínculo del ciclo de negocios de este último país con Estados Unidos). Según Fitch Ratings en un artículo publicado por *AméricaEconomía*, Bolivia y Paraguay crearon estrategias que les permitieron salir indemnes al grado de haber sido los únicos en lograr tasas de crecimiento del PIB superiores a 4 % en 2015. Bolivia “compensó parcialmente la baja de los precios de las materias primas aumentando su producción de gas natural y manteniendo contratos de exportación de largo plazo a mercados vecinos, mientras Paraguay amplió la diversificación de su base exportable y fortaleció la productividad de su sector agrícola” [Reuters, 2015].

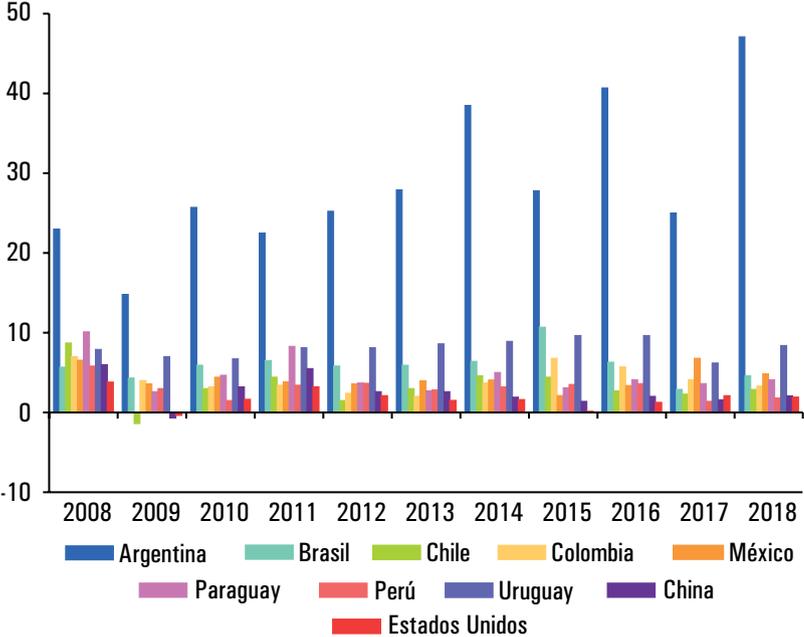
Las economías brasileña y chilena, que habían logrado altas tasas de crecimiento del PIB,

aupadas en la década dorada por el encarecimiento del petróleo, hierro, carbón y los alimentos, (compartieron) con Colombia y México severas devaluaciones de sus monedas frente a la moneda mundial, dólar, buscando recuperar competitividad, asimismo, todos estos países conjuntamente con Perú y Argentina [país que mantuvo restricciones generalizadas a las importaciones entre 2012 y 2014], (trataron) de frenar la importación de acero de China, la cual aumentó 29% entre abril y julio de 2015 debido a que las plantas siderúrgicas estatales chinas producen en condiciones desleales sin responder a criterios de mercado [El País, 2015: 35].

Otro factor coadyuvante en la profundización del ciclo de negocios depresivo es la volatilidad de las monedas latinoamericanas respecto al dólar y el euro, expresión de la situación

económica y la política monetaria aplicada por el banco central de cada país, institución encargada de estabilizar las tasas de inflación (gráfica 4) mediante el uso de las tasas de interés y el control de la demanda agregada.

Gráfica 4. Inflación al final del año (Variación anual)

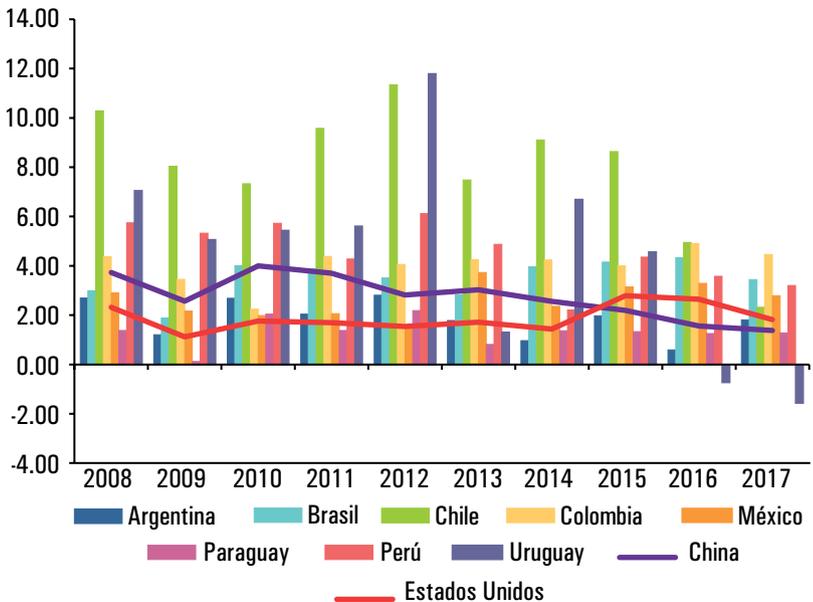


Fuente: elaboración propia con datos de World Bank Group y Cepal [2019]. Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe 2018.

Ante el aumento de las tasas de interés en algunos países desarrollados, en especial Estados Unidos [la Reserva Federal (Fed)], en años recientes, manteniéndose estables ahora, y la desaceleración económica en la región latinoamericana, los bancos centrales de algunos países también elevaron sus tipos de interés y decidieron sostenerlos altos con el fin de cumplir

con el objetivo de inflación y frenar la depreciación de sus monedas [*Expansión*, 2015]. Pero la adopción de esta medida en economías en desarrollo financiarizadas que no aplican políticas anticíclicas completas afecta el crecimiento, la fortaleza y la construcción de capacidades tecnológicas, lo que ocasiona que no se impulse la creación y exportación de productos con mayor valor agregado así como costos crediticios altos, por lo que siguen dependiendo de contar con tasas de interés competitivas para atraer inversión extranjera, sobre todo de portafolio. Lo anterior puede apreciarse en la gráfica 5, en la que se maneja la inversión extranjera directa como porcentaje del PIB, la cual incluye flujos financieros.

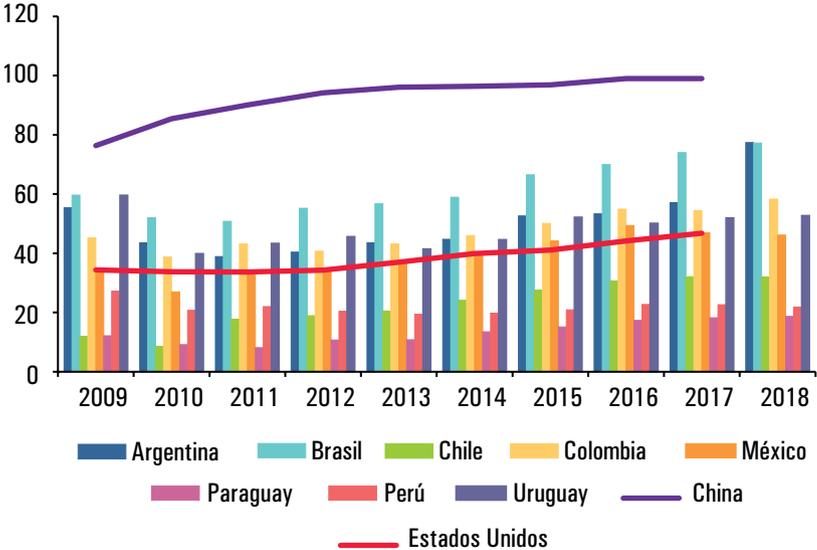
Gráfica 5. Inversión extranjera directa (% del PIB)



Fuente: elaboración propia con datos de World Bank Group, <<https://cutt.ly/jfF3VrL>>.

Asimismo, promueve nuevas emisiones y el reemplazo de bonos públicos a altas tasas de interés para atraer crecientes flujos de capital, incluidos por supuesto los ahorros para el retiro (pensiones y jubilaciones) de los trabajadores internos y externos, pero el aumento de la deuda de los gobiernos como porcentaje del PIB hace más vulnerables las economías al desencadenar un proceso de espiral ascendente, como se presenta en la gráfica 6.

Gráfica 6. Deuda pública del sector público no financiero (% del PIB)



Fuente: elaboración propia con datos de: Cepal [2019], *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe 2018*, <<https://cutt.ly/lff30zY>>. World Bank Group, <<https://cutt.ly/vff303V>>.

Los países de América Latina requieren ingresos considerables para cubrir sus compromisos financieros y apenas recaudaron en impuestos un promedio de 21.3 % de su PIB en

2013. Brasil, con 35.7 %, es el único país por encima de la media de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), colocada en 34.1 %. Otros países también elevaron sus ingresos fiscales: Argentina 31.2 %, Costa Rica 22.4 % y Colombia 20.1 %; mientras que México, con un nivel similar de desarrollo, ha mantenido una baja capacidad de recaudación tributaria de 19.7 % [OCDE/Cepal/CIAT/BID, 2015] debido tanto a la exención de impuestos a grandes empresas como al alto grado de informalidad laboral. Las estadísticas muestran una vez más la fragilidad de las finanzas públicas en América Latina y la incertidumbre que puede surgir por un endeudamiento progresivo.

Los Estados latinoamericanos han realizado múltiples ajustes a su política fiscal, incluidas reformas legales y modificaciones a la administración tributaria, y no logran equilibrar el balance público (ingresos tributarios-gasto público), cuyo déficit respecto al PIB perdura a lo largo del tiempo.

Sumado a las problemáticas estudiadas encontramos el reflujo de capitales a los países desarrollados derivado de las altas tasas de interés de mercado y, por tanto, disminución del riesgo de deflación. Esto no solo fuerza a los bancos centrales de las economías en desarrollo a revisar sus objetivos de política monetaria y optar por emular las acciones tomadas por los países desarrollados (Estados Unidos y Unión Europea) con el propósito de prever una posible salida de capitales y atraer a otros para evitar un déficit de balanza de pagos, también exige aplicar medidas de esterilización monetaria dependientes directas del monto de reservas internacionales con que se cuente. Después de las crisis de la década de los noventa y los años 2001-2002, las economías latinoamericanas han aplicado el *self-insurance* –método de acumulación de reservas para protegerse del riesgo por exposición a flujos de capital de corto plazo– con la supervisión del FMI y el BM, los que han monitoreado los niveles de reservas internacionales de países en desarrollo exigiendo el cumplimiento de

tres reglas: 1) la proporción de reservas respecto del monto de importaciones debe ser suficiente para enfrentar un inesperado deterioro de la balanza comercial; 2) es indispensable que la proporción de reservas con respecto a la deuda externa a corto plazo sea suficiente para cubrirla al menos durante un periodo de 12 meses; y 3) la proporción reservas/oferta de dinero (agregado monetario  $M_2$ ) debe ser suficiente para enfrentar una rápida e inesperada salida de capitales. Esta acumulación de reservas también ha sido producto de las políticas de tipo de cambio adoptadas por los países en desarrollo latinoamericanos [Aizenman y Genberg, 2012: 5].

Parecería, entonces, que realizar operaciones de mercado abierto, subastas de dólares, no representa problema alguno para los países latinoamericanos, excepto para Argentina por no haber llegado a un acuerdo definitivo con los *holdouts*.<sup>10</sup>

## CONCLUSIONES

La financiarización, dinámica generadora y detonante de la crisis internacional, en la etapa de poscrisis ha ocasionado una ralentización económica mundial a la que, por supuesto, no ha escapado la región latinoamericana. El grado de apertura de las economías y el peso del comercio internacional en el PIB fueron factores importantes en la variación del crecimiento por país.

Así, economías dependientes del petróleo, como Venezuela y México (gasto del gobierno), son muy vulnerables ante la coyuntura global. Los países que han alcanzado un mayor crecimiento tienen relaciones económicas más diversificadas y se han inclinado por desarrollar su mercado interno protegiendo en cierto modo sectores estratégicos y manteniendo

<sup>10</sup> Son los llamados “fondos buitres” que tienen en su poder bonos de deuda pública argentina.

enclaves estatales incluyen Brasil, Perú, Bolivia, Chile y Colombia,<sup>11</sup> aunque el cambio del poder político en Brasil a partir de 2016 ha confinado al Estado a realizar actividades mínimas, postergando la generación compartida, público-privada, de planes industrializadores con un proyecto de país impulsor de un marco socioeconómico incluyente.

La caída del PIB en China, país con el que algunos de ellos mantienen fuertes flujos de capital y comercial (exportaciones e importaciones de mercancías), ha contribuido al deterioro de los términos de intercambio en Sudamérica y la guerra comercial sostenida con Estados Unidos de América ha evidenciado la clara persistencia de problemas estructurales en toda la región latinoamericana.

Uno de los grandes retos de los países latinoamericanos es lograr superávits en la cuenta corriente de sus balanzas de pagos y así depender menos de buscar atraer flujos de inversión extranjera de cartera. Esto sería posible con políticas económicas orientadas al aumento de los niveles de inversión productiva y del PIB potencial. Crear capacidades productivas que permitan generar bienes intensivos en tecnología para adaptarse y responder a las transformaciones del mercado, percatándose y tomando la decisión de abandonar ventajas comparativas creadas que resulten inadecuadas, por lo que esta vía no significa un regreso al modelo de industrialización por sustitución de importaciones (ISI).

Otro de los problemas subyacentes en las economías de América Latina es la acumulación de reservas bajo el sistema *self-insurance*, el cual por supuesto incluye entrada de remesas, flujos negativos de capital, instauración de empresas filiales o sucursales; el compromiso de algunos países de cumplir con el Consenso de Washington; y en general estar inmersos en un proceso de financiarización subordinado (minimiza el

<sup>11</sup> Argentina ha procedido de forma similar, pero condiciones añejas arrastradas desde la crisis de 2001-2002 no le han permitido en buena medida avanzar económicamente.

acceso al crédito, excepto el dirigido al consumo y en menor medida el hipotecario) que restringe el gasto del gobierno (impone la austeridad para lograr déficit cero) y catapulta el endeudamiento público.

Como resultado de las medidas recomendadas e impuestas en el proceso de financiarización, aceleradas y agudizadas en la etapa de poscrisis, el ensanchamiento de la brecha entre pobres y ricos (la bipolarización poblacional) es un efecto constante en los países de América Latina. Solo por periodos muy breves, los indicadores sociales, el índice de Gini<sup>12</sup> y el índice de desarrollo humano, reportan mejoría en la distribución del ingreso y disminución de la pobreza e indigencia, como ocurrió entre los años 2008 y 2013 en Perú, Brasil, Bolivia, Argentina, Uruguay, Chile, Venezuela y Colombia. Todo indica que este logro puede atribuirse a la aplicación de programas estatales de combate a la pobreza e indigencia, y no a una caída considerable del desempleo.

Por todas las razones esgrimidas respecto de los grandes impedimentos del crecimiento, son tareas impostergables evitar la dependencia económica respecto a Estados Unidos, la Unión Europea y China; adoptar estrategias de crecimiento, industrializadoras orientadas sobre todo a los mercados internos, basadas especialmente en los países latinoamericanos de mayor tamaño relativo; romper con el doble circuito monetario depredador para no estar sujetos al reflujó de ganancias al extranjero; y contar con Estados autónomos capaces de promover acciones, ofrecer incentivos a la inversión privada y generar planes de desarrollo.

<sup>12</sup> El coeficiente de Gini se coloca entre 0 y 1 para medir la desigualdad en la distribución del ingreso: mientras más se acerque a 0 mejor es la distribución, y al aproximarse a 1 la condición de ingreso empeora. Por razones de extensión no se presentan los índices numéricos.

## REFERENCIAS

- Aizenman, Joshua y Hans Genberg [2012], *Research on the Demand for International Reserves: Developments in Academia, the Contribution of IMF Researchers, and Influence on IMF Surveillance*, IEO Background Paper, Independent Evaluation office of the International Monetary Fund, BP/12/01.
- Bárceña, Alicia [2010], “Restricciones estructurales del desarrollo en América Latina y el Caribe. Una reflexión post-crisis”, en *Revista Cepal*, México, Cepal, abril, núm. 100, pp. 7-28.
- Cepal [2019], <<https://cutt.ly/NdL6Ds0>>. [Consulta 9 de marzo de 2019].
- \_\_\_\_\_ [2019], *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe 2018*. <<https://cutt.ly/TdL6Vzp>>.
- Cichorska, Joanna y Monika Klimontowicz [2016], “Financialisation as a Result of the Network Economy’s Development”, en *e-Finanse*, University of Information Technology and Management, Institute of Financial Research and Analysis, octubre, vol. 12, núm. 2, pp. 1-12.
- Corbo, Vittorio y Klaus Schmidt-Hebbel [2013], “La crisis internacional y América Latina”, en *Monetaria*, México, CEMLA, enero-junio, vol. XXXV, núm. 1, pp. 41-68.
- Cypher, James [2007], “El caso del Estado chileno actual. Proyectos de acumulación, proyectos de legitimación”, en Gregorio Vidal y Arturo Guillén, coords., *Repensar la teoría del desarrollo en un contexto de globalización. Homenaje a Celso Furtado*. Buenos Aires, Clacso.
- \_\_\_\_\_ [2014], “Neoextraccionismo y primarización: términos de intercambio en América del Sur”, en Alicia Girón, coord., *Democracia, financiarización y neoextraccionismo ante los desafíos de la industrialización y el mercado de trabajo*. México, Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM, Colección de Libros de Revista Problemas del Desarrollo, pp. 117-142.

- El País* [2015], “Las divisas de América Latina sufren la incertidumbre china”, México, 30 de julio, pp. 1, 35-36.
- Expansión* [2015], “Brasil baja sus tipos de interés”. <<https://cutt.ly/VdZrtqc>>. [Consulta: 3 de agosto de 2018].
- Fajnzylber, Fernando [1990], *Industrialización en América Latina: de la “caja negra” al “casillero vacío”*. Serie Cuadernos de la Cepal, núm. 60, Santiago de Chile, Naciones Unidas.
- Fondo Monetario Internacional [2014], *World Economic Outlook*. <<https://cutt.ly/SdZrdgA>>. [Consulta: 7 de marzo de 2019].
- \_\_\_\_\_ [2019], *Diálogo a Fondo. El blog del FMI sobre temas económicos de América Latina*. <<https://cutt.ly/PdZrz0G>>. [Consulta: 11 de mayo de 2019].
- Gratius, Susanne [2010], “El ascenso post-crisis de América Latina”, en *Policy Brief*, Fríde, enero, núm. 31, pp. 1-5.
- Lapavitsas, Costas [2013], *Profiting Without Producing. How Finance Exploits Us All*. Londres, Verso.
- Lechini, Gladys y Clarisa Giaccaglia [2010], “El ascenso de Brasil en tiempos de Lula ¿Líder regional o jugador global?”, en *Revista Problemas del Desarrollo*, México, Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM, octubre-diciembre, vol. 141, núm. 163, pp. 53-73.
- OCDE/Cepal/CIAT/BID [2015], *Tax revenue trends 1990-2013*. <<https://cutt.ly/wdZrW2v>>. [Consulta: 4 de abril de 2019].
- Parguez, Alain [2010], “El doble circuito monetario depredador: los costos de la plena integración al sistema financiero y productivo multinacional”, en *Ola Financiera*, núm. 6. <<https://cutt.ly/ddZrS9m>>. [Consulta: 28 de febrero de 2019].
- Reuters [2015], “Fitch: Bolivia y Paraguay están bien posicionados para enfrentar la caída en precios de materias primas”, en *AméricaEconomía*. <<https://cutt.ly/jdZrCls>> [Consulta: 9 de febrero de 2019].

- Salama, Pierre [2006], “Deudas y dependencia financiera del Estado en América Latina”, en Alicia Girón, comp., *Confrontaciones monetarias: marxistas y post-keynesianos*. Buenos Aires, Clacso.
- World Bank [2019], Databank, <<https://cutt.ly/DdZr13K>>.
- \_\_\_\_\_ [2016 y 2019], *World Bank Commodities Price Data*. <<https://cutt.ly/ndZr3Ml>>. [Consulta: 14 de mayo de 2019].
- \_\_\_\_\_ [2019], *World Bank Group (US)*. <<https://cutt.ly/EdZt-wUF>>. [Consulta: 20 de abril de 2019].
- \_\_\_\_\_ [2019], *World Bank Group (US)*. <<https://cutt.ly/sdZ-tu7q>>. [Consulta: 20 de abril de 2019].
- \_\_\_\_\_ [2019], *World Bank Group (US)*. <<https://cutt.ly/YdZthD7>>.



## 6. TIPO DE CAMBIO, FINANCIARIZACIÓN Y NUEVO DESARROLLISMO: LAS RESISTENCIAS ECONÓMICAS Y POLÍTICAS AL TIPO DE CAMBIO INDUSTRIAL DE EQUILIBRIO\*

*Daniel Alberto Pérez Ruiz*

### INTRODUCCIÓN

Este trabajo argumenta que el alcance de un nivel competitivo de tipo de cambio como el que corresponde al tipo de cambio industrial (TCI) de equilibrio enfrenta una serie de resistencias de carácter político y económico, sobre todo a la luz de la financiarización de las economías en desarrollo, en las que el tipo de cambio se ha vuelto una variable financiera muy dependiente de las expectativas determinadas por la “sabiduría convencional”, es decir, determinadas por un cúmulo de valores que se denominan “fundamentales” [Eatwell y Taylor, 2000; Puyana, 2006] a los que se les ha prestado excesiva atención, en particular en un contexto de libre movilidad de capitales que favorece la estabilidad y la apreciación del tipo de cambio.

Se arguye que el concepto del TCI es análogo al equilibrio del pleno empleo, ambos niveles caracterizados por ser posiciones de largo plazo. Por tanto, alcanzar un nivel de TCI enfrenta restricciones parecidas a una política de pleno empleo. Esta idea emerge de los escritos de Michal Kalecki, sobre todo de su trabajo *Los aspectos políticos del pleno empleo* [2015 (1943)], y del texto de Joan Robinson titulado *Obstáculos al pleno*

\* El autor agradece los valiosos comentarios de Arturo Huerta y Bruno Sovilla. Los errores y omisiones son, obviamente, responsabilidad del autor.

*empleo* [1946]. Así, se busca contribuir a la estrategia nueva desarrollista (ND), desde una perspectiva poskeynesiana, elaborando sobre las resistencias que enfrenta lograr dichas posiciones de largo plazo en una economía sumamente financiarizada.

La cuestión de un nivel de tipo de cambio competitivo para el desarrollo económico es central para la estrategia ND. En dicha estrategia destaca el papel central del gobierno como un participante activo y eficiente en el mercado, y nace a partir del fracaso de la globalización, la financiarización y el neoliberalismo [Bresser-Pereira, 2017]. Dentro de dicho enfoque emerge un concepto novedoso y central: el tipo de cambio industrial. Sostener el tipo de cambio a dicho nivel garantiza a los productores manufactureros más eficientes mantenerse competitivos en los mercados interno y externo. Si se analiza este concepto desde una perspectiva poskeynesiana, es un nivel de tipo de cambio que se alcanza mediante una activa intervención del Estado mediante controlar el efecto de diversas fuerzas que aprecian la moneda durante el auge de los productos básicos y de los flujos de capital.<sup>1</sup> Por tanto, es un nivel que no prevalece “naturalmente” y que no puede mantenerse sin una intervención gubernamental explícita [Carvalho, 2018].

Si el gobierno logra neutralizar dichas fuerzas de mercado que sobrevaloran la moneda, el tipo de cambio correspondería a su nivel de equilibrio industrial. El TCI es un nivel de tipo de cambio real débil (depreciado). Tal nivel permitiría impulsar el crecimiento de una combinación de exportaciones manufactureras que incrementen el producto y el empleo, suficiente para incentivar el desarrollo económico de una nación

<sup>1</sup> Para los principales adherentes de la estrategia ND, las presiones de los flujos de capital son cíclicas y no de carácter estructural. Sin embargo, desde un punto de vista poskeynesiano, dichos flujos de capital representan presiones latentes sobre los tipos de cambio y, en consecuencia, dichas presiones tienen un carácter estructural [Carvalho, 2018; Pérez, en preparación].

[Bresser-Pereira y Gala, 2008; Bresser-Pereira, 2012; Kregel, 2018]. Por ello dicho nivel, al ser favorable para el sector industrial, previene la alteración de la composición del balance comercial de un país, es decir, evita que el balance comercial de *commodities* sea superior al balance comercial manufacturero y que esto lleve a un retroceso en la capacidad productiva.

Para entender este proceso conviene imaginar que dicho nivel de tipo de cambio maximiza el saldo de la balanza comercial. Por lo tanto, el nivel de TCI permite que el crecimiento de las exportaciones manufactureras sea suficiente para incrementar el producto y el empleo. Para lograr dicho objetivo del tipo de cambio, las autoridades centrales necesitan una serie de instrumentos como intervenciones en el mercado cambiario, impuestos a las exportaciones primarias y regulaciones de capital. Este proceso asume que el nivel de estabilización del tipo de cambio debe ser absolutamente creíble, lo cual permita a un país hacer frente a cualquier expectativa negativa (por ejemplo, una expectativa de crisis en balanza de pagos). Así, el nivel de tipo de cambio se constituye como una herramienta clave y eficaz para el desarrollo de una economía. Sin embargo, ¿cuáles son los límites que enfrenta dicho nivel del tipo de cambio?

Resulta necesario que el lector tenga presente que dichas concepciones de largo plazo se entienden como construcciones hipotéticas “ideales” de acuerdo con un objetivo de política. En particular este ensayo refiere al TCI como un tipo de cambio “ideal” para el desarrollo económico. El TCI podría caracterizarse como un nivel tipo de cambio ideal, un nivel de equilibrio normativo, en el que lo que debe ser toma gran importancia. Los juicios de valor son significativos y relevantes en este esquema.

Siguiendo la discusión de los tipos de cambios apropiados para el desarrollo económico, este ensayo se estructura de la siguiente forma. En primer lugar, se parte de la analogía trazada entre el equilibrio de pleno empleo y el concepto de

TCl, ambos objetivos sociales de política económica en un marco poskeynesiano. Se sigue de un análisis de las cuatro principales resistencias que enfrenta un nivel de TCl. Finalmente, se concluye argumentando que gran parte de las resistencias emergen ante la importancia del tipo de cambio para el sector financiero y, por tanto, se requiere un cambio de paradigma para poder implementar políticas de dicho corte.

TIPO DE CAMBIO INDUSTRIAL Y PLENO EMPLEO: DOS POSICIONES  
DE EQUILIBRIO DE LARGO PLAZO

En un primer momento es conveniente exponer la semejanza entre las posiciones de equilibrio de tipo de cambio industrial y de pleno empleo desde un punto de vista poskeynesiano. Una característica subyacente de las posiciones de equilibrio desde esta perspectiva es que estas no siempre corresponden a una situación óptima o ideal. Para Keynes [1936], por ejemplo, una posición de equilibrio corresponde a un estado estacionario o fases de relativa estabilidad. Prueba de ello es una posición de equilibrio con desempleo (posición de “equilibrio” subóptima) que explica en el capítulo 18 de la *Teoría general*. El análisis de equilibrio le permite concluir que una característica de las economías capitalistas es el oscilar, sin alguna tendencia hacia el pleno empleo o al colapso.

Dicha conclusión es trascendental desde una perspectiva de política: por una parte, marca un rompimiento con la teoría clásica al demostrar que, bajo condiciones complejas y de incertidumbre, los individuos son incapaces de asignar recursos de manera “óptima” en tiempo y espacio<sup>2</sup> y, por otra parte, la política económica es, como consecuencia, relevante y una condición necesaria para alcanzar el pleno empleo. Esto

<sup>2</sup> Para la teoría neoclásica el único equilibrio concebido es aquel que corresponde al pleno empleo.

implica que debe ser responsabilidad del gobierno intervenir en la economía vía política fiscal y monetaria para lograr un nivel de demanda agregada que lleve al pleno empleo —una posición satisfactoria o de largo plazo.<sup>3</sup>

El concepto de TCI es, lo mismo que un equilibrio de pleno empleo, un objetivo social de política económica. El TCI es un nivel apropiado o ideal del tipo de cambio y en consecuencia podríamos trazar un paralelo con un equilibrio de pleno empleo principalmente por tres razones. La primera tiene que ver con el carácter *satisfactorio* de ambas posiciones de equilibrio desde diversos puntos de vista; el pleno empleo es una situación satisfactoria para productores y consumidores [Sebastiani, 1992], y el TCI es una situación satisfactoria desde el punto de vista de los productores manufactureros nacionales. La segunda se refiere a que ambas posiciones de equilibrio representan una *situación de ajuste total* de acuerdo con fuerzas dominantes; mientras el pleno empleo es una situación de ajuste total de la economía, el TCI es una situación de ajuste total que permite maximizar el saldo de la balanza comercial manufacturera evitando un retroceso en dicho sector. La tercera se relaciona con que *no existe una tendencia hacia dicho estado estacionario* y, por tanto, se asume que el papel de la política económica es importante para alcanzar dichos niveles. Así como Keynes [1936] argumentaba que las fuerzas en la economía real no llevan automáticamente a dicha posición ideal, de la misma forma el concepto de TCI no puede prevalecer de forma natural porque no refleja las fuerzas que operan en el mercado cambiario [Carvalho, 2018].

<sup>3</sup> Largo plazo (*long-period*) se entiende como el “periodo” en el cual el economista puede controlar lo que cambia y lo que permanece constante, de manera temporal, en la esfera de *ceteris paribus*. Se distingue del término en inglés *run*, que también puede traducirse al español como plazo, pero se concibe como un concepto histórico en el que lo que cambia o permanece constante en una situación dada es resultado de un proceso histórico [Fontana, 2003].

En suma, cuando se analiza a la luz de los escritos de Keynes [1932], ambas concepciones son posiciones óptimas o satisfactorias de ajuste total –de largo plazo– hacia las cuales no existe una tendencia como tal. Dichas posiciones óptimas se caracterizan por ser un caso especial correspondiente a una política económica en particular por parte de las autoridades monetarias [Keynes, 1932: 55].

#### OBSTÁCULOS AL TIPO DE CAMBIO INDUSTRIAL

Al ser el TCI una posición satisfactoria impulsada por las políticas, surge una serie de resistencias. Por ello resulta adecuado clasificar en cuatro categorías las resistencias al tipo de cambio industrial:<sup>4</sup> a) la oposición a la interferencia gubernamental para incidir en una variable como el tipo de cambio; b) la resistencia a la dirección de los beneficios de una realineación del tipo de cambio (ya que resulta más benéfico para el sector manufacturero que para el sector financiero); c) la resistencia a los cambios resultantes del éxito de una política de tipo de cambio industrial (cambios sociales y políticos que esta impulsa); y d) los límites económicos que impone una caída de la demanda global.

Primero analizaremos la oposición a la interferencia gubernamental para afectar la dirección del tipo de cambio hacia

<sup>4</sup> Este ensayo se inspira en razones similares a las que sostienen Kalecki [2015 (1943)] y Robinson [1946]. Mientras que estos autores analizan las resistencias al pleno empleo, el presente trabajo examina resistencias similares aplicadas a la esfera de un tipo de cambio competitivo. Para Kalecki, las tres principales razones por las que los líderes industriales se oponen al pleno empleo son: a) "la resistencia a la interferencia gubernamental en el problema del empleo como tal"; b) "la resistencia a la dirección del gasto gubernamental"; y c) "la resistencia a los cambios sociales y políticos resultantes del mantenimiento del pleno empleo".

una posición satisfactoria o ideal, que se deriva de una cosmovisión general y coherente<sup>5</sup> sobre el comportamiento del tipo de cambio. Es conveniente advertir que si bien existe considerable debate en torno al papel del tipo de cambio para el desarrollo económico, en décadas recientes parece haber cierto consenso en cuanto al potencial del tipo de cambio como un instrumento de la política industrial en economías abiertas y sumamente financiarizadas. Entre los oponentes a esta perspectiva encontramos a quienes argumentan que el tipo de cambio se mueve alrededor de su óptimo en el largo plazo y que asumen que los procesos de mercado son eficientes. Un concepto central dentro de esta cosmovisión es el de los “fundamentales”, que se definen como “un set de variables que garantizan la operación eficiente de los mercados de divisas” [Harvey, 2001: 4]. La concepción de los mercados como sistemas benévolos, de acuerdo con Harvey [2001], coadyuva a unificar este set de creencias compartidas (“fundamentales”) acerca de los mercados de divisas que son determinadas por el pensamiento convencional. Esto es, la idea de que los mercados actúan como la mejor forma de organización económica para obtener resultados óptimos.

Esta serie de creencias está fuertemente ligada a la forma de operar de los mercados financieros. Según Keynes, un inversionista exitoso debe anticipar lo que “la opinión media espera que la opinión media sea” [Eatwell y Taylor, 2000: 12]. Esta misma idea aplica al análisis de los mercados de divisas. El éxito para un inversionista consiste no en lo que él considere o los demás consideren como las verdaderas virtudes de cierta divisa, sino en determinar la “opinión media sobre

<sup>5</sup> O ideología que se entiende como “un *Weltanschauung* general y coherente, sentido apasionadamente y defendido sin escrúpulos. Contiene una proposición sagrada de tipo fáctico. Ante evidencia contraria, las palabras en estas proposiciones se redefinirán o incluso el estado filosófico de las proposiciones se cambiará para abandonar la concatenación original de las palabras” [Wiles, 1979 a 1980: 155].

lo que será la opinión media”. Por ello, los inversionistas prestan especial atención a cualquier señal o información que cambie la dirección de la opinión media. Para Eatwell y Taylor los mercados de divisas se han vuelto dominados por las expectativas determinadas por “simples *slogans*”<sup>6</sup> también conocidos como “fundamentales”. En consecuencia, por algún tiempo los mercados pueden estabilizarse por convención, ya que todos creen que “la economía es sólida y fundamentalmente estable” [Eatwell y Taylor, 2000: 12]. Lo importante en este esquema es que la opinión media crea que estas creencias son ciertas.

De esta forma, el papel de las autoridades centrales se concentra en mantener los fundamentales en un nivel adecuado para garantizar el correcto funcionamiento de los mercados. De acuerdo con Puyana [2006: 178], los “fundamentales” de una economía “están correctos cuando: el déficit fiscal es un porcentaje casi nulo del PIB; la tasa de inflación no excede la prevaleciente a nivel internacional (o su principal socio comercial); el gobierno prosigue políticas económicas aperturistas; las políticas monetaria y fiscal son sensatas (es decir restrictivas)”. Mantener los fundamentales en un nivel correcto conduciría a mercados eficientes, lo que permite que el tipo de cambio logre su nivel óptimo o de equilibrio. Por tanto, para los principales opositores los “fundamentales” están ligados a “fuerzas naturales, fuertes y equilibrantes” del tipo de cambio [Harvey, 2001: 8].

No importa la validez de tales creencias, pero sostenerlas o cuestionarlas puede conducir a que las monedas aumenten su valor o al colapso. Lo que verdaderamente importa es que la opinión media crea que son ciertas, por lo que cambios en

<sup>6</sup> Por ejemplo, Eatwell y Taylor señalan que la opinión promedio estaría determinada por *slogans* derivados del pensamiento convencional: los déficits fiscales llevan a tener mayores tasas de interés y, por tanto, el gasto público es malo, una mayor base monetaria llevaría a tener una mayor inflación, etcétera.

una variable asumida como “fundamental” producirían reacciones predichas por la “sabiduría convencional”. Sin embargo, si cierta variable dejase de ser considerada como un “fundamental” por la opinión promedio y la teoría económica convencional, los cambios en ellas dejan de producir reacciones que alguna vez produjeron [Eatwell y Taylor, 2000]. Así, un “fundamental” es lo que la opinión promedio y la teoría económica cree que es un “fundamental” [Eatwell y Taylor, 2000; Harvey, 2001].

Este conjunto de creencias será redefinido ante evidencia contraria. Las creencias de los mercados cambiarán en caso de que tales se muestren constantemente erradas a través del tiempo [Eatwell y Taylor, 2000]. Tal reconfiguración de la opinión promedio llevará a una nueva estabilización con base en las nuevas opiniones promedio. El problema central radica en si la estabilización es un punto de alto crecimiento económico o de estancamiento económico [Eatwell y Taylor, 2000], lo cual requeriría algún tipo de intervención por parte de la autoridad central. Sin embargo, dado que esta cosmovisión predice tendencias beneficiosas y de autocorrección de algún tipo para el mercado de divisas, en la ausencia de la intervención gubernamental [Harvey, 2001], la conclusión es siempre la misma: dejar que las libres fuerzas del mercado determinen el tipo de cambio.

El espectro de este conjunto de creencias se expande más allá del comportamiento de los mercados. Este conjunto de creencias también es respaldado por “expertos económicos” conectados con las principales instituciones financieras a nivel internacional y gobiernos en general. Esto sugiere que además de haber una resistencia de carácter ideológico, también existe una barrera política con argumentos económicos que impide lograr dicho nivel competitivo de tipo de cambio. Es posible que la idea de intervenir en caso de volatilidad en los mercados sea bien recibida por este grupo de economistas; sin embargo, perseguir un objetivo de tipo de cambio sería para ellos

romper con la cosmovisión de que este se mueve alrededor de su óptimo, ocasionando problemas adicionales.

En segundo lugar nos ocuparemos de la resistencia a la dirección de los beneficios de una realineación del tipo de cambio. Sin duda alguna, en el actual contexto de financiación de las economías, fuertes resistencias emergen de un importante grupo de inversionistas que se benefician de la apreciación del tipo de cambio.

Conviene señalar que el término realinear implica mover el tipo de cambio hacia su valor apropiado. En caso que este se encuentre sobrevaluado implicaría una depreciación del tipo de cambio, mientras que si el tipo de cambio está subvaluado esto involucra apreciar la moneda hacia su nivel apropiado. Partamos del supuesto de que el tipo de cambio está sobrevaluado, como es el caso del enfoque ND. En este escenario y a la luz de dos distintas perspectivas, la principal resistencia emerge del sector financiero, el cual se vería muy afectado al optar por un valor de tipo de cambio competitivo favorable para la industria manufacturera.

Por un lado, la depreciación de la moneda representa un riesgo para quienes especulan en los mercados de divisas. Quizás un caso particular son las estrategias especulativas de corto plazo denominadas *carry-trade*. Tales estrategias se financian en mercados con bajas tasas de interés (moneda de financiación) e invierten en posiciones cortas en mercados con altas tasas de interés (moneda de destino). Las actividades de *carry-trade* se benefician principalmente del diferencial de tasas de interés y de la apreciación de la moneda de destino. La apreciación de la moneda de destino representa un retorno positivo para los especuladores al momento de cerrar la operación. Por el contrario, una depreciación de la moneda de destino representa un retorno negativo para los especuladores al momento de cerrar las operaciones, ya que contrarresta la ganancia derivada de los diferenciales de tasas de interés. Frente a este último escenario, los especuladores

decidirán vender sus divisas para comprar divisas más seguras (*flight to quality*), depreciando aún más el tipo de cambio ante el pánico general de los especuladores. Ello coadyuva a la creencia de que es mejor no intervenir para evitar un pánico en los mercados que deprecie la moneda.

Desde otra perspectiva, realinear y, por tanto, depreciar el tipo de cambio resulta benéfico para la industria manufacturera y para el desarrollo económico de una nación porque el nivel de ingreso y el empleo aumentan cuando la competitividad de los productos nacionales se incrementa. Para que dicha política sea efectiva, se asumen como elásticas la demanda externa y la oferta doméstica, lo mismo que la demanda doméstica por importaciones y la oferta externa de importaciones. Se requiere que la condición Marshall-Lerner se cumpla para que la depreciación tenga un efecto positivo sobre el saldo de la balanza comercial. Al igual que la eficacia de la realineación del tipo de cambio es fuertemente dependiente de mantener precios y salarios rígidos, lo cual permita que la devaluación nominal lleve a una mejora en la competitividad. Por lo tanto, una devaluación nominal es más efectiva con baja inflación a medida que los precios y los salarios cambian lentamente. Por ello la depreciación del tipo de cambio será exitosa según el contexto en el que tenga lugar. Es decir, la efectividad de esta medida es estrictamente dependiente de las políticas que la acompañen y permitan evitar presiones inflacionarias dentro de la economía. En este contexto, un tipo de cambio apropiado, como el que corresponde al tipo de cambio industrial, permitiría maximizar el saldo de la balanza comercial incrementando las exportaciones, el producto y el empleo. Sin embargo, esta política de tipo de cambio competitivo no actúa por sí sola. Es necesario que se acompañe de un conjunto de políticas tales como comerciales, de asignación de recursos, compras gubernamentales y de impulso a la ciencia y tecnología. Así, el tipo de cambio industrial debe acompañarse de lo que Heise [2009] llama “constelaciones de mercado”,

entendidas como el entorno que forma “un set de normas e instituciones creadas a propósito (instituciones externas) en combinación con normas y convenciones culturales (instituciones internas)”. Estas constelaciones de mercado ayudan a moldear el comportamiento de los participantes políticos y privados en el mercado [Heise, 2009], lo cual permite configurar una situación ideal favorable para la economía nacional como la que busca una política de tipo de cambio industrial.

A estas posiciones antagónicas se suma la creencia muy aceptada y respaldada por académicos, gobiernos y sociedad en general de que la fortaleza de una moneda se refleja en las continuas apreciaciones del tipo de cambio. Esto último constituye un fuerte obstáculo político hacia un tipo de cambio industrial. Se argumenta que las apreciaciones del tipo de cambio son sinónimo de la estabilidad económica de un país y que vuelven más atractivo el mercado doméstico para los inversionistas extranjeros; ahora es incluso parte del discurso político de los logros de gobernantes en turno. Lo que es bueno para unos no necesariamente es bueno para otros. Cabría preguntarse: ¿esta apreciación es en realidad benéfica para todos? En el actual contexto, donde se importa gran parte de los productos que se consumen y se privilegia la estabilidad de precios, incrementos en el tipo de cambio llevarían a incrementos en precios, al igual que estas apreciaciones terminan por garantizar tasas de retorno positivas para el capital financiero internacional. Por consiguiente, de forma engañosa, tal situación pareciese benéfica para el consumidor nacional y para los inversionistas.<sup>7</sup> La historia es distinta en términos de crecimiento económico y empleo, pues, por otra parte –y no menos importante– la apreciación del tipo de cambio causa un daño irreparable a la industria manufacturera porque

<sup>7</sup> En casos como el de la economía mexicana, la experiencia demuestra que la apreciación del tipo de cambio es una herramienta antiinflacionaria alternativa al control salarial con repercusiones ya conocidas, como fue el caso de la crisis económica de 1994-1995.

reduce su competitividad [Carvalho, 2018], lo que se suma a una serie de factores, como la falta de políticas industriales, los cuales terminan por dismantelar la capacidad productiva de la industria de una nación. Existe entonces un conflicto de clase detrás de la cuestión del tipo de cambio. Sin lugar a dudas, el peso fuerte abarata los bienes importados, pero la contracción de la demanda ante la caída del ingreso nacional y el empleo como resultado del deterioro del sector manufacturero configura un escenario negativo para el consumo mismo de los bienes abaratados.

Es, por tanto, una resistencia en la que hoy en día la balanza se inclina del lado del sector financiero y persisten conflictos de interés e ideológicos. El fuerte respaldo por parte de la sociedad hacia esta idea parece sumar a esta resistencia. A pesar de que una democracia se decide en conjunto lo que se desea, el hacedor de política tiene la facultad y la responsabilidad de decidir lo que es mejor para el desarrollo de una nación en términos de crecimiento económico y empleo reconociendo que: a) las apreciaciones del tipo de cambio no pueden durar para siempre; y b) el deterioro en la capacidad productiva que ello provoca.

Como tercera resistencia nos ocuparemos de analizar la que resulta del éxito de una política de tipo de cambio industrial; esto es, las resistencias por parte de los líderes empresariales que surgen ante los cambios sociales y políticos que esta ocasiona. También trataremos brevemente el riesgo que implica el éxito mismo de la política en términos de la efectividad del tipo de cambio industrial ante el incremento del empleo y el consecuente incremento de precios.<sup>8</sup>

<sup>8</sup> En la situación hipotética planteada en este ensayo, se considera que los aumentos de precios son función del incremento del poder de negociación de la clase trabajadora. Este supuesto es debatible. La experiencia demuestra que los aumentos de precios se derivan de los incrementos del tipo de cambio; es por ello que las instituciones centrales han mantenido el tipo de cambio como una herramienta antiinflacionaria en muchas ocasiones.

Esta resistencia se entiende como la oposición por parte de los líderes empresariales a los cambios que se derivan del aumento del nivel de empleo y del ingreso a través del incremento de las exportaciones manufactureras guiado por un nivel de tipo de cambio competitivo. El impulso que el tipo de cambio industrial daría a los niveles de empleo derivaría en cambios políticos y sociales como los que surgen del mantenimiento del pleno empleo. Es decir, derivaría en tensiones políticas ante una transformación en la correlación de fuerzas entre la clase trabajadora y la clase empresarial.

Estos cambios y tensiones en la relación entre trabajadores y empresarios se pueden sintetizar en: a) la dificultad por parte de los empresarios para mantener la “disciplina” en los centros de trabajo, dado que para los trabajadores perder su empleo no representa un riesgo [Kalecki, 2015 (1943); Robinson, 1946]; y b) la formación de la conciencia de clase, que crea una tensión de tipo político entre obreros y empresarios, al llevar a huelgas en las cuales se exigen aumentos salariales y mejoras en las condiciones laborales. Por ello Kalecki [2015 (1943)] argumenta que a pesar de que las ganancias aumentan ante una política de pleno empleo, el incremento del poder de negociación de la clase trabajadora tiende más a elevar los precios que a disminuir las ganancias y por lo tanto “solo perjudicará los intereses de los rentistas” [Kalecki, 2015 (1943): 119]. Frente a dicho escenario, una política exitosa de pleno empleo implica un fuerte riesgo inflacionario [Robinson, 1946].

La amenaza de una espiral inflacionaria es precisamente el principal riesgo para el éxito de una política de tipo de cambio industrial. Dado que la demanda por trabajo y por bienes es alta, los salarios y precios (ante el incremento de costos) tienden a crecer [Robinson, 1946]. Como se argumentó antes, el éxito de una realineación del tipo de cambio depende mucho de precios y salarios rígidos. *Ergo*, el incremento de precios que pudiese ocasionar el mayor poder de negociación

de la clase trabajadora podría constituir un factor principal que ponga en riesgo el éxito de una política de tipo de cambio industrial. En consecuencia, una política de tipo de cambio competitivo debe acompañarse de políticas fuertemente deflacionarias mientras se lleva a cabo el proceso de ajuste estructural [Kaldor, 1965].

Finalmente, existe además una cuarta barrera, principalmente económica, que limita la efectividad de una política de tipo de cambio industrial, esto es, una caída en la demanda global. Hacer frente a la contracción de la demanda externa no es un problema simple. El método de tipo de cambio (depreciación del tipo de cambio), ante un déficit comercial, deja de ser efectivo en este contexto. De acuerdo con Robinson [1946], esto exige una intervención y un papel activo de la autoridad central ante su capacidad (flexibilidad) para reaccionar a ajustes en la demanda externa. Frente a ello, resulta importante diferenciar entre caída *temporal* y *permanente*, lo cual define el accionar de las autoridades. Robinson señala que en el primer caso es necesario preservar las industrias exportadoras y se debe asegurar que cualquier transferencia de fuerza de trabajo hacia otros sectores pueda ser restituida una vez superado tal episodio. Mientras que de tratarse de una caída *permanente* de la demanda externa es necesario impulsar sectores de exportación alternativos o buscar disminuir las importaciones en caso de dificultarse la búsqueda de alternativas.

## CONCLUSIONES

En este trabajo se argumentó que un nivel de tipo de cambio industrial enfrenta, a nuestro juicio, cuatro principales barreras de carácter económico y político: a) las resistencias que emergen al buscar afectar el comportamiento del tipo de cambio; b) la oposición de la dirección de los beneficios de una

realineación del tipo de cambio; c) la resistencia a los cambios que resultan del éxito de una política de tipo de cambio industrial; y d) los límites económicos que impone una caída de la demanda global. En su mayoría, dichas resistencias tienen su génesis en el pensamiento económico convencional. Sin embargo, el tipo de cambio industrial también enfrenta barreras de carácter exógeno, frente a las cuales el método del tipo de cambio es inefectivo ante las condiciones económicas adversas.

Por último, no cabe duda que la principal razón que subyace a las tres primeras resistencias arriba expuestas es la concepción de la realidad que se asume. Esto es, una realidad única en la que el tipo de cambio se mueve alrededor de su óptimo, bajo la creencia que los mecanismos de mercado siempre llevan al mejor resultado posible. A ello se añade el argumento de que manejar el tipo de cambio podría conducir a ataques especulativos que resultarían costosos y frecuentes. Por ello, en este esquema el resultado práctico es dejar flotar el tipo de cambio “libremente”. A pesar de que las resistencias antes elaboradas parecieran forjar la idea de la imposibilidad de alcanzar un nivel de tipo de cambio industrial, quizá un buen comienzo pasa por un cambio de paradigma en las mentes de los hacedores de política en ámbitos nacional e internacional.

#### REFERENCIAS

- Bresser-Pereira, L. C. [2017], “La nueva teoría desarrollista: una síntesis”, en *ECONOMIAunam*, México, enero-abril, vol. 14, núm. 40, pp. 48-66.
- \_\_\_\_\_. [2012], “The Exchange Rate at the Center of Development Economics”, en *Estudios Avanzados*, vol. 26, núm. 75, pp. 7-28.

- \_\_\_\_\_ y P. Gala [2008], “Foreign Savings, Insufficiency of Demand, and Low Growth”, en *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 30, núm. 3, pp. 315-334.
- Carvalho, F. J. C. [2018], “Financial Flows and the New Developmentalism”, en *Revista de Economía Política*, vol. 38, núm. 1, pp. 115-124.
- Eatwell, J. y L. Taylor [2000], *Global Finance at Risk: The Case for International Regulation*. Reino Unido, Polity Press, 258 pp.
- Fontana, G. [2003], *Money, Uncertainty and Time*. Estados Unidos, Routledge, 142 pp.
- Harvey, J. T. [2001], “Exchange Rate Theory and ‘The Fundamentals’”, en *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 24, núm. 1, pp. 3-15.
- Heise, A. [2009], “A Post Keynesian Theory of Economic Policy-Filling a Void”, en *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 31, núm. 3, pp. 383-401.
- Kaldor, N. [1965], “The Relative Merits of Fixed and Floating Rates”, en *Further Essays on Applied Economics*. Londres, Duckworth, pp. 47-59.
- Kalecki, M. [2015 (1943)], “Los aspectos políticos del pleno empleo”, en *Ola Financiera*, México, IIEC-UNAM, mayo-agosto, vol. 5, núm. 21, pp. 113-126.
- Keynes, J. M. [1932], *The Collected Works of John Maynard Keynes (Volume 29)*. Inglaterra, Macmillan.
- \_\_\_\_\_ [1936], *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Cambridge, Cambridge University Press, 336 pp.
- Kregel, J. [2018], “Reflections on the Old and New Developmentalism”, en *Brazilian Journal of Political Economy*, vol. 38, núm. 1, pp. 70-75.
- Puyana, J. [2006], “Globalización financiera y determinación de los tipos de cambio”, en Eugenia Correa y Alicia Girón, *Reforma Financiera en América Latina*. Argentina, Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales, 165-187.

- Robinson, J. [1946], "Obstacles to Full Employment", en *Lecture to Nationaløkonomisk Forening Copenhagen*, Dinamarca, reimpresso en Robinson, J. [1978 (1951)], *Collected Economic Papers*, vol. I. Oxford, Basil Blackwell, pp. 20-28.
- Sebastiani, M. [1992], "Keynes and Long-Period Positions", en *The Notion of Equilibrium in the Keynesian Theory*, Inglaterra, Palgrave, pp. 61-73.
- Wiles, P. [1979-1980], "Ideology, Methodology, and Neoclassical Economics", en *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 2, núm. 2, pp. 155-180.

## 7. CHINA Y AMÉRICA LATINA: ENTRE LA INESTABILIDAD FINANCIERA Y LA VOLATILIDAD\*

Alicia Girón

### INTRODUCCIÓN

La preocupación actual de los organismos financieros internacionales reside en la desaceleración sincronizada de las principales variables macroeconómicas en países como China, Argentina, Brasil y México. Este proceso se ha definido como *synchronised slowdown*, o sea un periodo en el que las economías de desarrollo emergentes (EDE)<sup>1</sup> coinciden en la baja de sus principales indicadores económicos, a diferencia del periodo posterior a la crisis de Lehman Brothers, cuando tuvieron una recuperación extraordinaria e incluso fueron beneficiadas por las intervenciones de los bancos centrales. Por el contrario, los países desarrollados tuvieron una lenta recuperación durante el periodo de la Gran Recesión, caracterizada por una baja paulatina de las expectativas de crecimiento, acentuada al inicio de 2018 [Giles, 2019]. En Europa, China y Estados Unidos existen datos importantes de desaceleración a tomar en cuenta [Powell, 2019]. No obstante, para el Fondo Monetario Internacional (FMI), las causas se centran en el debilitamiento

\* El presente capítulo es resultado del Proyecto PAPIIT IN301918 “Geografía financiera e instituciones en la economía mundial” de la Dirección General de Asuntos del Personal Académico. La autora agradece a los becarios por el apoyo en la recopilación del material para este trabajo, a Denisse Vélez y Adheli Galindo, de Conacyt, asimismo a Arlín Rivas y Jairo Cisneros del proyecto PAPIIT IN301918.

<sup>1</sup> *Emergent development economies.*

del desempeño económico y en el máximo histórico de la deuda global, que suma 182 billones de dólares, o sea, 224 % del producto interno bruto (PIB) mundial [FMI, 2018].<sup>2</sup>

#### VULNERABILIDAD E INESTABILIDAD FRENTE AL ENDEUDAMIENTO Y LA FINANCIARIZACIÓN

La vulnerabilidad que aqueja en este momento la estabilidad y el crecimiento internacional tiene varias causas importantes. Todas se mencionan en el último informe “Global Financial Stability Report” (GFSR, 2019) del FMI. El centro es el fuerte endeudamiento de las corporaciones y los intereses encontrados en cuanto a tarifas y acuerdos comerciales alcanzados hasta antes de la Gran Crisis, sobre todo en referencia al periodo de la Gran Moderación, un periodo de gran estabilidad basado en la globalización e internacionalización del comercio mundial y la producción a través de las cadenas globales de valor; por el otro lado, mercados financieros donde la financiarización tomó fuerza antes de Lehman Brothers y a pesar de su fractura después de 2008 generó ganancias financieras con una recuperación paulatina gracias a la eficiencia de la intervención de los bancos centrales.

Es importante hacer notar el papel que desempeña la financiarización, específicamente en los mercados emergentes. La paulatina integración de las EDE a los mercados financieros internacionales a partir de la desregulación económica y financiera de los años ochenta estableció una relación de causalidad con el ciclo económico de los principales productos de exportación. La financiarización está integrada al proceso de internacionalización financiera, influye de forma directa en

<sup>2</sup> Alrededor de dos tercios son deuda privada no financiera (hogares y corporaciones), mientras que el resto es deuda pública. El aumento de las vulnerabilidades de la deuda pública en los *low-income countries* (LIC) es una preocupación particular, con 40 % en alto riesgo de o en peligro de deuda [FMI, 2018].

el crecimiento de las EDE y las retenciones que se obtienen en especial por las exportaciones son las que determinan los ingresos del Estado y el gasto público.

Los ingresos fiscales de las EDE tradicionalmente variaban según las condiciones de los precios de los productos básicos debido a su dependencia de las exportaciones en los mercados internacionales. Sin embargo, las condiciones financieras globales se han convertido cada vez más en una influencia importante. Para Akyüz, esta situación

no se debe tanto a su éxito en la industrialización sino a su integración más profunda en el sistema financiero internacional, a la financiarización de los productos básicos y a los impulsos que se refuerzan mutuamente entre los mercados financieros internacionales y los mercados de productos básicos. De hecho, ha habido una fuerte correlación entre los precios de los productos básicos y las entradas de capital a las EDE en el nuevo milenio, y el crecimiento en el Sur ha subido y bajado con ellos [Akyüz, 2017: 2].

De allí la importancia de entender la financiarización más allá de “la creciente importancia de los mercados financieros, los motivos financieros, las instituciones financieras y las élites financieras en el funcionamiento de la economía y sus instituciones de gobierno, tanto a nivel nacional como internacional” [Epstein, 2001: 1]. La financiarización para las *emergent development economies* (EDE) “está asociada con los auges y los aumentos financieros y tiene un impacto negativo en la producción real de la economía, ya que resulta en desempleo y destaca las desigualdades en los ingresos. La historia muestra que el grado de financiarización es una variable de política” [Fasianos *et al.*, 2016: 3].

Es decir, ante la internacionalización financiera en la que la financiarización está incrustada tanto en los precios de los productos de exportación de las EDE como en la internacionalización de la producción, es de vital importancia entender

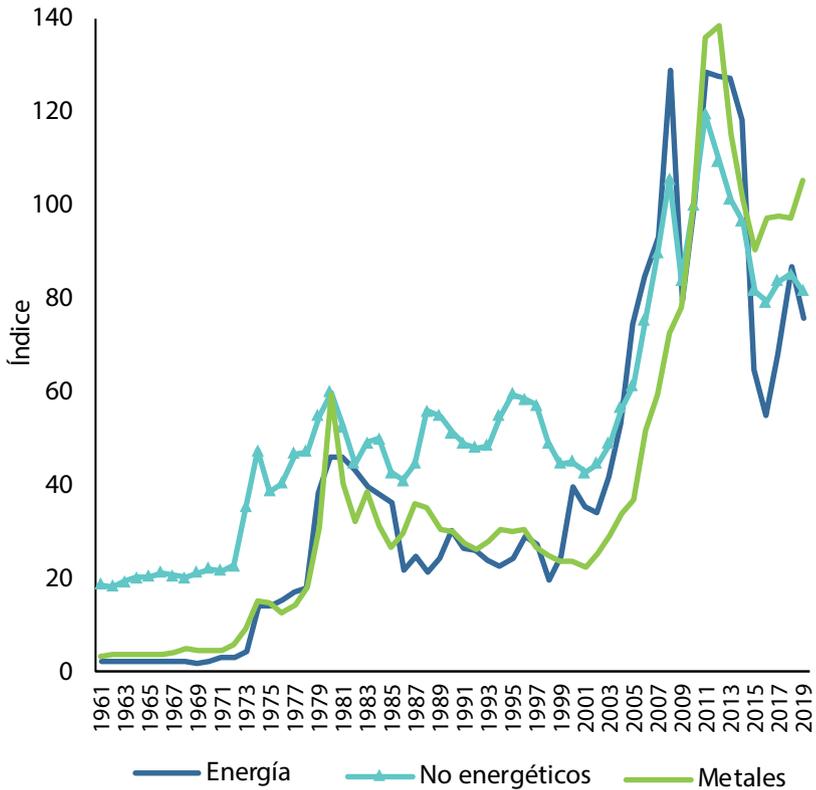
la globalización desde la integración de las cadenas productivas y su financiamiento. Por ello, Kregel menciona que

lo que es característico de la globalización actual no es la división del trabajo, sino la división geográfica de etapas específicas del proceso de producción en las cadenas de suministro globales, financiada por la integración financiera transfronteriza de diferentes instituciones financieras nacionales en mercados geográficamente distintas, apoyada por el predominio de la inversión extranjera directa corporativa [Kregel, 2019: 4].

De allí que la vulnerabilidad a nivel global y principalmente en las EDE radique en el enorme endeudamiento y financiamiento en las cadenas de valor, donde los precios de exportación se determinan sobre todo en los mercados financieros, lo que origina que el ciclo económico y el ciclo de los precios redunden en especial en las economías emergentes cuyos productos de exportación descansan de forma principal en los *commodities*, por lo que el impacto de los precios de exportación termina prescribiendo las políticas monetaria, fiscal y financiera de las EDE. Los precios de los *commodities* influyen en los ingresos de las EDE por medio de las retenciones cobradas a las exportaciones. Posteriormente, el ingreso obtenido se utiliza para implementar las políticas fiscal, monetaria o financiera que sean necesarias para el desarrollo económico de los países.

En la gráfica 1 es interesante observar como los precios de los productos de energía, no energéticos y metales son determinados por los mercados financieros. Sus líneas quebradizas entre la década de los ochenta y los noventa fueron relativamente estables, pero no así para la primera década del siglo XXI, en la que el alza de los *commodities* coincide con un ciclo ascendente, acelerado y de euforia cuando la financiarización tuvo sus años de gloria para caer drásticamente y afectar el crecimiento de las EDE y del resto del mundo.

Gráfica 1. Índice de precios internacionales anuales de *commodities* (1961-2019)



Nota: precios nominales, base 2010.

Fuente: elaboración propia con base en World Bank Commodity Price Data [2019]: <https://bit.ly/2RA6qHZ>.

CHINA, ¿DESCENSO O RECUPERACIÓN?

El periodo de poscrisis caracterizado por tasas de interés bajas cercanas a cero y la necesidad de políticas monetarias expansivas, hizo necesario que entre 2009 y 2015 creciera la deuda soberana de las economías emergentes y también, de

los grandes corporativos. De acuerdo con el GFSR, “estas vulnerabilidades podrían convertirse en poderosos mecanismos de ampliación si se materializan choques adversos. Por ejemplo, el nivel de deuda corporativa ha estado aumentando en todo el mundo, y hay una enorme fila de compañías con alto apalancamiento y débiles perspectivas de ganancias” [FMI, 2019: viii]. A su vez, según datos de la deuda de China, esta representa un porcentaje muy alto en relación con su PIB. El *shadow financial system* ha sido el “talón de Aquiles” de las calificadoras por su posible insolvencia para enfrentar los pagos de dicha deuda profundizada en particular a partir de 2009.

Gráfica 2. Deuda externa china (% PIB) (2000-2018)



Nota: cifras en porcentajes; en el eje derecho las cifras para la deuda externa acumulada total como porcentaje del PIB.

Fuente: elaboración propia con base en Banco Mundial [2019]: <://bit.ly/2V8TaL7>.

A una década de la crisis, China no ha logrado regresar a las tasas de crecimiento de su PIB previas a 2009; en los últimos cuatro años las tasas se sitúan por debajo de 7 %. En primer lugar, la fuerte disposición del crédito por parte del Banco Popular de China (PBOC, por sus siglas en inglés) hizo necesario que el crédito aumentara de forma indiscriminada y que el “sistema financiero sombra” creciera. Esto fue importante para detonar una burbuja inmobiliaria que por fortuna ha sido saneada por la regulación financiera institucional durante los últimos dos años. La Nueva Ruta de la Seda o Belt and Road Initiative (BRI, por sus siglas en inglés) ha sido la alternativa para sostener las tasas de crecimiento. La importancia de darle seguimiento es que “aún se está deliberando sobre si la segunda economía más grande podrá evitar la turbulencia financiera y el colapso del crecimiento con graves repercusiones sociales y políticas” [Akyüz, 2017: 1].

En un reciente artículo se menciona que

los años de rápido crecimiento económico de China están llegando a su fin. Aunque la economía de China ha mostrado signos de mejoría tras los esfuerzos del gobierno para estimular el gasto de capital y la Reserva Federal de los Estados Unidos ha revertido los planes de alzas futuras de tasas de interés para el 2019 se ha logrado un efecto de equilibrio, pero la confianza económica se ha visto afectada en los últimos seis meses [Giles, 2019].

Es importante agregar cómo las tensiones entre China y Estados Unidos han permeado la confianza de los negocios; de acuerdo con el GFSR:

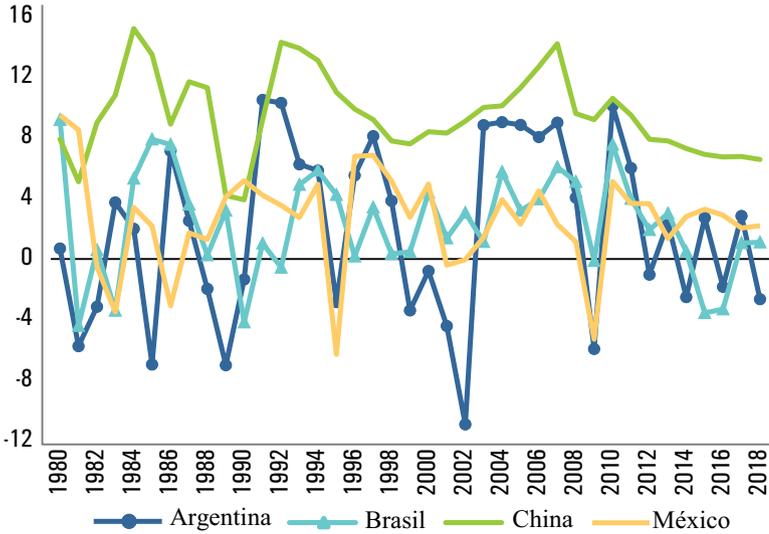
después de fuertes caídas en el cuarto trimestre de 2018, los mercados financieros se recuperaron fuertemente a principios de 2019 debido al creciente optimismo sobre las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China y, a medida que los principales bancos centrales adoptaron un enfoque más paciente y flexible para la normalización de la política monetaria [FMI, 2019: ix].

El panorama económico para China carga un deterioro por el avance del endeudamiento externo y pone en peligro la BRI.

*SLOWDOWN SYNCHRONIZE: CHINA, ARGENTINA, BRASIL Y MÉXICO*

El crecimiento económico de China ha pasado por tres periodos ligados al ciclo económico a nivel mundial. El primero comprende una época de largo crecimiento en el marco de la Gran Moderación en la que creció a tasas de dos dígitos al igual que países como Argentina y Brasil (*pink countries*). El segundo abarca la Gran Crisis, la Gran Recesión y la actuación del banco central como prestador y empleador de última instancia. Por último, el tercer periodo corresponde al seguimiento de la enorme liquidez y la problemática para enfrentar el servicio de la deuda externa en un tiempo de incertidumbre y bajo crecimiento económico.

Gráfica 3. Producto interno bruto (1980-2018)



Fuente: elaboración propia con base en Banco Mundial [2019]: <://bit.ly/2xYVWKW>.

A pesar de todos los pronósticos de debilidad, es importante mencionar que según las últimas cifras

las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China disminuyeron, pero el principal impulsor provino del gobierno, que redujo los impuestos y las regulaciones y dio luz verde para profundizar la infraestructura en los gobiernos locales, revirtiendo los esfuerzos anteriores para detener el crecimiento de la deuda [*The Wall Street Journal*, 2019a].

Los índices de seguimiento para la recuperación económica global (TIGER) permiten identificar cómo se encuentra la economía mundial después de la Gran Crisis de 2008 porque integran variables macroeconómicas reales, índices relativos a los mercados financieros y la confianza de consumidores y empresas, tres rubros *termómetro* homogeneizados que permiten observar tendencias, cambios de políticas y posibles escenarios. A continuación se presentan los resultados de dichos índices para Argentina, Brasil, China y México con el objetivo de descifrar si en América Latina la recuperación acontece de forma diferenciada con respecto a lo que sucede en China.

En primer lugar, se estudia la actividad económica real medida por la tasa de crecimiento del PIB, exportaciones, importaciones y el empleo, así como de la producción industrial y las ventas al por menor. Los resultados de estos indicadores dan cuenta de dos periodos de desaceleración: 2001 y 2008. El primero significó una caída para América Latina y un despegue para China. El segundo muestra desaceleración para todos los países, pero con impactos diferenciados. En el caso de la producción industrial, es notable que la tasa de crecimiento es superior en China, aunque ha ido cayendo sin recuperar los niveles previos a 2008. En cuanto al crecimiento del volumen de bienes y servicios exportados, como se muestra en la gráfica 4, ha descendido de tal forma que apenas

alcanza 10 %, en contraste con las tasas superiores a 20 % entre 2009 y 2012. Cada país muestra cambios más inestables en el volumen de exportación que en el de importación. Esto se debe al carácter de las economías, que, como se mencionó en los apartados anteriores, obedece de forma significativa a los productos de exportación, dependiendo de la demanda de los grandes importadores y su batuta comercial.

Para el siguiente componente del índice, el sector financiero, se toma en cuenta el *bond spread*<sup>3</sup> y el *stock market*.<sup>4</sup> La gráfica 5 permite apreciar el comportamiento del *spread* que existe en los bonos de los países seleccionados frente al de Estados Unidos. Brasil, México y China han mostrado una paulatina disminución en el *spread*, si bien la crisis ocasionó un ligero incremento debido a la creciente incertidumbre internacional. Asimismo se observa que el *spread* de los tres países fue prácticamente igual de 2011 a 2014, lo que se traduce en una aproximación de la tasa de los bonos frente a la estadounidense; la lectura de esto puede ser una mejoría en la percepción del riesgo en estos países o bien un aumento del riesgo de los bonos estadounidenses.

Para el final del periodo, el *spread* se vuelve a incrementar en diferentes proporciones, cuando la eventual normalización de la política monetaria de Estados Unidos reflejó la mejoría de su economía y con ello de la calidad de sus bonos; como consecuencia, México, Brasil y China tuvieron que incrementar sus tasas por encima de la estadounidense buscando evitar una repentina salida de capitales.

<sup>3</sup> Es la diferencia existente en el pago de tasas entre dos bonos de diferentes características. Por lo general se utiliza para comparar la calidad de un bono emitido por un Estado frente a otro; mientras mayor es el *spread*, mayor es la incertidumbre respecto al bono con el cual se compara y, por lo tanto, el riesgo.

<sup>4</sup> También conocido como mercado de valores, es un mercado de capitales donde suelen realizarse transacciones de compra y venta de títulos de las empresas, las cuales pueden buscar financiarse para cubrir su operación o, bien, obtener capitales para realizar inversión en la empresa misma e incrementar su rentabilidad.

Para el caso de Argentina se observa un incremento en el *spread* al principio del periodo, que coincide con la crisis de 2001, y que lo llevó a presentar su valor máximo en 2002. Luego comenzó un periodo de recuperación que condujo a una disminución de la tasa que también fue percibida en el *spread* para alcanzar un valor similar al de los demás países emergentes en 2006. Sin embargo, con la entrada a la presidencia de Cristina Fernández de Kirchner en 2007 se percibió un incremento del riesgo, con lo que el bono argentino volvió a incrementarse. La crisis financiera elevó aún más la tasa y el *spread*, que se mantuvieron con una volatilidad mayor en comparación con los demás países presentados.

La incertidumbre internacional ocasionada por la entrada al gobierno de Donald Trump acompañado de una serie de políticas proteccionistas ocasionó el incremento del riesgo de los bonos estadounidenses. Esto se ve reflejado en la convergencia que tuvieron los cuatro países de la gráfica hacia el final del periodo, cuando el valor del *spread* se volvió a situar en un nivel similar al existente antes la crisis internacional.

Además, en el panel b de la gráfica 5 puede observarse la evolución de los mercados de valores de Brasil, México, China y Argentina. Para este último, la crisis nacional de 2001 significó una reestructuración de su mercado de valores; la tasa de crecimiento permaneció estancada los primeros años para luego comenzar un acelerado proceso de crecimiento (incluso la escala se modificó respecto a los demás países) y llegar a su máximo en 2018.

En lo que se refiere a Brasil, China y México, puede verse un crecimiento similar de los mercados de valores de 2000 a 2005. Después de este año, el mercado de valores de China experimentó un rápido crecimiento explicado por la salida a bolsa del Bank of China y el Industrial and Commercial Bank of China; sin embargo, el crecimiento se vio truncado debido a la crisis internacional, además de las presiones ocasionadas por la cartera vencida de las empresas estatales. La situación

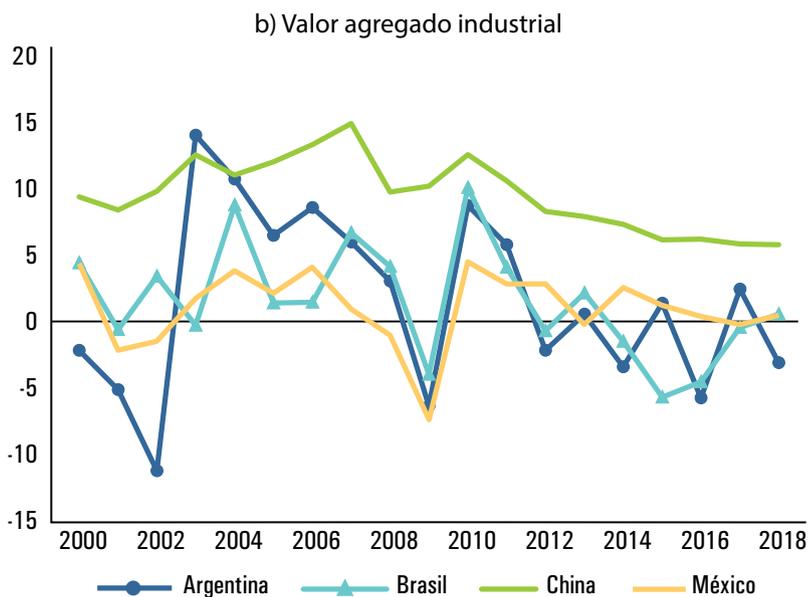
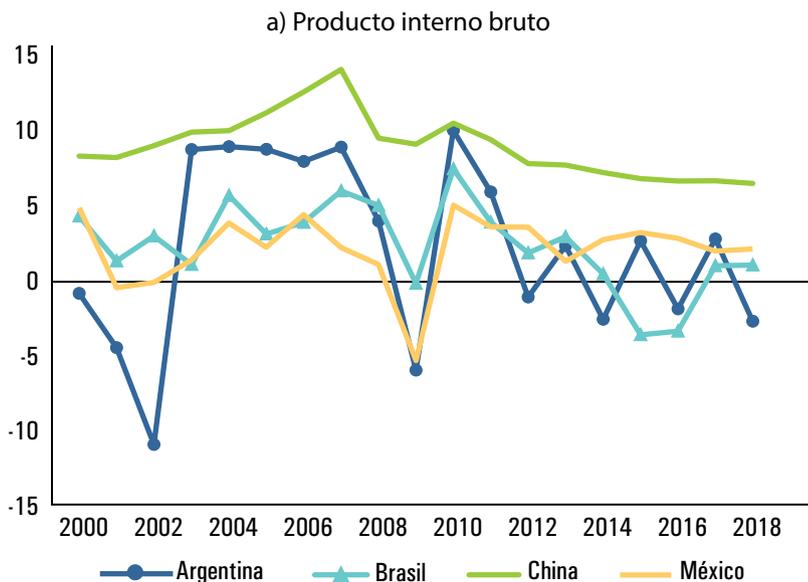
perduró hasta 2014 con constante disminución de la tasa de crecimiento del mercado de valores, que solo se revirtió por las medidas instauradas para hacer que el sistema financiero fuera menos dependiente del gobierno.

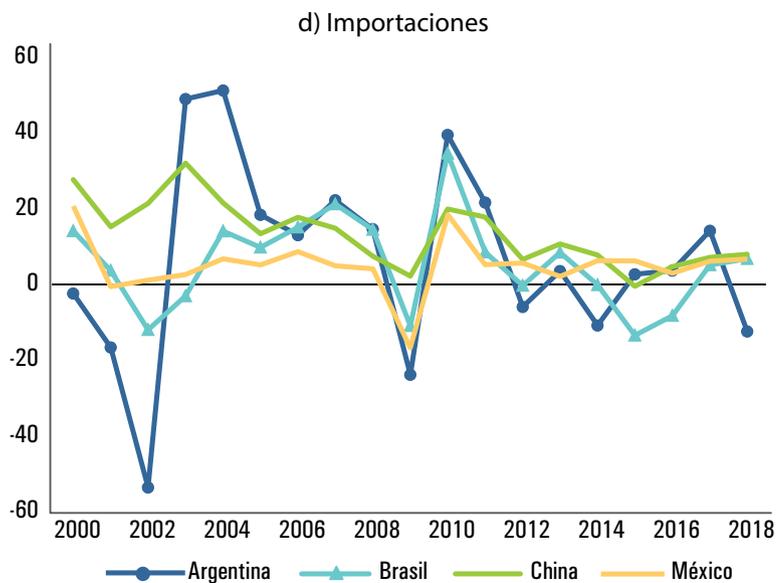
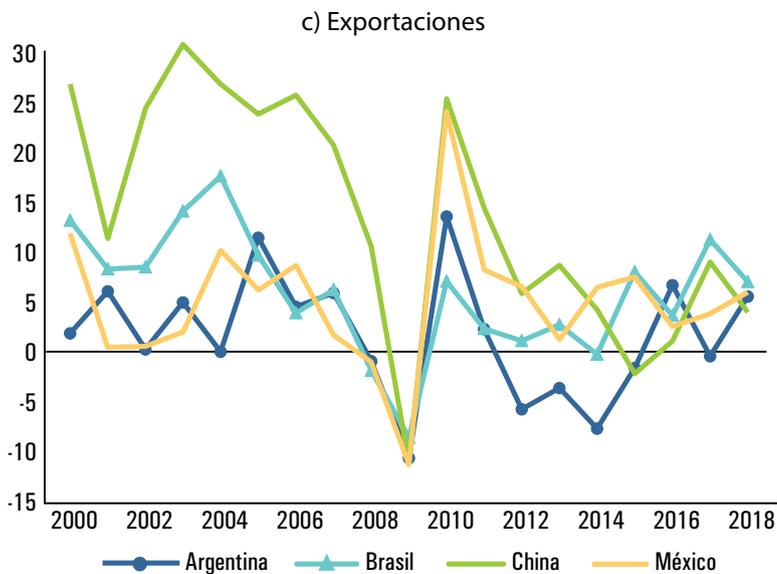
En relación con México y Brasil, el crecimiento de los mercados de valores fue similar, incluso en el momento de la crisis internacional; los efectos fueron visibles únicamente para 2009. Luego se abrió una brecha: Brasil mantuvo un crecimiento constante hasta el final del periodo, mientras que México, tras llegar a un máximo en 2010, inició un proceso de decrecimiento.

La mejora del mercado de valores de Brasil se debió a la incertidumbre desatada por la crisis y la aparente reconfiguración del sistema financiero internacional; la combinación de ambos factores ocasionó un incremento de los flujos financieros hacia Brasil y con ello el crecimiento de su mercado de valores. En lo referente a México, la dependencia del ciclo económico de Estados Unidos ocasionó una contracción del mercado de valores que nada más mostró señales de mejoramiento con la superación de la crisis.

Por último se incluye la relación entre el crédito y el PIB de las naciones, la cual muestra, por un lado, las notables diferencias entre los mismos y, por otro, que China fue uno de los grandes ganadores después de la Gran Crisis y las políticas no convencionales aplicadas para rescatar las economías, ya que, dadas las tasas de interés de los bancos centrales, se propició la obtención y generación de créditos, que en China pasó de cerca de 100 % con respecto al PIB a inicios de 2008 a promedios cercanos a 210 % con respecto a su PIB para 2017. En oposición están el caso mexicano, donde dicha relación mantiene su constancia de una proporción menor de 50 %, y Argentina, cuya proporción no supera 30 por ciento.

Gráfica 4. Índice TIGER para actividad económica real (2000-2018)



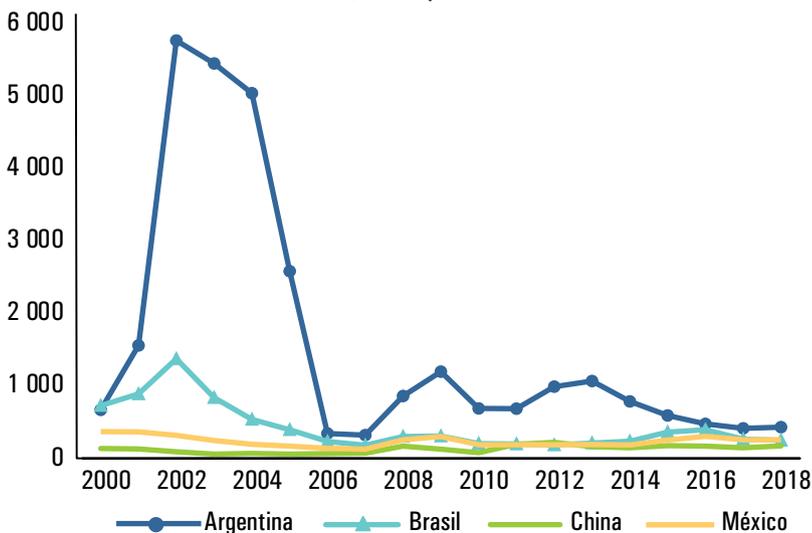


Nota: cifras en porcentajes.

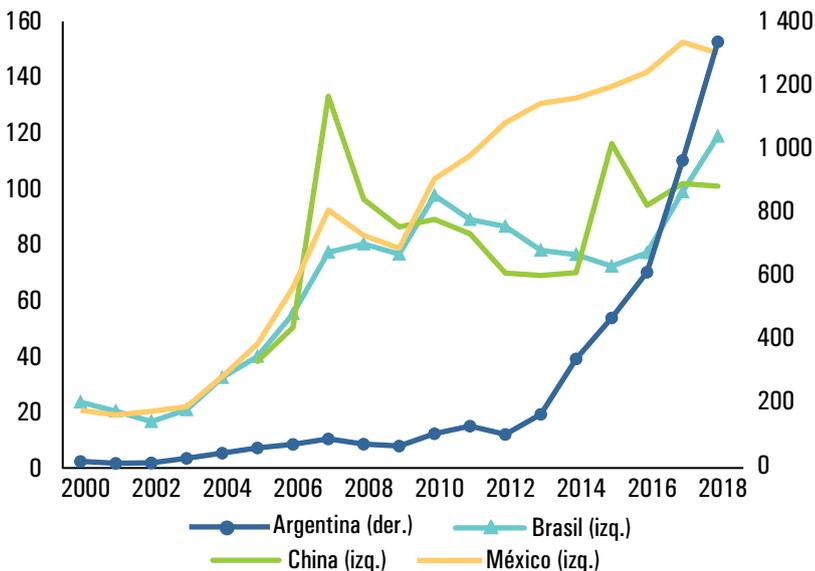
Fuente: elaboración propia con base en IMF [2019].

Gráfica 5. Índice TIGER para mercado financiero (2000-2018)

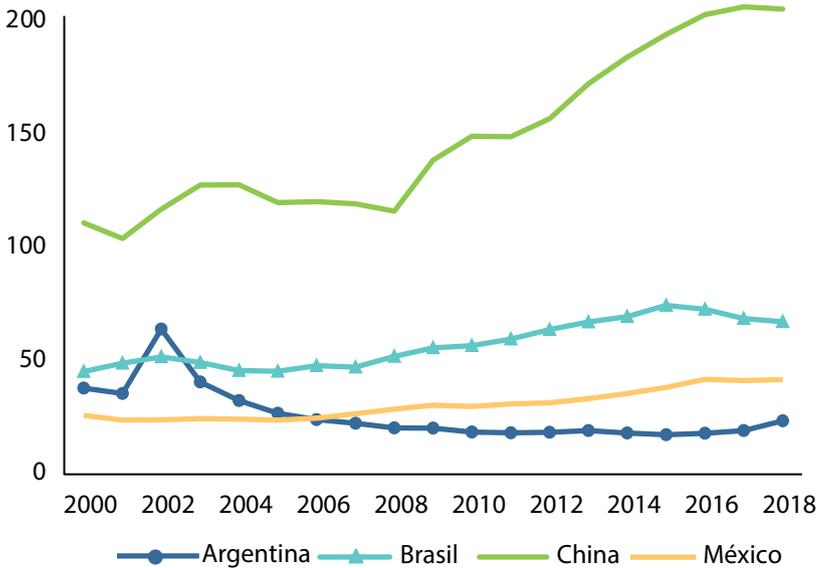
a) *Bond Spread*



b) *Stock Market*



c) Crédito de todos los sectores al sector privado no financiero



Nota: cifras en porcentajes.

Fuente: elaboración propia con base en IMF [2019].

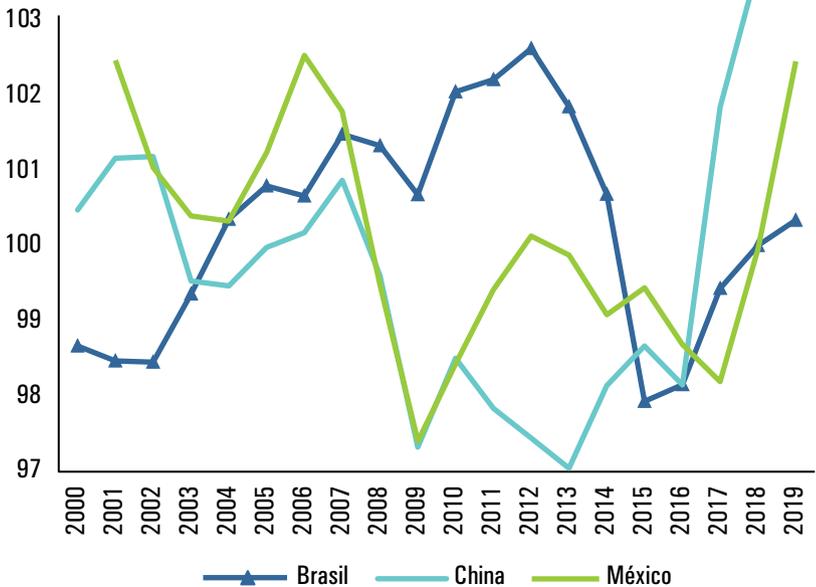
Por último, un aspecto crucial para observar la tendencia hacia la recuperación o inestabilidad ha sido la confianza de los consumidores y las empresas. En los países de análisis muestra una notable caída en el periodo de poscrisis; entre 2009 y 2010 parecía que se recuperaría gran parte de la pérdida y que la confianza empresarial seguiría aumentando [Prasad y Foda, 2010]. Ocho años después sabemos que eso no sucedió, sino que, por el contrario, la confianza de los consumidores y las empresas se debilitó dada una contracción de la demanda e inversión, las tensiones comerciales, los riesgos geopolíticos y el cuestionamiento de si las cadenas globales de producción eran una opción acertada para restablecer el crecimiento económico. Para el caso de China se observa una notable recuperación en la confianza del consumidor, que es fundamental para contrarrestar la caída de la inversión privada en otros

espacios y la consecuente caída en la productividad de largo plazo (gráfica 6).

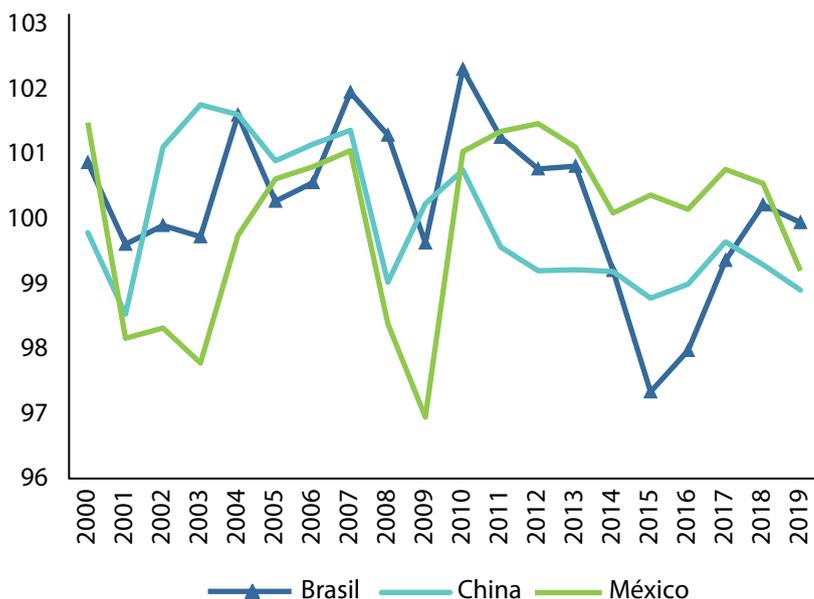
La cuestión es si esto será aprovechado por todos los países en términos de atracción de capitales o pondrá de manifiesto la nueva hegemonía y dependencia entre naciones.

Gráfica 6. Índice TIGER para confianza (2000-2019)

a) Índice de confianza del consumidor



b) Índice de confianza de las empresas



Nota: cifras en porcentajes.

Fuente: elaboración propia con base en FMI [2019].

## CONCLUSIONES

Cuando estábamos estudiando la caída de las *subprime* y de Lehman Brothers jamás pensamos en un periodo tan largo de Gran Recesión acompañada de inestabilidad financiera y volatilidad recurrente en los mercados financieros: una década opuesta a lo que fue durante los años de 1998-2008, en el que las reformas económicas y financieras habían dado un gran impulso a los inversionistas institucionales y de manera paralela algunas EDE aprovecharon los altos precios de los *commodities* para disminuir los indicadores de pobreza, como Brasil, Argentina y el resto de países de América Latina. Incluso, no debe olvidarse la cancelación de pagos adelantados del servicio

de la deuda por parte de Brasil, Argentina y México entre 2005 y 2006.

Todo el periodo poscrisis se caracteriza por una profundización de la inestabilidad en los mercados financieros y la volatilidad principalmente en los productos de exportación, los *commodities*. Esta situación redujo el manejo de los gobiernos democráticos en el Cono Sur y propició una errática política monetaria y fiscal que provocó disminuciones en el gasto público, ante la necesidad de pagar el servicio de la deuda externa pública y privada, y un aumento inusitado de la deuda interna. La política monetaria para incrementar la demanda agregada por parte de los bancos centrales difícilmente detuvo la Gran Recesión, al menos en Argentina, Brasil y México.

En el caso de China, el banco central logró expandir el crédito y canalizarlo hacia grandes obras de infraestructura en comunicaciones y energía renovables, solo por mencionar algunos sectores. A partir de 2013, al proclamar la “Ruta de la seda” se plantea el fortalecimiento de las corporaciones financieras chinas y se inicia un ciclo de crecimiento económico, pero también de incertidumbre en el campo político internacional.

#### REFERENCIAS

Akyüz, Yilmaz [2017], *Playing with Fire. Deepened Financial Integration and Changing Vulnerabilities of the Global South*. Reino Unido, Oxford University Press.

Epstein, Gerald [2001], *Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy*. Amherst, University of Massachusetts, Department of Economics.

Fasianos, Apostolos, Diego Guevara y Pierros Christos [2016], “Have We Been Here Before? Phases of Financialization within the 20th Century in the United States”, *Working Paper*, núm. 869, Levy Economics Institute, junio. <<https://bit.ly/2GdxkyP>>.

- Giles, Chris [2019], “Global economy enters ‘synchronised slowdown’”, en *Financial Times*, 6 de abril. <<https://on.ft.com/2U5rdBs>>.
- Fondo Monetario Internacional (FMI) [2018], “Rising Risk: A Call for Policy Cooperation”, Policy Papers. <<https://bit.ly/2VCmNni>>.
- \_\_\_\_\_ [2019], “Vulnerabilities in a Maturing Credit Cycle”, Global Financial Stability Report. <<https://bit.ly/2YXQbq9>>.
- Kregel, Jan [2019], “Globalization, Nationalism, and Clearing Systems”, en *Public Policy Brief*, núm. 147, Levy Economics Institute. <<https://bit.ly/2Pba4Wj>>.
- Powell, Jeff [2019], *Transcript of Chair Powell’s Press Conference*. Federal Reserve Bank. <<https://bit.ly/2VSv7zp>>.
- Prasad, Eswar y Karim Foda [2010], “Report TIGER: Tracking Indexes for the Global Economic Recovery”, en *Brookings*. <<https://brook.gs/2DJPckd>>.
- The Wall Street Journal* [2019a], “Real Time Economics: China Stabilizes; U.S. Manufacturing Contracts; Chronicles of Antitrust”, 17 de abril. <<https://on.wsj.com/2XsnzUr>>.
- \_\_\_\_\_ [2019b], “Economy Week Ahead: International Trade, Consumer Spending”, 14 de abril. <<https://on.wsj.com/2IDHAMw>>.
- Wolf, Martin [2019a], “The Chinese economy is stabilizing”, en *Financial Times*, 4 de marzo. <<https://on.ft.com/2USLVc8>>.
- \_\_\_\_\_ [2019b], “Why further financial crises are inevitable”, en *Financial Times*, 19 de marzo. <<https://on.ft.com/2UP9H90>>.

## 8. CAPITALISMO FINANCIERO REGIONAL: LA SOCIEDAD PROPIETARIA Y EL ESTADO DEPREDADOR EN MÉXICO Y ESTADOS UNIDOS

*Karol Gil Vásquez*

### INTRODUCCIÓN

En los últimos treinta años, México y Estados Unidos han experimentado fenómenos culturales, políticos, económicos y sociales semejantes. Los dos países se encuentran profundamente interconectados a través del comercio, que cruza de manera incesante la frontera más transitada del mundo. También la presencia mexicana en Estados Unidos contribuye de modo significativo a las dinámicas económicas y el tejido social-cultural de ese país.

La actual coyuntura institucional sacrifica la política social y la distribución de los beneficios generados por el comercio internacional. Las dos naciones se encuentran a la par en esta materia, como lo demuestra la reciente campaña política de Donald Trump que logró convencer a un sector importante del padrón electoral del impacto negativo de la globalización en los más desposeídos. A partir de 1994, con la implementación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), México y Estados Unidos han experimentado la evolución de sus sistemas económicos en conjunto; las instituciones de ambas naciones han fortalecido el *capitalismo financiero* en la región.

Con una teoría que descontextualiza la actividad económica como punto de partida [Polanyi-Levitt, 2006], se argumenta que

los problemas del mercado los generan elementos “ajenos” a sus dinámicas. Sin embargo, recurrentes crisis financieras –ahora factores fundamentales para el dinamismo capitalista– demuestran su irreversible impacto e interrelacionada naturaleza con el tejido social.

Las crisis de los mercados financieros del “Norte global” se han transmitido a países del “Sur global”, en particular a aquellos que se encuentran fuertemente conectados a través de instituciones preestablecidas, las cuales han tenido suficiente fuerza para cambiar aspectos del “Norte global”. El fenómeno de la inmigración es uno de ellos, un flujo de mano de obra, calificada y no calificada, determinado por los mercados laborales en países receptores y procesos de privatización en países emisores, por citar un ejemplo.

Una serie de arreglos institucionales consolida el establecimiento del capitalismo financiero global. Dicha expansión agrava la inherente fragilidad de los sistemas financieros y los modelos de desarrollo implementados en países en supuestas vías de lograrlo. Al analizar la naturaleza endógena de la crisis financiera y el control e impacto que generan los “capitanes financieros” [Veblen, 1899] en la economía estadounidense, se puede entrever el surgimiento de dos instrumentos del capitalismo financiero: la *sociedad propietaria* [Wray, 2005a; 2005b; 2006] y el *Estado depredador* [Galbraith, 2008].

El concepto de sociedad propietaria tiene sus orígenes en el enfoque “social” de George W. Bush, presidente de Estados Unidos durante los años 2000 a 2009. Desde su postura conservadora, incorpora la perspectiva de un país en el que los ciudadanos en pleno ejercicio de sus derechos puedan tomar decisiones respecto de sus condiciones de vida. Que decisiones básicas como la administración de fondos de jubilación, la adopción de un seguro médico y la adquisición de vivienda se conviertan en estrategias de inversión que reditúen una tasa rentable que facilite la acumulación de la riqueza. Construir

dicha sociedad implica la privatización y el desmantelamiento del sector público. Randall Wray 2005a sostiene que las premisas de la sociedad propietaria están limitadas, dado que su edificación implica la destrucción de los logros obtenidos en los últimos dos siglos –por ejemplo, el sufragio universal efectivo, la regulación de la iniciativa privada y una política fiscal progresiva de redistribución del ingreso–. Por tanto, la sociedad propietaria solo incrementaría el poder económico y político de los dueños de la riqueza y fracasaría rotundamente en democratizar la tenencia de la propiedad. Esto es, muchas de las ganancias de los círculos sociales de poder se materializarían a expensas de los sectores en desventaja.

Desde una perspectiva similar, James I. Galbraith [2008] define el Estado depredador como:

una coalición de gente sin escrúpulos oponentes del sistema de regulación del cual depende la persecución de fines públicos, con empresas cuyas líneas de negocio compiten o invaden las principales funciones públicas [...] Una coalición, en otras palabras, que pretende controlar el Estado, en parte para evitar la reafirmación de los fines públicos y, en parte, para meterse en la actividad que en el pasado era propia de los organismos públicos [Galbraith, 2011].

En el caso mexicano, las políticas macroeconómicas estabilizadoras y los tratados de libre comercio constituyen el fertilizante que abona el campo donde crecen los dos instrumentos del capitalismo financiero mencionados antes.

El presente trabajo estudia los arreglos institucionales que permitieron el surgimiento del capitalismo financiero a nivel regional dentro de una coyuntura de liberación comercial y estabilidad macroeconomía. Esto implica que el surgimiento de dicho capitalismo se estudia desde una perspectiva heterodoxa que se resiste a brindar excepcionalismo a un mercado en específico y en su lugar lo ubica en las dinámicas

globales establecidas históricamente [Wallerstein, 2011 (1974); 2011 (1980)]. Un análisis a nivel regional implica el estudio del desarrollo interregional de la sociedad propietaria y el Estado depredador, componentes que han apoyado los intereses de la oligarquía mundial y en consecuencia contribuyen a la financiarización de la economía más allá de fronteras geopolíticas.

#### EL SURGIMIENTO REGIONAL DEL CAPITALISMO FINANCIERO: ESTADOS UNIDOS Y AMÉRICA LATINA

Las teorías heterodoxas definen el capitalismo como un sistema de producción monetaria en el que el dinero, no la producción de valores de uso, constituye su único objetivo. El dinero es el principal elemento detrás de la intrínseca inestabilidad del sistema de producción [Marx, 2010 (1864); Veblen, 1899; 1904; Keynes, 2016 (1946)]. La economía heterodoxa ofrece un análisis evolucionario que permite el estudio de los factores endógenos que hacen del capitalismo un sistema fortuito. Este paradigma acentúa la fragilidad inseparable de la estructura financiera [Minsky, 1986; Wray, 2009; Wray y Tymoigne, 2009], la tendencia a la estagnación económica y su naturaleza imperialista en su perfil industrial o financiero [Baran y Sweezy, 1966; Foster y Magdoff, 2009].

El escenario global actual está determinado por las dinámicas del capitalismo financiero, el cual retorna a su fase imperialista. Sin embargo, no por esta característica que afecta primordialmente a los países en vías de “desarrollo” o “sociedades híbridas” el capitalismo financiero únicamente opera gracias a las instituciones del “Norte global”. Por el contrario, el sistema de producción monetario ha estado en invariable interacción con una estructura que sostiene redes coloniales, las cuales ejercen dominio sobre el “Sur global” [Wallerstein, 2011 (1974) y 2011 (1980); Escobar, 2012 (1994)]. La con-

sideración del capitalismo en su fase imperial y financiera representa un esfuerzo por otorgar agencia a las naciones que tienden a ser excluidas en las discusiones teóricas sobre el tema de la financiarización [Sweezy, 1963; Wallerstein, 2011 (1974) y 2011 (1980); Foster y Magdoff, 2009].

La crisis financiera de 2008 representa el retorno del capitalismo financiero de la década de los veinte que desató la Gran Depresión en Estados Unidos. En su versión contemporánea, el capitalismo financiero implica el dominio total por parte de una comunidad financiera global que se encuentra eficientemente interconectada. Dicha comunidad tiene la capacidad de dictar las condiciones de inversión en el sector real y eliminar las regulaciones que ejercían control sobre sus operaciones. Esto es, los “capitanes financieros” contemporáneos tienen la capacidad de obstaculizar los mecanismos que minimizaban los vaivenes de esquizofrenia de los “espíritus animales” descritos por John M. Keynes en su *Teoría general* [Wray, 2009].

En los últimos 30 años, el capitalismo financiero se convierte en un sistema cuyas motivaciones fundamentales son la inversión a corto plazo y la maximización de ganancias. Tal como lo describe Thorstein Veblen [1904], con la transición del capitalismo industrial al capitalismo financiero el nivel de confianza en la inversión se enraiza en la valuación del capital basado en las expectativas de ganancias futuras, severamente sobrevaluadas cuando se comparan con el valor real de los activos de capital [Wray, 2007].

La desindustrialización de la economía estadounidense y el periodo de estagnación económica ocasionan la innovación financiera, empujando el desarrollo de dicho sector a horizontes ilimitados. A partir de la década de los setenta, la economía mundial se desplaza de una ruptura de burbuja especulativa a otra. El resultado de esta última lo desata el mercado inmobiliario estadounidense en 2008 y se traduce

en una serie de recesiones económicas, crisis soberanas y políticas en diferentes regiones del mundo [Correa, 2014a y 2014b; Correa y Seccareccia, 2017]. Las últimas cuatro décadas han sido testigos del renacimiento y empoderamiento del capitalismo financiero, un sistema en el que las empresas se convierten en meras burbujas atrapadas en un torbellino de especulación [Keynes, 2016 (1946)]. El capitalismo financiero es el periodo en el cual el desarrollo de una economía se convierte en un subproducto de las actividades de un casino.

El restablecimiento del capitalismo financiero en Estados Unidos –mediante el desmantelamiento del Estado benefactor que sustentaba el capitalismo industrial y el surgimiento de la sociedad propietaria y el Estado depredador– no ha sido un fenómeno aislado. La evolución global del capitalismo industrial hacia uno financiero en América Latina tiene como génesis el fomento al desarrollo económico, el cual se encuentra ligado al sector financiero.

#### FINANCIARIZACIÓN: FACTOR IMPORTANTE EN LA AGENDA DE DESARROLLO DE AMÉRICA LATINA

El proceso de desregularización financiera puede ser considerado un fenómeno internacional que se fortalece en varias regiones a partir de ciertos hechos históricos. El Consenso de Washington, que incorpora una serie de políticas económicas de carácter estructural a nivel financiero y comercial, establece la destrucción del Estado de bienestar o benefactor como prioridad [Emergi, 1997]. A partir de los ochenta, la política económica de varios países latinoamericanos se enfoca en un modelo de exportaciones, estrategia que aparenta ser factible dado el incremento de precios en los mercados internacionales de *commodities* [Ocampo, 2009]. En el momento en que las condiciones extraordinarias dictaminadas por los mercados

globales se desvanecen, la expectativa del Consenso de Washington establece que los gobiernos latinoamericanos hagan los ajustes necesarios para comprobar el bienestar de sus fundamentos económicos. Consecuentemente, el papel económico del Estado se enfoca en satisfacer las expectativas de los inversionistas extranjeros, haciendo lo imposible por comprobar su valor crediticio para poder tomar ventaja del libre comercio y de los mercados de capital.

Durante la década de los ochenta, el auge económico de algunas economías latinoamericanas se ha alimentado de condiciones orquestadas por el capital financiero, el cual les ha permitido la acumulación de reservas internacionales para mantener la estabilidad del tipo de cambio. La estrategia funciona hasta los primeros años del siglo XXI, época que se caracteriza por un fructífero ambiente internacional para la estrategia externa de desarrollo. Sin embargo, conforme la innovación financiera avanza en el “Norte global”, la región se convierte en una mera extensión de los mercados bursátiles, mismos que provocan el derrumbe industrial de las economías avanzadas. La crisis financiera de 2008 afecta a países latinoamericanos, con algunas naciones absorbiendo el impacto más que otras. La economía mexicana se postula como una de las instauradoras del modelo neoliberal en la región; el país le apuesta con firmeza, a su pesar, a la liberalización y desregularización de sus mercados comerciales y financieros.

De acuerdo con Eugenia Correa, a cada tratado de comercio internacional le precede una reforma financiera: “NAFTA resulta ser más que un instrumento de comercio, primordialmente es un mecanismo de liberalización financiera. Llega a convertirse en un mecanismo de protección de los subsidiarios de los bancos globales” [Correa, 2014b: 325]. A partir de 1994, México estableció un modelo de desarrollo de exportación que depende totalmente del flujo comercial con Estados Unidos y de los flujos de capital extranjeros, lo que lo convirtió

en una de las economías con más apertura al mundo.<sup>1</sup> El comercio internacional se ha disparado: de representar 60 millones de dólares estadounidenses en 1994 pasó a 600 mil millones de dólares en 2014. Los flujos de capital crecen exponencialmente de 2.3 mil millones de dólares en 1994 a 40 mil millones de dólares en 2014. De manera equivalente, las fugas de capital, de representar 10 mil millones de dólares en 1994, alcanzan los 30 mil millones de dólares en 2014 [Correa, 2014b].

Como lo muestran las estadísticas, dicha estrategia crea un espejismo de modernización o conectividad con el “Norte global” y una producción de riqueza que se desvanece cuando se toman en cuenta la distribución de la misma y la falta de diversificación de socios comerciales. El TLCAN domina la economía mexicana: representa cerca de 90 % de sus exportaciones y 55 % de sus importaciones [Cruz-Vasconcelos, 2005]. Por lo tanto, cualquier manifestación de inestabilidad en la principal fuente de demanda agregada a las exportaciones constituye un impacto severo a la actividad económica.

La actual inestabilidad mexicana es un espejo de los efectos globales del capitalismo financiero. Existe una conexión entre el surgimiento del capitalismo financiero en Estados Unidos con el desarrollo de la sociedad de propiedad [Wray, 2008] y del Estado depredador [Galbraith, 2008] en México. Ambos instrumentos sustentan las dinámicas de los capitanes de las finanzas [Veblen, 1899; 1904] al garantizar el acceso a mercados y relegar el desarrollo de una nación a un nivel secundario. El desarrollo económico se convierte en un subproducto

<sup>1</sup> México formó parte del Acuerdo General de Comercio y Tarifas (GATT) en 1986. A partir de 1994, cuando el Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos y Canadá se implanta, México firma tratados de libre comercio con los siguientes países y regiones: El Grupo de los Tres (Colombia y Venezuela) (1993), Costa Rica (1995), Bolivia (1995), Nicaragua (1998), Chile (1999), Unión Europea (2000), Israel (2000), el Tratado de Libre Comercio con Guatemala, El Salvador y Honduras (2011). Por igual, los tratados de libre comercio con Islandia, Noruega, Liechtenstein y Suiza (2001), Uruguay (2005) y Japón (2005).

del *performance* del mercado nacional que se encuentra atado a dinámicas de externas.

En México, dos mecanismos abren la puerta a la expansión del capitalismo financiero estadounidense: el TLCAN y las políticas de estabilidad macroeconómicas que sirven a los intereses de los mercados financieros a costa del sector real. Dicha expansión ha reemplazado al Estado benefactor que se implementa después de la Revolución mexicana mediante la gradual desregulación económica que comienza a partir de los años setenta. Para apoyar esta transición, una serie de políticas macroeconómicas generan el ambiente requerido para el tipo de distribución de ingresos que indemnice a los *rentiers* del mercado global. A dicha transformación en términos de política económica le dedico espacio en la siguiente sección.

#### EL CAPITALISMO DEL ESTADO BENEFADOR EN MÉXICO Y ESTADOS UNIDOS: ANOTACIONES HISTÓRICAS

En la historia del capitalismo “moderno”, se identifican dos etapas: el capitalismo que antecede a la Gran Depresión, el que se desarrolló después de 1930, también identificado con el capitalismo de la posguerra, y el capitalismo que surge después de 1970 y su subsecuente legado que se arraigó institucionalmente en los años ochenta. El capitalismo que antecede a la Gran Depresión y el capitalismo ulterior a 1970 ejemplifican el capitalismo financiero, mientras que el capitalismo de la posguerra ejemplifica el capitalismo industrial o el *capitalismo del Estado benefactor* [Wray, 2009].

Las fluctuaciones capitalistas en México caminan de la mano con la experiencia estadounidense. En el momento que Franklin D. Roosevelt implementaba el capitalismo del Estado benefactor, México tenía su “Roosevelt”: Lázaro Cárdenas. Por igual, con el arribo de las facciones políticas conservadoras del partido republicano al gobierno de estadounidense, México

inauguraba a Miguel de la Madrid y Carlos Salinas de Gortari como presidentes, precursores de la doctrina de mercado.

Considerado por Paul Sweezy [1963] como otro gran “americano”, Lázaro Cárdenas propagaba de manera significativa la participación del gobierno en la economía mexicana, que, a diferencia de la economía estadounidense, aún fraguaba batallas relacionadas con la distribución de la tierra y problemáticas que eran consecuencias del poder monopólico del capitalismo financiero estadounidense. En un hecho histórico, tomando ventaja de un conflicto laboral que involucraba demandas de mejores salarios y condiciones laborales, Lázaro Cárdenas nacionalizó las industrias ferrocarrilera y petrolera, la última adueñada y administrada por Mexican Eagle Company (subsidiaria de la Royal Dutch/Shell Company) y Jersey Standard y Standard Oil Company, las cuales producían más de 90 % del petróleo del país. Una de las contribuciones más importantes en esta materia fue la incorporación del Artículo 27 a la Constitución mexicana que otorgaba derechos de propiedad del subsuelo y sus recursos naturales al Estado.

A semejanza de los programas que se implementaron en Estados Unidos por medio del *New Deal*, Lázaro Cárdenas destaca el desarrollo económico sin abandonar el progreso social. El suyo representa un programa ambicioso de desarrollo de infraestructura y reforma educativa que se lleva a cabo a lo largo del territorio nacional. La reforma educativa se presenta como precursora de la formación de trabajadores calificados que asistirían al Estado en el desarrollo comunitario de la tierra, donde los jóvenes adquirirían conocimiento de las actividades relacionadas con la agricultura y la ganadería.

El capitalismo del Estado benefactor de Lázaro Cárdenas contribuyó en gran medida a la equidad de un país. Gracias a la reforma agraria de Lázaro Cárdenas, se distribuyeron más de 18 millones de hectáreas en regiones agricultoras habitadas por descendientes de los pueblos originarios que sustentaban una visión comunal del derecho a la tierra.

Siguiendo la línea cardenista, subsecuentes administraciones extendieron su apoyo al Estado benefactor facilitando el establecimiento del Instituto del Seguro Social, la Confederación Nacional de Campesinos, la Banca de Crédito Nacional de los Ejidos (Banjidal) y, en coordinación con el Estado benefactor estadounidense, el Programa Temporal de Campesinos Mexicanos (Programa Bracero).

La estrategia de desarrollo económico del capitalismo mexicano del Estado benefactor estuvo fuertemente encaminada hacia la creación de un mercado interno, la producción intensiva de capital y la protección de la industria nacional. El presidente Miguel Alemán (1946-1952), apoyado por una fuerte inversión en la infraestructura de transporte y comunicaciones, estableció un programa comprehensivo de sustitución de importaciones que estimuló la producción e incrementó a pasos acrecentados la demanda interna, lo que controló las importaciones de bienes de consumo. El modelo de sustitución de importaciones requería una intervención gubernamental fuerte y la existencia de un aparato de coordinación central que garantizara la distribución de incentivos adecuados para la inversión.

Para resolver problemáticas emergentes, se establece el Banco de México en 1925 y Nacional Financiera en 1934, cuyo propósito inicial es la provisión de crédito a empresas nacionales. Paralelamente, Banjidal se funda en 1934 con el propósito de capitalizar las unidades de producción en el sector de agricultura. Una participación extensiva del sector financiero en el crecimiento económico —en particular desde la banca comercial y la banca de desarrollo— fue un aspecto esencial del periodo conocido como el desarrollo estabilizador, que se tradujo en la proliferación de empresas estatales con empresas privadas con miras a la industrialización nacional [Cruz-Vasconcelos, 2005].

Mientras que Estados Unidos se enfocaba en difundir su influencia a través del apoyo a la reconstrucción en Europa

Occidental, países como México lo hacían en mantener su periodo de desarrollo estabilizador. Durante el periodo “dorado” del capitalismo mexicano, la manufactura se convierte en el sector dominante que contribuye con un crecimiento anual de 7 %, impulsando la urbanización y mejorando considerablemente las condiciones de vida de la población [Cárdenas, 2003].

El desarrollo económico se desenvuelve bajo condiciones de estabilidad de precios con una paridad de cambio estable y tasas de interés bajas a partir de 1958 a 1971. Cárdenas [1996] divide este periodo de bonanza en dos subperiodos: 1950-1962 y 1963-1971. En el periodo de 1950 a 1962, los ahorros domésticos se reducen, mientras que los ahorros externos invertidos en el financiamiento se incrementan. Las limitaciones del modelo de sustitución de importaciones se visibilizan. Su incapacidad de generar ahorros internos debido a una reducción de la demanda estadounidense y los precios de productos agrícolas en mercados internacionales se convierte en un inconveniente.

La coyuntura internacional orilla la primera devaluación del peso en 1953 y la adquisición de un crédito extranjero para financiar el gasto público en 1956. Esto es, a pesar de los beneficios del modelo de sustitución de importaciones, México continúa su dependencia hacia la tecnología extranjera y los flujos de capital para fomentar su desarrollo. Dicha dependencia, aunada al contexto político global, construirá la senda que definirá la estrategia de desarrollo económico en las décadas por venir [Cruz-Vasconcelos, 2005].

CAPITALISMO FINANCIERO MEXICANO: EL ESTADO DEPREDADOR Y LA SOCIEDAD DE PROPIEDAD

Asemejando al vecino del norte, México experimentó un abrupto quiebre estructural en materia económica y política en la década de los setenta influido por el surgimiento de recurrentes crisis financieras [Wolfson, 2008]. La dependencia

que México mantuvo a lo largo de los años ocasiona el incremento de la deuda externa nacional, la cual le impide continuar su modelo capitalista del Estado benefactor.

La dependencia del capital extranjero desestabiliza la política de tipo de cambio, causando severas devaluaciones del peso y en consecuencia la desaceleración de la actividad económica. La adquisición de la deuda fue vista como una forma de anclar el capital extranjero en el país, lo que convirtió una nación entera en una mera inversión atractiva. Es de relevancia mencionar que a las fragilidades del modelo de industrialización de sustitución de importaciones se agrega la inestabilidad financiera en Estados Unidos que estalló con la crisis del ahorro y los préstamos en la década de los ochenta [Black, 2005].

De acuerdo con Wolfson [2008], la amenaza de la falta de pagos del gobierno de México significó serios problemas para los bancos en Estados Unidos

De los aproximadamente 80 billones de dólares que México debía, 24.9 billones, a partir de junio de 1982, se le debían a los bancos estadounidenses. En agregado, los nueve bancos más grandes habían emitido préstamos a México por un monto de 13.4 billones de dólares, lo que representa cerca del 50 por ciento del capital de 27.1 billones; de los 13.4 billones, 7.6 billones se debían pagar en el lapso de un año [Wolfson, 2008: 89].

Es en este escenario que México adquiere líneas de crédito que no tenían la adecuada supervisión dado que los bancos de Estados Unidos se encontraban en desesperada búsqueda de oportunidades de inversión redituables que eran inexistentes en mercados internos, un contexto que los orilla a otorgar crédito a países latinoamericanos que ya estaban en esquemas Ponzi [Minsky, 1992]. Un incremento de las tasas de interés de los mercados internacionales encarece el costo de la deuda y ocasiona la falta de pagos a los bancos

comerciales y acreedores extranjeros. La Reserva Federal de Estados Unidos interviene directamente en la economía mexicana en 1982 en su capacidad de prestamista internacional de último recurso. Dicha intervención marca el momento en que México compromete el poder soberano en el manejo de su política económica.

La dependencia de México hacia el capital extranjero con el propósito de pagar la deuda y financiar el crecimiento económico ha tenido consecuencias catastróficas en el sector real. Dichas implicaciones desembocan en la creación de una dependencia total en los mercados internacionales de capital y organismos internacionales monetarios como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial. Los capitanes financieros mundiales terminan diseñando el contexto macroeconómico que les es adecuado para la materialización de sus intereses. Tal y como lo establece Jan Kregel [2006], los flujos de capitales, no las dinámicas de la economía mexicana, establecen las condiciones domésticas y el flujo comercial.

### *El Estado depredador y la sociedad propietaria*

Durante la década de los ochenta, el surgimiento y afianzamiento de la estructura política que sustenta al capitalismo financiero —el Estado depredador y la sociedad propietaria— evoluciona a gran escala en México. James Galbraith [2008] explica detalladamente cómo surge el Estado depredador en Estados Unidos en la década de los setenta. En México, una clase política que ejemplifica este tipo de gobierno son los tecnócratas.<sup>2</sup> Los tecnócratas mexicanos son miembros de la

<sup>2</sup> Miguel de la Madrid (1982), abogado, obtuvo su licenciatura en la Universidad Nacional Autónoma de México y maestría en Administración Pública por parte de la Universidad de Harvard. Carlos Salinas de Gortari, economista por la Universidad Nacional Autónoma de México, obtuvo una maestría en Administración Pública y un doctorado en Economía en la

clase política que obtiene títulos de posgrado en programas académicos estadounidenses voceros del capitalismo financiero —en su mayoría en facultades de economía y administración pública.

Esta tendencia se observa con claridad en los títulos obtenidos por los políticos que fungieron en el poder ejecutivo a partir de la década de los ochenta. Desde una perspectiva ideológica, se percibe la implementación de un *think-tank* en los rangos del gobierno mexicano y el surgimiento de un Estado que apoya firmemente la liberalización económica y resguarda los intereses del capital extranjero, lo que implica que los inversionistas extranjeros remodelan la estructura política del país, la cual se encontraba estancada, orquestando por más de siete décadas la dictadura perfecta. La radical transición política al Estado depredador culmina con el histórico triunfo de Vicente Fox, candidato del conservador Partido Acción Nacional (PAN) en 2001.

Carlos Salinas de Gortari había ya iniciado la privatización de empresas públicas, minimizando la participación gubernamental en la economía. El paquete de reformas incluía la cancelación de la reforma agraria, la reducción de presupuesto a programas de subsidio alimentario y combustibles, así como modificaciones al marco legal que limitaban la adquisición de propiedad privada. Salinas de Gortari abrió camino al mecanismo más eficiente de expansión para el capitalismo financiero, el TLCAN, un mecanismo que involucra controversiales modificaciones a los Artículos 3 y 27 de la Constitución

---

Universidad de Harvard-Escuela de Gobierno de Kennedy. Ernesto Zedillo, economista a nivel licenciatura por el Instituto Politécnico Nacional, obtiene un doctorado en Economía en la Universidad de Yale; en la actualidad funge como director del Centro de Estudios de la Globalización en la Universidad de Yale, vicepresidente del *think-tank* Diálogo Interamericano y miembro de la mesa directiva de Citigroup. Vicente Fox obtuvo una maestría en Administración de Empresas por parte de la Universidad de Harvard y se desempeñó como CEO de la División de América Latina de Coca-Cola. Asimismo, Felipe Calderón obtiene el grado de maestría en Administración Pública en la Universidad de Harvard.

Mexicana. Aunada a las reformas que impactaron al sector real, se encuentra la relevante desregularización del mercado financiero. James Galbraith escribe:

México escogió una senda distinta después de las fraudulentas elecciones de 1988 que dieron como resultado el empoderamiento de las elites orientadas a los negocios, lideradas por Carlos Salinas de Gortari [...] La esencia del TLC se reduce a la eliminación de las barreras de importación impuestas a productos básicos agrícolas y manufactura provenientes de Estados Unidos, mezclada con una renovada disposición a aceptar la inversión extranjera y hasta el dominio extranjero en la industria de México y su sector financiero [...] El resultado fue un auge inversionista en el norte de México durante los últimos años de la década de los noventa, instalando en el poder al partido conservador, el cual había sido creado para servir los propósitos de los elites de negocios del norte del país [Galbraith, 2008: 80].

En las últimas dos décadas, el surgimiento del Estado depredador facilitó la expansión de la sociedad propietaria mexicana, la cual ha sido estructurada por una política macroeconómica que incrementa la desigualdad en relación con diferentes variables: regionales, étnicas y de género, dinámicas que sitúan a un sector específico en considerable ventaja y a otro, en desventaja.

La lista mundial de multimillonarios de Forbes de 2005 incluye los nombres de nueve mexicanos cuyas riquezas compagan la coyuntura del capitalismo financiero que, como en Estados Unidos, tiende a favorecer a ciertos sectores.<sup>3</sup> Los mexicanos multimillonarios son, en gran mayoría, hombres de negocios en las industrias de telecomunicaciones y en los

<sup>3</sup> En Estados Unidos, la economía conocida como FIRE está compuesta primordialmente por el sector financiero, de seguros e inmobiliario. Estos tres sectores dominan la economía actual. El término suele referirse a la transición de una economía basada en la industria y la exportación a una que depende por completo del consumo a costa de la productividad.

complejos monopólicos de la banca, el sector minero, multi-medios/mercadotecnia y la creciente economía informal.

En la controversial lista de Forbes, Carlos Slim Helú, considerado el tercer hombre más rico del mundo, comparte el pódium con Warren Buffet y Bill Gates. A partir de 1994, Slim comienza a acumular su fortuna al adquirir en una subasta gubernamental la empresa estatal de telecomunicaciones Telmex. Slim expande su esfera de influencia y adquiere más de 60 % de la Impulsora del Desarrollo Económico de América Latina, una institución a cargo del fomento del desarrollo en el continente. De igual manera el famoso líder del cártel de Sinaloa, Joaquín Guzmán Lorea, *El chapo Guzmán* –quien fuera extraditado a Estados Unidos en 2018–, ocupa el séptimo lugar en México, con una fortuna calculada en un billón de dólares.

En las últimas tres décadas, el crecimiento de la desigualdad económica se aprecia con los flujos migratorios mexicanos que se aceleran de forma exponencial y que en su mayoría están constituidos por la mano de obra no calificada de hombres jóvenes provenientes de poblados rurales o áreas urbanas empobrecidas. El número de migrantes que se dirigen específicamente al mercado laboral estadounidense se acelera a partir de la década de los setenta y tiene la suficiente fuerza para cambiar la demográfica de dicho país en las siguientes décadas [Clemetson, 2003].

La población mexicana que reside en Estados Unidos se duplica a finales de la década de los noventa. En 2000, el incremento dramático de flujos migratorios vuelve a duplicar la población mexicana que reside en este país [Passel, 2005]. En 2003, la población hispana, en su mayoría compuesta por mexicanos, sobrepasa a la población afroamericana y se convierte en el sector minoritario más grande de la población estadounidense. Se estima que alrededor de 12 millones de migrantes mexicanos indocumentados trabajan ahora en el

país, lo que representa cerca de 8 % de la población mexicana [Pew Research Center, 2015a y 2015b].

### *El modelo de estabilidad macroeconómica: instrumento de capitalismo financiero*

La prioridad de la liberalización financiera es la estabilidad macroeconómica. En este contexto, las políticas monetarias están orientadas a controlar la inflación, mantener la paridad cambiaria y altas tasas de interés, e imponer la disciplina fiscal y la austeridad en el gasto público. La política monetaria se convierte en enemiga del capitalismo del Estado benefactor al quitarle espacio de maniobra mediante la política fiscal.

Arturo Huerta [2009] estipula que las políticas monetarias restrictivas dan prioridad a la acumulación de reservas internacionales para asegurar la estabilidad de precios y, por tanto, el nivel de ganancias que atraerán constantes flujos del capital. Mientras más capital entra al país, la moneda nacional se fortalece, lo que favorece al sector financiero a expensas de la competitividad nacional. Las importaciones se abaratan, los productos domésticos se encarecen, lo cual tiene un impacto perjudicial en las dinámicas de formación de capital nacional.

Más aún, los altos niveles de la tasa de interés aumentan la carga de la deuda del sector privado. El régimen cambiario no favorece al mercado y la industria mexicana. La implementación de un régimen de cambio flexible no puede ajustarse alrededor de diferentes precios dado que tendría un efecto en el rendimiento y causaría inflación debido al alto coeficiente de importaciones y el pago de la deuda externa. Dentro del contexto de las finanzas desregularizadas y liberalizadas, el régimen de cambio decreta el flujo de capitales [Kregel, 2006]. Esto es, la soberanía nacional es controlada por medio de instituciones como el Banco de México, que durante

la era del capitalismo financiero sirve como un instrumento para atraer los flujos de capitales, no para garantizar el desarrollo mediante la inversión.

En el esquema de la estabilidad macroeconómica, las políticas de austeridad restringen la demanda agregada y, en consecuencia, el desarrollo de los mercados internos. El Estado depredador mexicano dicta con su política pública los mecanismos de distribución, con una tasa de interés que destruye el sector productivo y castiga al consumidor nacional. El mecanismo actual de distribución, que favorece al capital internacional, representa un cambio en la idiosincrasia de los circuitos de capital del esquema A al esquema B. El esquema A representa el circuito del capitalismo del Estado benefactor, mientras que el esquema B representa el circuito del capitalismo financiero. El cambio de circuitos constituye una transición del capitalismo del Estado benefactor al dominio de la esfera financiera sobre la producción de usos de valor.

- A. D [flujos de capital y formación capital doméstica, deuda pública/externa]—M [mano de obra calificada/no calificada mexicana, tecnología extranjera]... P [empresas estatales o extranjeras, empresas privadas]... P' [exportaciones, consumo doméstico]—M' [formación de capital nacional, fuga de capitales].
- B. D [flujos de capital extranjero]—M [mano de obra calificada mexicana, sector servicios, extracción de materias primas y sector financiero]—D' [formación de capital, flujos de capital extranjero, limitada creación de capital nacional].

El circuito A del Estado benefactor (1934-1970) muestra las dinámicas establecidas por un gobierno mexicano que participaba de forma activa en la economía, generando estabilidad de crecimiento con la asistencia de flujos de capital externos. Los fondos de inversión se canalizan a la producción

destinada para la exportación y el consumo doméstico. La época del Estado benefactor es favorecida por mecanismos institucionales de regulación del mercado y los precios en el mercado internacional.

El circuito B representa el circuito monetario del capitalismo financiero –tomando en cuenta la carga significativa que implican la deuda externa y la ausencia participativa gubernamental en la economía, esto es la presencia del Estado depredador–, en el que la tasa de interés es el instrumento utilizado para atraer el flujo de capitales que determinan un tipo de inversión que dista de ser productiva. Bajo el circuito B las ganancias del dinamismo económico salen del país en fugas de capital dado que los mecanismos del capitalismo financiero –el Estado depredador y la sociedad propietaria– y las medidas instrumentales –políticas de estabilidad macroeconómica– lo facilitan (ver Apéndice I).

#### FINANCIARIZACIÓN DE LA ECONOMÍA MEXICANA

El capitalismo financiero mexicano se caracteriza por la ausencia de desarrollo industrial, la expansión del sector de servicios y un proceso de “extranjerización” de la banca industrial. El papel del Banco de México y Nacional Financiera se limita al monitoreo de los flujos de inversión extranjera directa e indirecta y de la actividad de los bancos extranjeros en el país. Desafortunadamente, la estrategia neoliberal no ha dado como resultado un desarrollo económico sustentable. La mayoría de la población mexicana ha sufrido los estragos de una política económica que favorece a unos sectores y sacrifica a otros.

En materia de comercio internacional, México sostiene un déficit comercial con la mayor parte de las naciones con las que está involucrado en acuerdos comerciales. El sector bancario no emite crédito suficiente a pequeñas y medianas empresas

nacionales y el flujo de capitales no financia el sector industrial. La desregularización de los flujos de capital presenta un patrón vicioso: una porción significativa de los flujos de capital se traslada de países en vías de desarrollo, como México, a países desarrollados, sobre todo Estados Unidos, y crea inestabilidad en el tipo de cambio e incrementos en el pago de la deuda externa que aumentan la deuda pública<sup>4</sup> [Puyana-Ferreira, 2005].

### *Flujo especulativo de capital*

Los flujos de capital son, por lo general, de corto plazo con base en las expectativas que emiten cambios de valor en los activos financieros, esto es, son de naturaleza especulativa. El Banco de México establece que, siguiendo la tendencia de la financiarización y la securitización de la economía global, el mercado mexicano se encuentra adueñado por el capital extranjero. Por citar un ejemplo, el mercado de las derivadas ha sido el área más desarrollada con subsidiarios globales operando en el país; su valor nominal representa más de 100 % del PIB y es al menos cuatro veces el valor total de los activos del sector bancario. La gran porción del mercado de las derivadas está compuesta por productos de alto riesgo como los *interest-rate swaps*, con 65 % de sus socios en el extranjero [Correa y Seccareccia, 2009].

<sup>4</sup> Los mercados financieros desarrollados ocasionaron un declive de los mercados bursátiles durante la crisis financiera de 2008. El crédito estaba congelado. La fuga de capitales se desarrolló por dos canales. Uno esperado: la fuga a productos financieros de "calidad" (en su mayoría bonos del tesoro de Estados Unidos), y uno inesperado: la venta de bienes a través del mercado global a financieras y el retiro de recursos invertidos en fondos de riesgo, incluidos mutuales y fondos de cobertura. Estados Unidos, Brasil, México y Chile se convirtieron en países con un tipo de cambio inestable, lo que creó una crisis financiera que terminó por ocasionar fugas de capitales adicionales [Correa y Seccareccia, 2009].

La liberalización financiera diversifica los tipos de inversión de carácter especulativo –fondos privados de pensión, compañías de seguros, fondos mutuales, acciones de multinacionales corporativas–, lo que facilita el intercambio de los instrumentos financieros de este tipo a nivel global [Correa y Seccareccia, 2009]. De acuerdo con Puyana-Ferreira [2005], un segmento minoritario de las naciones en vías de desarrollo recibe un flujo significativo de la información neta de los capitales sobre el capital admitido. Por consiguiente, en lugar de canalizar estos flujos hacia la acumulación de capital financiero en los países en vías de desarrollo, los flujos de capital internacionales han financiado la balanza de pagos de Estados Unidos.

En las últimas décadas, el crédito otorgado por los bancos comerciales al sector de manufactura ha disminuido, mientras que el crédito al consumo ha ido en aumento. En 1995, el crédito a la manufactura representa 16.8 % del crédito otorgado y dicho porcentaje disminuye 10 % en 2007, en tanto que el crédito al consumo pasa de representar 6.2 % del crédito total otorgado en 1995 a 24 % en 2008 [Huerta, 2009]. En contraste con el periodo del capitalismo del Estado benefactor, cuando la economía mexicana creció en promedio 6 %, el crecimiento económico del capitalismo financiero mexicano se reduce a un 3.6 %. Tales estadísticas demuestran la transición de un circuito monetario a otro.

### *Generación de empleo*

El patrón de actividades económicas de la sociedad propietaria mexicana puntualiza las dinámicas de creación de empleo del capitalismo financiero, las cuales agudizan la desigualdad económica. Los sectores de telecomunicaciones, bancario, minero y de servicios generan en su mayoría oportunidades de empleo que pueden organizarse llanamente en dos cate-

gorías: aquellas que requieren bajos niveles de educación y salarios con poca estabilidad, y oportunidades que solo están disponibles para la población urbana y para aquellos que pueden financiar la educación superior privada a la que las empresas transnacionales tienden a dar preferencia.

El resto de la población, considerando las disparidades en desarrollo regional y poblacional, está limitado en el número de trabajos disponibles en el sector formal de la economía. La estrategia de creación de empleo regional ha generado la migración forzada del sur al norte del país. Migrantes internos provenientes de poblados rurales y centros urbanos empobrecidos vieron en la industria de manufactura para la exportación, conglomerada en las ciudades fronterizas, una salida a la extrema pobreza. Actualmente, las ciudades “manufactureras” enfrentan problemas que se relacionan con el crecimiento desmedido de la economía informal, incluido el dominio de la delincuencia organizada en algunas entidades.

Desde una perspectiva económica, debido al deterioro del Estado de derecho, el gobierno de México aparece como un Estado fallido que confronta, sin recursos, las crisis de seguridad pública que se viven en centros urbanos de manufactura como las ciudades fronterizas de Reynosa, Piedras Negras, Tijuana, Nogales, Matamoros, Ciudad Juárez y Laredo. El desafortunado fenómeno de feminicidios masivos en ciudades empobrecidas como Ecatepec o Ciudad Juárez y el desarrollo desenfrenado de la industria del narcotráfico en Chihuahua, Sinaloa y Guerrero han sido el resultado a largo plazo de la desarticulación del sector productivo que salvaguardaba el capitalismo del Estado benefactor. Como bien puntualiza Eugenia Correa, “La política macroeconómica ha restringido a los Estados latinoamericanos en su tarea de prevenir los peores efectos sociales de la inestabilidad económica. La inversión privada ha sido concomitantemente reducida, por igual su capacidad de gobernar y garantizar el estado de derecho y seguridad nacional” [Correa, 2014a: 329].

Con modificaciones al Artículo 27 constitucional, el sector agricultor experimentó una ola agresiva de privatización, una situación que se agrava con los flujos comerciales establecidos por el TLCAN al aumentar la importación de productos de la canasta básica provenientes de Estados Unidos a muy bajos precios. La *crisis del campo mexicano* determina por igual los flujos migratorios internos e internacionales que han ayudado a redistribuir la creciente reserva del ejército de desempleados mexicanos.

Dentro de la coyuntura internacional, los migrantes indocumentados han tenido un papel principal en el capitalismo financiero que opera tanto en Estados Unidos como en México. Se han encargado de balancear la distribución del ingreso a favor de las empobrecidas comunidades rurales mexicanas mediante el envío de remesas, lo que significa la distribución del ingreso dentro de un capitalismo financiero que opera a nivel regional, considerando al migrante mexicano como la mano de obra no calificada que es absorbida por el bifurcado mercado laboral estadounidense. Las remesas se han incrementado sin precedentes durante el periodo del capitalismo financiero. En los años de la burbuja del mercado inmobiliario en Estados Unidos, por ejemplo, las remesas enviadas por los migrantes mexicanos sobrepasaron los flujos de capital de la inversión extranjera directa y los ingresos de la industria petrolera nacional.

### *La industria de la banca extranjera y la modificación de las cadenas productivas*

Después de la crisis económica de 1994, la industria bancaria mexicana entra en un proceso de extranjerización; esto implica, la fusión y adquisición del sector financiero por consorcios extranjeros como Citibank, J. P. Morgan y el banco español

Bilbao Vizcaya. “México comienza la primera década del siglo XXI con más del 85 por ciento de los activos bancarios siendo adquiridos por subsidiarios de bancos globales como Citibank (Banamex), Santander, BBVA (Bancomer), Scotiabank, HSBC, entre otros” [Correa, 2014b: 52].

Este periodo también se caracteriza por la fusión de empresas nacionales con extranjeras y la adquisición de empresas nacionales por el capital extranjero, lo que construye una nueva estructura productiva de los sectores económicos que determina su participación en los mercados domésticos e internacionales. Una vez que el proceso de adquisición se consolida, las empresas experimentan cambios de mercado y reorganización tecnológica. En la transición, los objetivos a largo plazo no coinciden con los del desarrollo económico nacional. En su lugar se enfocan en atender al sector extranjero que opera en el país, teniendo como propósito primordial la maximización de las ganancias [Rodríguez-López, 2005].

Eugenia Correa y Mario Seccareccia establecen que la sociedad mexicana ha mantenido un alto nivel de concentración del ingreso y la riqueza en las actividades económicas que tienden a concentrarse en los sectores impulsados por la política macroeconómica. Dicha conglomeración inicialmente se profundizó con la expansión de la privatización, la apertura de los mercados financieros y comerciales y la internacionalización de las más grandes empresas nacionales. El sistema financiero mexicano es una digna ilustración de esta reflexión:

Cuatro de los más grandes grupos financieros (todos subsidiarios de bancos extranjeros) sustentan 74 % de los activos totales bancarios; cinco de los más grandes bancos de inversión concentran el 60 % del mercado; cinco de las más grandes firmas controlan el 51 %; cinco compañías controlan el 60 % del mercado de seguros de autos; y el 60 % de los fondos de retiro de los trabajadores están concentrados en manos de las cinco más grandes operadoras [...]. En términos de depósitos

tradicionales, 0.3 % de las cuentas representan 58 % de todos los depósitos, mientras que el 80 % de las cuentas representan únicamente el 1.6 % del total [...]. Los trescientos más grandes clientes reciben más allá del 80 % del total de los préstamos bancarios [Correa y Seccareccia, 2009: 89].

Los préstamos bancarios a los hogares mexicanos y el sector privado nacional solo representan 14 y 27 %, respectivamente; el financiamiento de negocios mexicanos del sector real constituye apenas 16 % del PIB, del cual 9.3 % es otorgado a prestamistas nacionales y 6.7 % se destina a extranjeros. Debido al costo de la deuda y la aguda desigualdad económica, el papel de la banca tradicional se encuentra restringido, lo que ocasiona que empresas nacionales busquen financiamiento externo, una situación que conlleva un alto riesgo debido al régimen de cambio. Las pequeñas y medianas empresas nacionales, cuyo acceso a mercados financieros está inhabilitado por sus márgenes de ganancia,

están lejos de lograr tener acceso al financiamiento a un costo sustentable de los bancos domésticos y de los mercados financieros de capital. Este aspecto fortalece la tendencia al crecimiento de las exportaciones de capital financiero y las corporaciones locales y, con ellas, la permanente dolarización de las ganancias [Correa y Seccareccia, 2009: 91].

## CONCLUSIONES

El surgimiento regional del capitalismo financiero no es un fenómeno aislado que se congrega solo en el “Norte global”. Sus mecanismos se han transmitido a otras economías del mundo mediante la destrucción progresiva de las instituciones del Estado benefactor y la implementación de mecanismos de apoyo como son la sociedad de propiedad y el Estado depredador.

El caso mexicano ejemplifica este fenómeno. Lejos de la miope retórica xenófoba de la actual administración estadounidense, la relación entre México y Estados Unidos es un arreglo institucional fortalecido en primera instancia por la desregularización financiera y, en segunda, por la liberalización comercial.

La relación de interdependencia ha dejado en segundo plano la industrialización de la economía mexicana, la creación de empleo, la distribución equitativa del ingreso, la riqueza y la justicia, subyugando la política pública a los deseos de los capitanes de las finanzas mundiales. Auxiliado por un Estado depredador —un Estado que representa los intereses de la plutocracia mexicana y a través de fuertes vínculos, los del capital extranjero— y la sociedad propietaria —enfocada en el crecimiento de los sectores más “innovadores” y en la maximización de sus ganancias—, México representa una simple extensión del mercado disponible para las apuestas del capitalismo financiero.

La superposición de las dos etapas del capitalismo: la financiarización y el imperialismo, arroja a la luz los mecanismos invisibles que se construyeron en los últimos 30 años para apalancar la relación histórica de dominio que Estados Unidos ha mantenido con México. Es importante subrayar que la economía mexicana ha dependido de recursos externos para financiar el crecimiento de la actividad económica para poder emparejarse con la idea occidental de desarrollo. Esta subordinación se ha incrementado en el periodo del capitalismo financiero.

El capitalismo financiero de México ahora depende aún más de los mercados internacionales en comparación con épocas anteriores. El país es menos soberano e industrializado, y vertiginosamente desigual. Experimenta una polarización social determinada por la falta de empleo y el crecimiento de la pobreza, un ambiente marcado por la violencia, la inseguridad generalizada, la ausencia del Estado de derecho y la sistemática violación de los derechos humanos.

El nivel de miseria y el grado de vulnerabilidad de la población ya no se pueden socavar con indicadores macroeconómicos. Los niveles de crecimiento se han hundido de modo paulatino dejando visible el impacto social de un proceso de desindustrialización, factores que han tenido consecuencias irreversibles en la economía y el tejido social del país. México se encuentra al filo de un abismo. Dicha postura se debe en gran medida a una política macroeconómica implementada por gobiernos que se mostraron ambivalentes ante las problemáticas sociales. Los niveles de desempleo continúan siendo preocupantes y la pobreza y la desigualdad económica solo son ahuyentadas por el crecimiento desmedido del sector informal.

La experiencia de la transformación institucional en México sirve de ejemplo para prevenir en otras regiones las implicaciones perjudiciales del modelo neoliberal impuesto en una economía en vías de desarrollo con conexiones históricas, políticas y culturales de dominación que ahora se manifiestan con déficit comercial, deuda pública, deuda externa, sobreevaluación de la moneda nacional, altas tasas de interés, un sector financiero extranjerizado y fugas de capital. Jan Kregel [2006] llama a esta coyuntura “la pérdida de espacio de maniobra en el manejo de la política pública”. México necesita un cambio. Un parte aguas que logre el reemplazamiento del capitalismo financiero por un sistema económico que sirva a la provisión social de la población, un sistema que probablemente surja de los escombros de una nación que en la actualidad vive los estragos de la violencia estructural de la doctrina de mercado.

## Apéndice I

Tipo de capitalismo	Instituciones México	Instituciones Estados Unidos	Circuitos monetarios de producción (México)
Capitalismo del Estado benefactor (1930-1970)	<p>Nacionalización de la industria petrolera</p> <p>Reforma agraria</p> <p>Reforma laboral</p> <p>Banco Central de México</p> <p>Nacional Financiera</p> <p>Banjiidal (Banco Nacional de Crédito a la Tierra Comunitaria)</p> <p>Artículos 3 y 27 de la Constitución mexicana</p> <p>Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS)</p> <p>Programa Bracero</p>	<p>New Deal</p> <p>Red de protección social</p> <p>Programas de asistencia social</p> <p>Movimientos sindicales</p> <p>Programas de asistencia pública</p> <p>Inversión pública en infraestructura</p> <p>Apoyo a sindicatos laborales</p> <p>Regularización financiera</p>	<p>Círculo monetario: M-C-P-C-M'</p> <p>M = flujos de capital, formación doméstica de capital y déficit público</p> <p>C = mano de obra y tecnología</p> <p>P = empresas nacionales y privadas</p> <p>C' = exportaciones y consumo doméstico</p> <p>M' = formación de capital, flujo de capitales</p>
Capitalismo financiero (1970-actual)	<p>Reformas financieras (1989-1992)</p> <p>Tratado General de Comercio y Tarifas (GATT)</p> <p>Implementación del TLCAN</p> <p>Reformas institucionales: educativa, fiscal, laboral, energética, etcétera.</p> <p>Independencia del Banco Central de México, unión monetaria <i>de facto</i> con Estados Unidos</p> <p>Privatización de fondos de retiro</p>	<p>Privatización y autogestión</p> <p>Desmantelamiento de la red de protección social del Estado industrial de Estados Unidos</p> <p>Reducción significativa de los programas de asistencia social</p> <p>Privatización de los fondos de retiro</p> <p>Proceso de desindustrialización—China se convierte en miembro de la Organización Mundial del Comercio (2005)</p> <p>Crecimiento del sector FIRE (finanzas, seguros e inmobiliario)</p>	<p>Círculo monetario: M-C-M'</p> <p>M = flujos de capital extranjero</p> <p>C = mano de obra (sector servicios, sector manufacturero para la exportación, materias primas y tecnología)</p> <p>M' = fugas de capitales</p>

Fuente: elaboración propia.

## REFERENCIAS

- Baran, Paul A. y Paul Sweezy [1966], *Monopoly Capital*. Monthly Review: Estados Unidos.
- Black, William K. [2005], *The Best Way to Rob a Bank is to Own One: How Corporate Executives and Politicians Looted the S&L Industry*. Austin, University of Texas Press.
- Cárdenas, Enrique [1996], *La Política Economía en México, 1954-19942*. México, Fondo de Cultura Económica.
- \_\_\_\_\_ [2003], “El proceso de industrialización acelerado en México (1929-2982)”, en *Industrialización y Estado en América Latina, Lecturas del Trimestre Económico*, núm. 94, México, Fondo de Cultura Económica.
- Clemetson, Lynette [2003], “Hispanics now largest minority, census shows”, *The New York Times*, 22 de enero. <<https://cutt.ly/Jd1rH8U>>.
- Correa, Eugenia [2014a], “Institutional Changes in Financial Crises: Lesson from Latin America”, en *Journal of Economies Issues*, vol. 158, núm. 201, pp. 323-329.
- \_\_\_\_\_ [2014b], “Mexico’s Financial Reforms: Bank Credit without a Single Currency”, en *International Journal for Political Economy*, vol. 43, núm. 2, pp. 47-60.
- \_\_\_\_\_ y Mario Seccareccia [2009], “The United States Financial Crisis and its NAFTA Linkages”, en *International Journal of Political Economy*, vol. 38, núm. 2, pp. 70-99.
- \_\_\_\_\_ y Mario Seccareccia [2017], “Supra-National money and the euro crisis: lessons from Karl Polanyi”, en *Forum for Social Economics*, vol. 46, núm. 3, pp. 252-274.
- Cruz-Vasconcelos, Gerardo [2005], “Capítulo I. Desempeño Histórico 1914-2004”, en *Ponencia IMEF 2005. Estabilidad y crecimiento*.
- Emergi, Louis, ed. [1997], *Economic and Social Development into the XXI Century*. Washington, International Development Bank.

- Escobar, Arturo [2012 (1994)], *Encountering Development: The Making and Unmaking of the Third World*. Princeton, Princeton University Press.
- Foster, John Bellamy y Fred Magdoff [2009], *The Great Financial Crisis: Causes and Consequences*. Nueva York, Monthly Review Press.
- Galbraith, James K. [2011], “El Estado depredador por James K. Galbraith”, *Programa Globalización, Conocimiento y Desarrollo desde la Perspectiva Mexicana*, Universidad Nacional Autónoma de México. <<https://cutt.ly/yd1w6Vf>>.
- Galbraith, James K. [2008], *The Predator State: How Conservatives Abandoned the Free Market and Why Liberals Should Too*. Nueva York, Free Press.
- Huerta, Arturo [2009], *El colapso de la economía mexicana: diagnósticos, pronósticos y alternativas*. México, Facultad de Economía, UNAM.
- \_\_\_\_\_ [2018 (1936)], *The General Theory of Employment, Money and Interest*. MacMillan/-Cambridge University Press.
- Keynes, M. John [2016 (1946)], *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. Reino Unido: Stellar Classics.
- Kregel, Jan [2006], *What can Keynes tell us about policies to reduce unemployment and financial instability in a Globalized International Economy?*, Presentado en UMKC Department of Economics, septiembre 23.
- Marx, Karl [2010 (1964)], *Capital: A Critical of Political Economy*, vol. 1, Create Space Independent Publishing Platform: South Carolina del Sur, Estados Unidos.
- Marx, Karl [1990 (1867)], *Capital*. Vol. I, Nueva York, Penguin Classics.
- Minsky, Hyman [1992], “The Financial Instability Hypothesis”, *The Jerome Levy Economics Institute of Bard College*, Working Paper núm. 74. <<https://cutt.ly/1d1r6BH>>.
- \_\_\_\_\_ [1986], *Stabilizing an Unstable Economy*. Nueva York, McGraw Hill.

- \_\_\_\_\_ [1993], *Finance and Stability: The Limits of Capitalism*. Working Paper núm. 93, Levy Economics Institute. <[www.levy.org](http://www.levy.org)>.
- Ocampo, José Antonio [2009], “Latin American and the Global Financial Crisis”, en *Cambridge Journal of Economics*, núm. 33, pp. 703-724.
- Pew Research Center [2015a], “From Ireland to Germany to Italy to Mexico: How America’s Source of Immigrants has Changed in the States, 1850-2013”, en *Pew Research Center Hispanic Trends*, 28 de septiembre. <<https://cutt.ly/ad1tPF8>>.
- \_\_\_\_\_ [2015b], “Modern Immigration Wave Brings 59 Million to U.S. Driving Population Growth and Change Through 2065”, en *Pew Research Center Hispanics Trends*, 28 de septiembre. <<https://cutt.ly/Td1tDmk>>.
- Passel, Jeffrey S. [2005], “Unauthorized Migrants: Number and Characteristics”, en *Pew Hispanic Center Hispanics Trends*, 14 de junio. <<https://cutt.ly/Nd1tGha>>.
- Polanyi-Levitt, K. [2006], “Tracing Polanyi’s Institutional Political Economy to its Central European Source”, en K. Polanyi-Levitt y K. McRobbier, eds., *Karl Polanyi in Vienna: The Contemporary Significance of the Great Transformation*. Montreal, Black Rose.
- Puyana-Ferreira, Jaime [2005], “Liberalización de flujos de capital y su efecto en la economía mundial”, en Eugenia Correa, Alicia Girón y Alma Chapoy, eds., *Consecuencias financieras de la globalización*. México, Miguel Ángel Porrúa.
- Rodríguez-López, Patricia [2005], “Inestabilidad e Inversión Extranjera en México”, en Eugenia Correa, Alicia Girón y Alma Chapoy, eds., *Consecuencias financieras de la globalización*. México, Miguel Ángel Porrúa.
- Sweezy, Paul [1963], *Whither Latin America?*, Nueva York, Monthly Review Press.

- \_\_\_\_\_ [1966], *The Theory of Capitalist Development*. Nueva York, Monthly Review Press.
- Veblen, Thorstein [1899], *The Theory of the Leisure Class*. Nueva York, McMillan.
- \_\_\_\_\_ [1904], *The Business Enterprise*. Nueva York, Charles Scribner's Sons.
- Wallerstein, Emmanuel [2011 (1974)], *The Modern World System I: Capitalist Agriculture and the Origins of the European World-Economy in the Sixteenth Century*. Londres, University of California Press.
- \_\_\_\_\_ [2011 (1980)], *The Modern World System II: Mercantilism and the Consolidation of the European World-Economy 1600-1750*. Londres, University of California Press.
- Wolfson, Martin [2008], *Financial Crises: Understanding the Postwar U.S. Experience*. Nueva York, M. E. Sharpe.
- Wray, Randall [2005a], "The Ownership Society: Social Security is Only the Beginning", The Levy Economics Institute of Bard College, Public Policy Brief Highlights 82. <<https://bit.ly/3akqFS4>>.
- \_\_\_\_\_ [2005b], "The Ownership Society: Social Security is Only the Beginning", The Levy Economics Institute of Bard College. Public Policy Brief Highlights 82A. <<https://bit.ly/2F2SqTo>>.
- \_\_\_\_\_ [2006], "Social Security in an Aging Society", *Review of Political Economy*, 18(3): 391-411.
- \_\_\_\_\_ [2007], "Veblen's Theory of Business Enterprise and Keynes's Monetary Theory of Production", en *Journal of Economic Issues*, vol. 41, núm. 2.
- \_\_\_\_\_ [2008], "Financial Markets Meltdown: What Can We Learn from Minsky?", en *Public Policy Brief*, núm. 94. The Levy Economics Institute of Bard College.
- \_\_\_\_\_ [2009], "The Rise and Fall of Money Manager Capitalism: A Minskian Approach", en *Cambridge Journal of Economics*, núm. 33, pp. 807-828.

- \_\_\_\_\_ y Eric Tymoigine [2009], “It isn’t working: time for more radical policies”, *Working Paper*, núm. 105, The Levy Economics Institute of Bard College.
- \_\_\_\_\_ [2009a], “Money Manager Capitalism and the Global Financial Crisis”, en *Real-World Economics Review*, núm. 51, pp. 55-69.
- \_\_\_\_\_ [2009b], “The Rise and Fall of Money Manager Capitalism: a Minskian Approach”, en *Cambridge Journal of Economics*, núm. 33, pp. 807-828.
- \_\_\_\_\_ [2011], “Waiting for the Next Crash: The Minskian Lessons We Failed to Learn”, *Public Policy Brief*, núm. 120. Levy Economics Institute of Bard College. <<https://cutt.ly/Ed1tZfo>>.
- \_\_\_\_\_ [2018], “Does the United States Face another Minsky Moment”. *Policy Note*, 2018/1. Levy Economics Institute of Bard College. <<https://cutt.ly/zd1tXFu>>.

### **III. TENDENCIAS Y FUTURO DE LAS FINANZAS: MONEDAS DIGITALES Y CRIPTOACTIVOS**



## 9. ¿QUÉ PODEMOS APRENDER DE LAS MONEDAS DIGITALES?: LECCIONES DEL BITCOIN

*Carlos Castro Álvarez*

### INTRODUCCIÓN

A inicios de 2018 se leía en el periódico financiero *Bloomberg* “Bitcoin es el nuevo oro” [Smith, 2018] y no fue la primera ni la única vez en la que se utilizó esta comparación. Esta frase puede resumir el auge mediático que han tenido las criptomonedas, comúnmente llamadas “monedas digitales”, las cuales, hasta la redacción de este texto, ascienden a un total de 2 140 y aumentan.<sup>1</sup> El auge mediático ha provocado que el bitcoin sea quizás el tema monetario más popular en la actualidad; en menos de 10 años, ha pasado de ser conocido solo por un puñado de iniciados a estar en boca de todos [Bech y Garratt, 2017: 1]. Este capítulo busca esclarecer el tema de las monedas digitales con atención especial en la “madre” de las criptomonedas: el bitcoin. La mayor parte de las publicaciones respecto del tema han sido primordialmente de carácter mediático y regulatorio por parte del Banco de Pagos Internacionales (BIS), el Fondo Monetario Internacional (FMI) y algunos bancos centrales, a pesar de la relativa novedad del tema. Sin embargo, pocas publicaciones esclarecen los problemas esenciales de la teoría monetaria.

<sup>1</sup> Para conocer de forma más cercana el número de monedas digitales conocidas, consúltese: <://coinmarketcap.com/all/views/all/>.

Por una parte, el bitcoin se ha ligado a la escuela austriaca de economía, en especial por los supuestos desarrollados por Hayek [1986] sobre la emisión privada y su aversión a la intervención de la banca central. Este autor afirmaba que los gobernantes siempre manipulaban de modo desvergonzado el valor del dinero a su conveniencia, por lo que la emisión privada de dinero y la competencia tendría como resultado un mejor sistema monetario; por otro lado, estos argumentos asumían una postura frente a la discusión que gira en torno a la posibilidad de una sociedad libre. A fin de cuentas, ¿por qué no se les permite a los individuos elegir libremente el dinero que quieran usar? Aún en clave austriaca, Carl Menger [1892; 2003 (1892)] expone en su teoría evolutiva que el dinero, por sus características, está en constante cambio: del uso de una mercancía como equivalente al establecimiento de monedas en oro, la aparición del papel moneda, el dinero fiduciario y, en lo que a nosotros respecta, la aparición de las criptomonedas. En este sentido, es claro que este proceso evolutivo llevaría a una nueva concepción del dinero aun cuando la selección evolutiva hubiera sido eliminada por el monopolio de los gobiernos que impide toda experimentación competitiva [Hayek, 1990: 169]. Sin embargo, las criptomonedas han dejado lecciones más valiosas en relación con la teoría monetaria. Por una parte, resalta el proceso de evolución del dinero y su estrecha relación con la tecnología; en segundo lugar, este episodio es útil para dilucidar las discusiones acerca de la llamada “naturaleza del dinero” que se debate principalmente entre la visión como un activo financiero producto del mercado en la visión ortodoxa contra la postura heterodoxa de una creación de la ley y una deuda.

Para comprender el fenómeno de las monedas digitales es necesario, en primer lugar, situarlas en su contexto histórico

dentro de los regímenes monetarios ya que han existido diferentes tipos de gestión y formas de dinero a lo largo del tiempo. Desde que el dinero amonedado empezó a tomar mayor relevancia en la actividad económica y social en la alta Edad Media [Le Goff, 2012], los sistemas monetarios se basaron sobre todo en la plata, el oro y, en algunos lugares, el cobre, y hasta el final del patrón oro (1871-1917) de la *belle époque* –cuando el oro fue conocido como el dinero internacional–, los asuntos monetarios fueron primordialmente manejados bajo las normas del *laissez faire*. Las condiciones económicas, políticas y sociales cambiaron de forma radical el uso monetario en los años posteriores a la gran guerra. Como Helleiner [2003; 2017] plantea, el valor y la cantidad de estas monedas estaban sujetos a las tendencias de los precios relativos de mercado de la plata y el oro, por lo que la introducción del patrón oro monometálico eliminó este problema de la noche a la mañana, sustituyendo las monedas de plata de cuerpo entero por una moneda simbólica o “fiduciaria” cuyo valor nominal ya no estaba vinculado con su contenido metálico y cuyo suministro estaba estrechamente gestionado por las autoridades públicas [Helleiner, 2017: 153]; de acuerdo con Triffin [1968], curiosamente la plata fue el principal medio de intercambio a principios del patrón oro y el papel moneda lo fue al final de este.

Al terminar la Segunda Guerra Mundial se dio uno de los primeros pasos para organizar el sistema monetario internacional con reglas establecidas de tipos de cambio fijos, con el dólar como la moneda de reserva internacional con valor fijo de 35 dólares por onza de oro, mediante organismos internacionales como el FMI. De esta forma se pretendía mantener un control sobre el flujo de capitales con el fin de reducir la volatilidad de las divisas al poner fin al libre flujo monetario y restringir por completo el uso del dinero solo a la moneda fiduciaria nacional, ya que hasta entonces el sistema monetario de ningún país se había organizado con base en el

principio de “un país, una moneda” [Helleiner, 2017: 147]. Las monedas extranjeras eran muy aceptadas y utilizadas entre las naciones porque a menudo complementaban una oferta inadecuada, pero esta práctica se generalizó mucho menos conforme se introdujeron las monedas fiduciarias porque la escasez de monedas locales se hizo mucho menos común [Helleiner, 2017: 154]. No obstante, el sistema monetario basado en el patrón dólar-oro fue abandonado a inicios de la década de los setenta, cuando Richard Nixon, presidente de Estados Unidos, rompió de manera unilateral con los tratados internacionales, por lo que el sistema monetario regresó a la “libre” circulación de capitales. Sin embargo, los usos monetarios eran diferentes, ya que el oro –el dinero internacional– fue relegado de sus funciones monetarias, es decir, las monedas y los billetes emitidos no tenían ya un sustento metálico, sino que se convirtieron en simples notas de papel y monedas de metales bajos.

Una vez expuestos de modo conciso los regímenes monetarios es posible desarrollar la idea de la innovación monetaria relacionada con las formas del dinero, que no necesariamente estaría vinculada con los regímenes monetarios, pero ha sido fundamental para el perfeccionamiento de la función del dinero como medio de intercambio. El dinero, como una tecnología social, se ha desarrollado con la mejor tecnología disponible para ser utilizado como medio de intercambio. La historia data desde Babilonia con el uso de la escritura y la arcilla, continúa con el desarrollo de la moneda y el dinero metálico en el Mediterráneo, seguido de la aparición del papel moneda y después el dinero electrónico. Pero estos cambios en la forma del dinero no fueron creados y aceptados de manera espontánea, en realidad fueron largos y complicados procesos de prueba y error, cambios de hábitos y costumbres que desembocaron en lo que ahora se conoce como dinero.

La viva polémica alrededor de los partidarios del dinero-mercancía o dinero duro, los cuales han gastado sus energías

en impulsar un regreso al patrón oro, vieron en las monedas digitales y en el bitcoin una forma de regresar al *laissez faire* monetario por dos razones: 1) la emisión privada y la ausencia de regulación gubernamental en el manejo del sistema, y 2) la característica de dinero basado en una mercancía (en este caso virtual) que no permite expandir de forma deliberada la emisión monetaria, por lo que las expectativas monetarias serían perfectamente predecibles y los precios serían, a saber, estables.

De esta manera es posible inferir que con las recientes innovaciones tecnológicas en el sector financiero, como el fenómeno *fintech*, no solo se podría desarrollar una nueva peligrosa manera de tomar decisiones en el sector bancario mediante herramientas como *big data*, sino crear un nuevo sistema de pagos que propicie algún cambio en el manejo o forma del dinero, aunque en este caso mediante una estructura digital. No obstante, esto no necesariamente significa que el bitcoin y sus innovaciones clave, como la cadena de bloques, sean una panacea; de hecho, se han estudiado con amplitud las fallas de su algoritmo [Auer, 2019]. La cuestión es que una vez creada una nueva tecnología, puede desembocar en una ola de innovaciones que terminen por perfeccionarla y así detonar una nueva forma de emisión monetaria.

Ahora bien, consideraremos en primer lugar que resulta imposible concebir la existencia de las criptomonedas sin delimitar las diferencias entre el dinero electrónico y el efectivo. Una de las principales características del uso del efectivo es la facilidad para hacer transacciones sin ningún tipo de intermediario, en tanto que la existencia tangible de las monedas y los billetes limita su capacidad de ser gastados en más de una transacción al mismo tiempo. Por ejemplo, cuando una moneda o billete está en manos de un vendedor, el comprador no puede gastar la misma moneda otra vez [Bjer, 2016: 55]. A diferencia del dinero físico, el dinero electrónico necesita de una entidad que resguarde el sistema de pagos,

valide las transacciones y elimine el problema del gasto doble, ya que este tipo de dinero está determinado por la reproducibilidad técnica que lo posibilita. Es decir, una transferencia de valor que se realiza mediante transferencias electrónicas podría reproducirse de manera ilimitada a prácticamente un costo cero, por lo que podría gastarse el mismo dinero más de una vez. El sistema Bitcoin resuelve el problema del gasto doble mediante la introducción de la contabilidad distribuida (*distributed ledger*) y la cadena de bloques (*blockchain*), la cual permite que las transferencias electrónicas puedan realizarse sin la necesidad de un intermediario, por lo que esta forma de transferir dinero sería relativamente equivalente a un “efectivo digital”.

#### ¿MERCANCÍA O DEUDA?

En lo que respecta a la teoría monetaria, la idea de que la naturaleza del dinero se encuentra en la deuda ha tomado cierta relevancia, en gran parte gracias a la economía pos-keynesiana y a publicaciones antropológicas de Ingham [2004] y Graeber [2016], sobre todo, quienes critican la teoría convencional del origen del dinero descrita por el padre de la economía Adam Smith.<sup>2</sup> Este autor afirmaba, de manera resumida, que la división del trabajo hizo necesaria la búsqueda de una mercancía que fuera deseada por todos debido a la dificultad de comerciar mediante el trueque [Smith, 2014 (1776)]. Las investigaciones antropológicas de Ingham [2004] y Graeber [2016] sugieren que en realidad no hay evidencia contundente de que un pueblo haya basado sus intercambios en el trueque. Esta teoría toma relevancia ya

<sup>2</sup> La perspectiva ortodoxa del origen del dinero está influenciada principalmente por Jevons y su idea de equilibrio general en la teoría neoclásica; no obstante, también retoma ideas de Smith y Menger.

que el dinero fiduciario usado en la actualidad no está respaldado por ningún material, su valor está condicionado por la confianza que la sociedad tenga en el emisor de ese dinero o en su gobierno. Así, el banco central y los bancos comerciales crean dinero cuando otorgan créditos porque no necesitan tener el respaldo de ningún activo material, por lo que esta posición favorece la visión del dinero deuda y el Estado como el garante del dinero en circulación. En resumidas cuentas, la visión alternativa argumenta que en realidad la deuda es el origen del dinero y no al revés, como expondría la teoría de Adam Smith. Por otro lado, en una visión de economía heterodoxa del lado poskeynesiano, la teoría monetaria moderna (TMM) agrega la idea de que el crédito permite a los individuos pagar sus deudas, en especial aquellas tributarias con el Estado [Mitchell-Innes, 1914]. Siguiendo esta lógica, la TMM afirma que todos los activos monetarios son siempre activos financieros, es decir, los activos reales no pueden ser activos monetarios.

Por otra parte, se encuentra la teoría monetaria marxista, la cual comparte parcialmente la visión del dinero como una mercancía [Lapavitsas, 2016; Bjer, 2014].<sup>3</sup> Lapavitsas [2016] expone que los antropólogos y sociólogos que discuten esta visión del dinero, como Graeber [2016], no retoman el contexto histórico en el cual esas proposiciones fueron hechas; para Lapavitsas [2016: 108], las cuestiones sobre la naturaleza del dinero fueron aportaciones que llegaron después del

<sup>3</sup> Para Marx [2016 (1867)], en el proceso de acumulación capitalista los agentes demandan mercancías no como medio para colmar sus necesidades personales, sino como instrumento para satisfacer de modo lucrativo las necesidades potenciales de sus compradores [Marx, 2016 (1867): 105]. En ese sentido todas las mercancías son no-valores-de-uso para sus poseedores y valores de uso para sus no-poseedores. Puesto que cada mercancía es equivalente particular de otras mercancías, solo un acto social puede convertir una mercancía determinada en equivalente general y por lo tanto en forma equivalente socialmente vigente [Marx, 2016 (1867): 106]. Cuando se demanda un bien no con objeto de satisfacer una necesidad de consumo personal sino con fines de acumulación, puede decirse que dicha mercancía actúa como dinero.

declive de la escuela clásica y se dieron de manera simultánea en la economía neoclásica, la escuela alemana y el marxismo. Sin embargo, Graeber [2016] ataca vilmente a Smith por su visión del trueque ejemplificando cómo los críticos provenientes de la antropología no parecen darse cuenta de que la teoría económica contemporánea es consciente de estas fallas y ha desarrollado abstracciones que van más allá de la idea clásica de Adam Smith, como la teoría evolutiva de Carl Menger [Lapavitsas, 2016: 108].

Siguiendo la línea del pensamiento marxista, Lapavitsas [2005: 401] expone que existen diferencias económicas significativas entre las formas de dinero: el dinero capitalista de mercancías, por ejemplo, contiene valor intrínseco,<sup>4</sup> lo que demostraría la falacia de que existen relaciones sociales genéricas basadas en promesas de pago o créditos que teorías como la de Ingham [2004] aplican a todas las formas de dinero. No obstante, para Lapavitsas [2005], el dinero-crédito no presentaría problema para la teoría marxista, ya que el dinero como monopolista de la capacidad de compra funciona necesariamente como medio de pago al separar la compra de la venta, lo que da lugar a relaciones de crédito comercial. El dinero también hace posible la transferencia de poder adquisitivo entre los capitalistas a través de las relaciones de préstamo [Lapavitsas, 2005: 401].

De esta manera, ¿podrían estar equivocados Adam Smith, Karl Marx y Carl Menger en su visión de dinero-mercancía? La respuesta es sí; tratar de extrapolar las perspectivas de una economía que data de los siglos XVIII y XIX a los asuntos monetarios actuales es una tarea casi imposible. No obstante, no estaban equivocados al ver el dinero como mercancía en su tiempo. En sus publicaciones, que datan de 1776, 1867 y 1892, respectivamente, la lógica económica y monetaria era muy diferente a la actual; en realidad el dinero fiduciario

<sup>4</sup> Trabajo abstracto según la teoría marxista.

como deuda bancaria sin estar ligado a una mercancía no fue el dinero predominante sino hasta finales del siglo xx, con la desaparición del patrón dólar-oro. Sin embargo, aunque esta noción de dinero no puede aplicarse en la actualidad, el análisis del dinero-deuda de la corriente poskeynesiana plantea el entendimiento del dinero contemporáneo emitido por bancos centrales nacionales. En su juicio, este tipo de dinero define la naturaleza del mismo sin importar el tiempo, la cultura, la sociedad o el régimen político del análisis monetario en cuestión, lo que no permite analizar fenómenos monetarios ajenos a esta lógica como el bitcoin.

Retomando el caso monetario que nos compete, el bitcoin no es pasivo de ninguna entidad [CPMI, 2015: 1]; como cualquier mercancía, los mineros de esta red tienen que trabajar o poner a trabajar sus computadoras para que puedan liberarse bitcoins al sistema, por lo que el bitcoin sería un activo y no una deuda. La dificultad de ver que la moneda digital se desempeñe como dinero-mercancía o activo real radica principalmente en su característica intangible.<sup>5</sup> La percepción sobre los bienes materiales difiere de aquella de los intangibles, ya que la inmaterialidad de las mercancías les da una apariencia de inexistencia. Sin embargo, esta es una percepción sesgada porque todos estos nuevos activos intangibles requieren conocimiento, trabajo, inversión y mantenimiento, y están introducidos en la memoria de los dispositivos electrónicos. De esta forma, el bitcoin puede considerarse un activo intangible, ya que su naturaleza no radica en la creación del crédito por un banco u otra entidad; en cambio, está determinada por el valor del *software* desarrollado y la cantidad de unidades de bitcoins que se hayan minado dentro de este sistema.

<sup>5</sup> Es necesario resaltar que en fecha reciente se incrementó el financiamiento a la economía intangible, es decir, en productos relacionados con el conocimiento como el *software*, la I+D, el diseño, los productos artísticos originales, la investigación de mercado, la capacitación y los nuevos procesos empresariales [Haskel y Westlake, 2018: 239].

En este sentido, la teoría convencional del dinero-mercancía se ajusta al funcionamiento de una moneda digital. El análisis de una hipotética adaptación de bitcoin se sustenta en las bases teóricas del patrón oro [Bordo y Levin, 2017; Weber, 2015]. Lo mismo que el metal precioso o cualquier otra mercancía, está en función de su oferta, que en este caso está determinada por la cantidad –21 millones– de bitcoins que se introducen al sistema mediante la minería; esta cantidad fija de unidades traería consigo problemas ante una economía en expansión continua.

#### ¿CREACIÓN DEL MERCADO O DEL ESTADO?

Otro de los principales conceptos en los que difieren la teoría monetaria convencional y la TMM se relaciona con el papel del Estado en la emisión de dinero. La TMM afirma que el dinero fue creado por el Estado o el soberano en consecuencia de la necesidad de pagar impuestos, por lo que los súbditos acatan su decisión para comerciar y hacer frente a sus obligaciones tributarias o, en otras palabras, “la ley manda, el súbdito obedece” [Mises, 2012: 430]. Hayek [1990] menciona que la teoría cartalista de Knapp [1973] resucitó la teoría medieval llamada valor *impositus*, la cual sugiere que el dinero fue creado por el Estado; sin embargo, este enfoque de que el dinero debió ser creado por un inventor originario quien simplemente lo proporcionó es una historia ingenua. Resulta aún más importante su afirmación de que el dinero no puede existir al margen de los poderes públicos [Hayek, 1990: 197]. De hecho, para Karl Marx [2016 (1867)] fue un dogma del derecho romano la idea de que el emperador decretaba el valor del dinero; de esta forma –antes que los economistas– los juristas fueron quienes afirmaron que el dinero era simplemente un signo y el valor de las monedas de metales preciosos

era algo arbitrario, ya que para Marx el valor estaba determinado por el trabajo abstracto [Marx, 2016 (1867): 111].<sup>6</sup>

Aunque Schumpeter [2012; 2014] señala que la teoría de Knapp [1973] fue desarrollada como una alternativa al metalismo teórico, es parte de una absurda pretensión la cual se ve como “la única alternativa posible, y que solo ella es capaz de explicar la existencia mera de cosas tales como el papel moneda” [Schumpeter, 2012: 1184] y refleja la tendencia de los economistas alemanes del siglo XIX de exaltar el papel del Estado [Davies, 2002: 26], lo que desencadenó en Alemania una tormenta en un vaso de agua [Schumpeter, 2012: 1183] y abrió camino a políticas monetarias como las de 1923, que llevaron el marco alemán a una depreciación de 1 a un billón [Hayek, 1990: 207]. De hecho, esta teoría fue utilizada por políticos de la Primera Guerra Mundial para tratar de “demostrar” que no existía relación entre el aumento de los precios y la cantidad de dinero emitido por el gobierno [Schumpeter, 2014: 1184].<sup>7</sup> Lo antes expuesto no significa que la teoría cartalista haya sido desmentida por los hechos, sino que esta teoría fracasa por su incapacidad para explicar sus consecuencias. De esta manera, según Schumpeter [2012] no puede atribuirse a la teoría estatal la responsabilidad económica y social, así esta sea una doctrina que no hace énfasis en la cantidad de dinero, que no habla de la relación entre dinero y los precios, que afirma que lo único esencial en el dinero es la autenticación del Estado e incita directamente a la explotación fiscal

<sup>6</sup> Las críticas a la visión estatal del dinero no son solo parte de la economía más convencional; de un lado la heterodoxia marxista afirma que la versión cartalista en la que el dinero es una medida de valor determinada de forma arbitraria por el Estado es en sí una afirmación arbitraria, porque una cosa es admitir que el dinero tiene dimensiones no económicas y otra muy diferente es sostener que surge independientemente de los procesos económicos [Lapavistas, 2016: 111].

<sup>7</sup> Esta postura es similar a la de los poskeynesianos, quienes abogan por una intensa intervención estatal en la economía, teniendo como contraparte la teoría liberal neoclásica y su idea de libre mercado.

del “derecho” a crear dinero [Schumpeter, 2012: 1183-1184; von Mises, 2012: 433].<sup>8</sup>

De esta forma Schumpeter [2014] expone que la teoría cartalista “era tan verdadera y tan falsa como pudiera serlo la tesis de que la institución del matrimonio, por ejemplo, es también una criatura del derecho” [Schumpeter, 2012: 1183]. Desarrollando más esta idea, el economista austriaco expuso una de sus críticas más contundentes al afirmar que la naturaleza de las relaciones matrimoniales explica las disposiciones legales que las regulan, pero estas no explican el carácter esencial y las causas de las relaciones matrimoniales; de esta forma, las transacciones monetarias son reguladas o configuradas por el sistema jurídico, pero mantienen una existencia separada del propio sistema jurídico que solo puede explicarse por su propia naturaleza o por las necesidades de la economía de mercado [Schumpeter, 1956: 160-161].

Knapp [1973], que retoma la TMM, lleva la postura estatista del dinero a tales extremos que incluso algunos teóricos poskeynesianos como Palley [2014; 2019] han expuesto que se crea una controversia innecesaria al argumentar que la obligación de pagar impuestos es la razón exclusiva para el desarrollo del dinero.<sup>9</sup> En realidad desde los pensadores clásicos como Smith y Marx se afirmaba que los gobiernos recaudaban impuestos en especie y no en moneda hasta que la evolución de mercado llegó a tal nivel que hizo necesarias

<sup>8</sup> No es de extrañar que los economistas austriacos sean tan críticos de esta teoría al vivir en carne propia las consecuencias de la hiperinflación alemana de 1923.

<sup>9</sup> Como apuntaba el filósofo Isaiah Berlin [2009], la visión de la teoría europea se centra principalmente en encontrar una respuesta válida para todo momento y espacio, y esta imprecisión parece estar también en la TMM y en la teoría cartalista de Knapp. Historiadores y economistas, ya sean de la corriente convencional o la heterodoxia, han expuesto que la teoría estatal del dinero es errónea. Como se mencionó, seguidores de la escuela poskeynesiana –de la cual forma parte la TMM– como Palley [2013; 2014; 2019] señalan que la naturaleza del dinero no radica en el pago de obligaciones estatales; sin embargo, el dinero estatal es su mayor expresión.

las contribuciones dinerarias.<sup>10</sup> No obstante, hay que resaltar que los gobiernos brindaron a la institución del dinero garantías legales e regulatorias. Como sugiere Palley [2014; 2019], el dinero y los arreglos monetarios son producto de la interacción entre las fuerzas del mercado y el Estado: las fuerzas de mercado pueden crear dinero espontáneamente, como el caso del bitcoin, o demandar otro tipo de moneda exterior; en otras palabras, los Estados pueden proponer, pero el mercado dispone [Kindleberger, 1984: 22].

La teoría monetaria, y en particular el dinero en sí, es un tema complejo de analizar. Existen varias publicaciones de carácter histórico, antropológico, filosófico y jurídico que tratan de entender el dinero desde su perspectiva.<sup>11</sup> La cuestión para los economistas está en qué tan profundo y filosófico se quiera ser [Carstens, 2018a]. La versión convencional del dinero proveniente de la evolución espontánea del mercado de Carl Menger [2013 (1892)] sugiere que el dinero, como la economía, está en constante evolución; el proceso económico, al ser dinámico, cambia con el tiempo lo mismo que los medios de intercambio que se utilizan. El caso del bitcoin parece encajar a la perfección con la teoría austriaca de economía, ya que el carácter privado y el repudio del monopolio estatal del dinero son las principales banderas de estos economistas. El proceso evolutivo y la acción individual hacen parte constitutiva del bitcoin; Satoshi Nakamoto –ya sea un individuo o un

<sup>10</sup> Un claro ejemplo lo expuso Adam Smith [2014 (1776)], quien afirma que las antiguas rentas de los reyes anglosajones se pagaban en especie y no en moneda; fue Guillermo I –el conquistador que llegó al trono en 1087– quien introdujo la costumbre del pago en dinero. Por otro lado, Marx expone que cuando la producción mercantil alcanzó cierto nivel y volumen, los impuestos dejaron de ser contribuciones en especie para convertirse en pagos dinerarios [Marx, 2016 (1867): 171].

<sup>11</sup> El libro de Davies [2002] es quizás el más consultado sobre la historia económica del dinero; por otro lado, la publicación de Eagleton y Williams [2009] hace un recuento puramente histórico, mientras Weatherford [1997], Graeber [2016] e Ingham [2004] tienen una perspectiva antropológica. Para una visión filosófica está Simmel [2016] y en fecha reciente Bjer [2014] incorporó una visión filosófica a la teoría monetaria contemporánea.

grupo de personas— desarrolló la tecnología de la cadena de bloques por sí mismo. Es decir, no fue planeado ni ordenado por un ente estatal, simplemente, como sucede con las monedas alternativas, una comunidad que está en desacuerdo con el dinero de curso legal decidió crear su propio sistema de intercambio. No obstante, la visión más radical de privatizar por completo el sistema monetario es una idea que está muy lejos de materializarse, ya que el dinero estatal, a pesar de sus fallas, sigue siendo la mejor forma de llevar a cabo los asuntos monetarios. Incluso Hayek [1990] afirmaba que la evolución histórica había creado una situación que exige cierto control de los sistemas monetarios, por lo que la pretensión de desnacionalizar el dinero podría resultar políticamente impracticable y aunque fuera posible, no sería aconsejable [Hayek, 1990: 197].<sup>12</sup>

La crítica de la teoría evolutiva de Menger [2013 (1892)] sobre la relación entre el dinero y el Estado no debe entenderse como ignorancia o falta de reconocimiento del papel de las instituciones gubernamentales en el sistema monetario. Menger [2013 (1892): 137] afirma que el reconocimiento y la regulación por parte del Estado perfeccionaron la institución del dinero; sin embargo, el problema radica cuando el Estado abusa de su prerrogativa de emisión monetaria para su propio interés político siendo perjudicial para la sociedad y en muchos casos basándose en teorías monetarias erróneas [Menger, 2013 (1892): 135-136].

Aun en la era digital es probable que el dinero siga siendo una institución social y no una puramente tecnológica [Auer, 2019: 23]. El problema para determinar la “naturaleza” del dinero es tan complejo que sin importar el límite que expongan

<sup>12</sup> Hayek [1990] se había pronunciado antes a favor de la banca central autónoma. Usualmente se ignora la posición inicial de Hayek [1990] sobre el papel del Estado en la economía, como la aceptación de la intervención estatal en la salud pública, la jornada laboral y la política monetaria entre otras cuestiones.

los académicos entre el Estado y el dinero o la distinción entre dinero y cuasi-dinero, la historia siempre los juzgará porque es imposible sostener la “naturaleza” del dinero en un periodo prolongado [Davies, 2002: 26-27]. Como expuso Menger [2013 (1892): 208] “ni el material con el que se fabrica el dinero [...] ni siquiera la mera voluntad del soberano, [...] nos dicen algo acerca de la naturaleza del dinero”, sino que un bien de cualquier clase, ya sea activo real o financiero, se convierte en dinero tan pronto y en la medida en que se asume efectivamente en el tráfico de bienes de una nación; no es necesario que cumpla las funciones de unidad de cuenta, medio de intercambio o reserva de valor de modo perfecto o insuficiente, ya que el dinero puede funcionar de manera sana o enfermiza, pero de igual forma ser el medio de cambio general [Menger, 2013 (1892): 209].

#### EL FUTURO DE LAS MONEDAS DIGITALES

A través de la historia las tecnologías y las innovaciones han ido de la mano con la forma de dinero que la sociedad usa, pero ello nunca ha sido un proceso repentino; en efecto, el cambio de forma de dinero podría estar condicionado por el conocimiento de las tecnologías y las ideas monetarias de la época. Asumir que una tecnología puede cambiar de modo repentino el sistema monetario puede sonar pretencioso; la explosión de la burbuja del bitcoin podría ratificar esta conclusión. Lleva tiempo ganarse la confianza, pero puede perderse en un instante. El sistema actual tiene como base los bancos centrales y un aparato de regulación/supervisión que no es perfecto en absoluto —puede y debe mejorarse—, pero las criptomonedas, con su promesa de una confianza totalmente descentralizada, no son la respuesta [Borio, 2019: 18]. Sin embargo, eso no significa que la tecnología de la cadena de bloques o un conjunto de innovaciones de otro tipo puedan provocar un cambio en

los pagos y el régimen monetario; de hecho, se han realizado experimentos en el sector público y el sector privado que podrían ser de utilidad para la tecnología de la cadena de bloques. En materia monetaria, una de las principales propuestas es la apropiación de esta tecnología por parte de los bancos centrales para crear una moneda digital emitida por un banco central o para diseñar un nuevo sistema de pago al por mayor, es decir, inaccesible al público, puesto que la tecnología de las criptomonedas, por sofisticada que sea, es un mal sustituto del sólido respaldo institucional del dinero [BIS, 2018: 91].

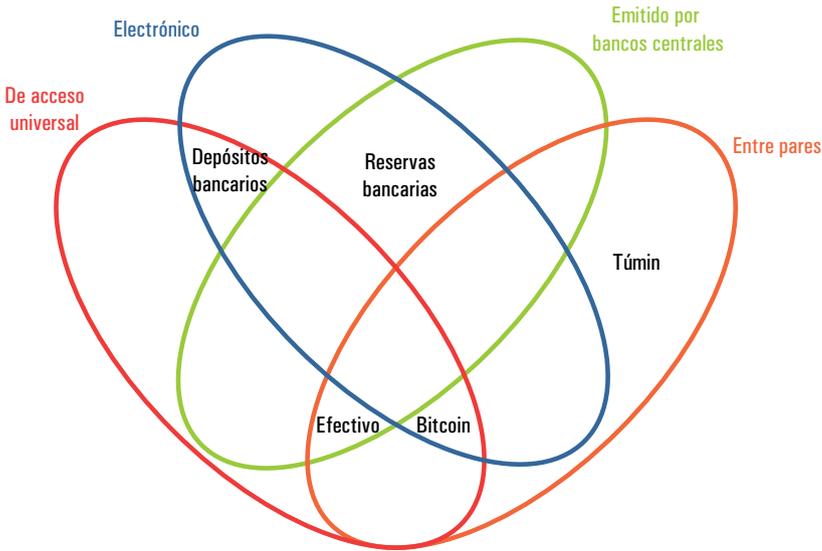
Se ha señalado que la emisión de monedas digitales por parte de los bancos centrales podría correlacionarse con la obsolescencia del papel moneda [Bordo y Levin, 2017: 2]. En realidad, en algunos aspectos las monedas digitales ofrecen la capacidad de realizar transacciones y contratos mucho más complejos que el papel moneda tradicional, precisamente porque las primeras incluyen mucha información, entre ella el historial de las transacciones [Rogoff, 2016: 211]. Publicaciones recientes acerca del tema analizan la posibilidad de emisión de una moneda digital por un banco central (MDBC). Como las transacciones electrónicas mediante dinero de curso legal, las MDBC serían de curso legal, a lo que se suma que los pagos realizados serían prácticamente instantáneos, poco costosos y por completo seguros. Además, como el efectivo, este nuevo medio de pago debería ser de acceso universal para cualquiera que desee hacer una transacción. Los principales beneficiarios de las MDBC serían los bancos y las instituciones financieras enfocadas en los consumidores, los que, lo mismo que los pequeños negocios, recibirían beneficios como la eliminación de los costos de transacciones. Este tipo de monedas incorporarían las ventajas del patrón oro y al mismo tiempo evitarían sus inconvenientes y dificultades. Bordo y Levin [2017] señalan que en las MDBC hay tres diferencias técnicas porque las mismas podrían establecerse con intereses

o indexarse al nivel general de precios, por lo que la capacidad de emisión del banco central podría enfocarse en objetivos de un valor nominal constante, un valor real estable o una moneda que paga intereses.

En este sentido se han desarrollado nuevos modelos para entender el dinero actualmente, como la “flor del dinero” (diagrama 1) creada por Bech y Garrat [2017]. A partir del trabajo de Bjerg [2017] y el reporte del Committee on Payments and Market Infrastructures (CPMI) [2015] sobre las monedas digitales, desarrollaron un modelo de la nueva estructura del dinero basada en cuatro propiedades: 1) el tipo de emisor, ya sea el banco central o cualquier otra institución; 2) el formato, ya sea físico o electrónico; 3) la accesibilidad, que definen como universal o restringida; y 4) el mecanismo de transferencia, ya sea centralizado o descentralizado [Bech y Garrat, 2017: 4]. Esto demuestra que pueden coexistir varias unidades de cuenta; es posible observar empíricamente que existen muchas economías pequeñas en las que tanto la moneda local y las extranjeras como el dólar (o el euro) son ampliamente aceptados [Rogoff, 2016: 209].

La dicotomía entre la naturaleza del dinero se ve superada cuando se agregan diferentes propiedades que permiten explicar de mejor forma cómo se desarrollan los medios de intercambio en la actualidad. Según sugiere Cohen [2004], parece que existe una tendencia hacia la creación de varias monedas en vez de que se converja en una sola; definir el dinero como el medio de cambio con aceptación general no implica forzosamente que deba existir un único tipo de dinero dentro de un país, sino que puede haber varios tipos de dinero [Hayek, 1996: 54]. La teoría cartalista del dinero no permite explicar los fenómenos de las monedas alternativas o comunitarias y la definición convencional —el dinero es lo que el dinero hace— no establece realmente los límites de hasta qué punto las funciones de unidad de cuenta, medio de intercambio y reserva de valor son aplicables al objeto de análisis.

Diagrama 1. La flor del dinero. Una taxonomía del dinero



Fuente: Carstens [2018a: 2]. Traducción de autor.

La dicotomía entre la naturaleza del dinero se ve superada cuando se agregan diferentes propiedades que permiten explicar de mejor forma cómo se desarrollan los medios de intercambio en la actualidad. Según sugiere Cohen [2004], parece que existe una tendencia hacia la creación de varias monedas en vez de que se converja en una sola; definir el dinero como el medio de cambio con aceptación general no implica forzosamente que deba existir un único tipo de dinero dentro de un país, sino que puede haber varios tipos [Hayek, 1996: 54]. La teoría cartalista del dinero no permite explicar los fenómenos de las monedas alternativas o comunitarias y la definición convencional —el dinero es lo que el dinero hace— no establece realmente los límites de hasta qué punto las funciones de unidad de cuenta, medio de intercambio y reserva de valor son aplicables al objeto de análisis.

El desarrollo del sistema monetario por su propia naturaleza conduce a una variedad de formas de dinero [Menger, 2013 (1892): 137], por lo que la moneda digital obliga a los gobiernos y los bancos centrales a elegir entre prohibir, tolerar o apropiarse de sus innovaciones [Raskin y Yermack, 2016: 15]. Hasta el momento de la redacción de esta investigación no hay monedas digitales emitidas por bancos centrales ya sean accesibles al público o solo como un sistema de pago al por mayor, pero sí pueden existir las demás formas de dinero expuestas en la flor del dinero, como la moneda alternativa túmin, que lleva circulando en las regiones del sureste de México por más de una década.

#### CONCLUSIONES

La aparición del bitcoin y por consiguiente de las monedas digitales ha traído a la discusión varios aspectos importantes. En primer lugar vale la pena resaltar los aspectos de la teoría evolutiva del dinero. Aunque siempre ha existido una relación simbiótica entre los mercados y los Estados [Ferguson, 2010: 389], el monopolio estatal del dinero podría limitar la evolución y evitar que se conociera un “mejor dinero”; no obstante, de la misma forma que se introdujo la imprenta o la máquina de vapor para producir mejores dineros, con la capacidad informática actual se consiguió desarrollar un nuevo sistema de pagos sofisticado alterno al que la banca central estatal usa ahora. También se ha demostrado que en la competencia de las monedas privadas contra monedas nacionales, el respaldo institucional y el curso legal hacen que las monedas soberanas, aun cuando son depreciadas, estén en el centro del sistema monetario, por lo que la visión de la desnacionalización del dinero requerirá mucho más que una nueva tecnología para que se haga realidad, ya que es poco probable que

una tecnología sin instituciones remedie el problema fundamental de recrear la confianza de un sistema. No obstante, la confianza en la institución emisora es fundamental; los bancos centrales, por su parte, tendrán que seguir ganándose esa confianza pública al proteger estrechamente el valor de su moneda [Carstens, 2018b].

Por otro lado, el fenómeno de las criptomonedas trae a discusión diversas cuestiones sobre teoría monetaria, la cual es tan compleja que resulta imposible establecer un parámetro objetivo acerca de lo que es y no es dinero usando la teoría convencional; por el contrario, la teoría alternativa, expuesta sobre todo por la teoría monetaria moderna, está tan enfocada en enaltecer el papel del Estado en la economía que ignora olímpicamente la creación de dinero fuera de los papeles del Estado. Esta visión jurídica del dinero es insostenible históricamente, no solo desde la postura de la economía ortodoxa sino también de corrientes heterodoxas como las perspectivas de Schumpeter y Marx. Por otra parte, la visión de la teoría monetaria alternativa del dinero como una deuda es quizá su principal contribución a la economía, ya que el dinero contemporáneo se maneja de esta manera. Sin embargo, comete el error de tratar esta visión del dinero como algo válido para todos y cada uno de los medios de intercambio.

De la misma forma, el bitcoin se suma a la historia de las manías especulativas y las burbujas financieras; el análisis de esta moneda digital como un activo que pueda cumplir la función de reserva de valor demuestra una vez más la exuberancia irracional de los inversores cuando aparece un activo nuevo y sofisticado. La cuestión principal es determinar si el bitcoin pasará a la historia como un episodio financiero inútil como el de los tulipanes holandeses —que no tuvo ningún efecto duradero en el desarrollo a largo plazo de la industria del tulipán, ni tampoco un efecto real en la economía holandesa, salvo unas pocas personas que podrían haber esperado ganancias fantásticas, pero que tuvieron que lidiar con lo poco que reci-

bieron [Neal, 2015: 66]— o en realidad se convertirá en una tecnología disruptiva en el largo plazo. De hecho, la historia del dinero y las finanzas ha demostrado que muy pocas veces una tecnología se usa de manera súbita a gran escala. Los programas de los bancos centrales para emitir monedas digitales quizás puedan dilucidar estas cuestiones en el largo plazo, en gran parte por la capacidad para mejorar la tecnología de la cadena de bloques y el respaldo institucional del dinero que emitan, y es ahí donde de verdad se podrá determinar la valía de la tecnología que está detrás del bitcoin y las criptomonedas para fines monetarios y financieros.

#### REFERENCIAS

- Auer, R. [2019], “Beyond the doomsday economics of ‘proof-of-work’ in cryptocurrencies”, *BIS Working Papers*, núm. 765. Monetary and Economic Department. Bank for International Settlements.
- BIS (Bank for International Settlements) [2018], “Cryptocurrencies: looking beyond the hype”, *BIS Annual Economic Report 2018*.
- Bech, M. y R. Garratt [2017], “Central Bank Cryptocurrencies”, en *BIS Quarterly Review*, septiembre.
- Berlin, I. [2009], *El estudio adecuado de la humanidad*. México, Fondo de Cultura Económica.
- Bjerg, O. [2014], *Making Money: The Philosophy of Crisis Capitalism*. Londres, Verso.
- \_\_\_\_\_ [2016], “How is Bitcoin Money?”, en *Theory, Culture & Society*, vol. 33, núm. 1, pp. 53-72.
- \_\_\_\_\_ [2017], *Designing New Money: The Policy Trilemma of Central Bank Digital Currency*. Copenhagen Business School. CBS.

- Bordo, M y A. Levin [2017], “Central bank digital currency and the future of monetary policy”, *NBER Working Papers*, núm. 23711, agosto.
- Borio, C [2019], “On money, debt, trust and central banking”, *BIS Working Papers*, núm. 763. Bank for International Settlements.
- Carstens, A. [2018a], *Money in the digital age: what role for central banks?* Discurso pronunciado en House of Finance, Goethe University, Fráncfort, 6 de febrero.
- \_\_\_\_\_ [2018b], *Technology is no substitute for trust*. *Börsen-Zeitung*, 23 de mayo.
- Cohen, B. [2004], *The future of money*. Princeton, Princeton University Press.
- CPMI (Committee on Payments and Market Infrastructures) [2015], *Digital Currencies*. Bank for International Settlements.
- Davies, G. [2002], *A History of Money: From Ancient times to The Present Day*. Cardiff, University of Wales Press.
- Eagleton, C. y J. Williams [2009], *Historia del dinero*. Barcelona, Paidós.
- Ferguson, N. [2010], *El triunfo del dinero: cómo las finanzas mueven el mundo*. México, Debate.
- Graeber, D. [2016], *Debt: The First 5000 Years*. Nueva York, Melville House.
- Haskel, J. y S. Westlake [2018], *Capitalism without Capital: The Rise of the Intangible Economy*. Princeton, Princeton University Press.
- Hayek, F. [1986], *La desnacionalización del dinero*. Barcelona, Orbis.
- \_\_\_\_\_ [1990], *La fatal arrogancia: los errores del socialismo*. México, Centro de Estudios en Economía y Educación.
- \_\_\_\_\_ [1991], *Los fundamentos de la libertad*. Madrid, Unión.
- \_\_\_\_\_ [1996], *Contra Keynes y Cambridge: ensayos, correspondencia*. Madrid, Unión.

- \_\_\_\_\_ [2000], *Ensayos de teoría monetaria*, vol. II. Madrid, Unión.
- Helleiner, E. [2003], *The Making of National Money: territorial currencies in historical perspective*. Ithaca, Cornell University Press.
- \_\_\_\_\_ [2017], “The Macro-Social Meaning of Money: from territorial currencies to global money”, en N. Bandelj, F. Wherry y V. Zelizer, eds., *Money Talks: Explaining How Money Really Works*. Princeton, Princeton University Press.
- Ingham, G. [2004], *The nature of money*. Gran Bretaña, Polity Press.
- Kindleberger, C. [1984], *A Financial History of Western Europe*. Reino Unido, George Allen & Unwin.
- Knapp, G. [1973], *The State Theory of Money*. Nueva York, Augustus M. Kelley.
- Lapavitsas, C. [2005], “The social relations of money as universal equivalent: a response to Ingham”, en *Economy and Society*, vol. 34, núm. 3, pp. 389-403.
- \_\_\_\_\_ [2016], *Beneficios sin producción: cómo nos explotan las finanzas*. Madrid, Traficantes de sueños.
- Le Goff, J. [2012], *La Edad Media y el dinero: ensayo de antropología histórica*. Madrid, Akal.
- Marx, K. [2016 (1867)], *El capital. Libro primero. El proceso de producción del capital*, tomo I. México, Siglo XXI.
- Menger, C. [2013 (1892)], *El dinero*. Madrid, Unión.
- Menger, K. [1892], “On the Origin of Money”, en *The Economic Journal*, vol. 2, núm. 6, pp. 239-255.
- Mitchell-Innes, A. [1914], “The Credit Theory of Money”, en *The Banking Law Journal*, núm. 31, pp. 151-168.
- Mises, L. von [2012], *Teoría del dinero y del crédito*. Madrid, Unión.
- Neal, L. [2015], *A Concise History of International Finance: From Babylon to Bernanke*. Cambridge, Cambridge University Press.

- Palley, T. [2013], *Money, fiscal policy, and interest rates: A critique of Modern Monetary Theory*. <[www.thomaspalley.com/docs/articles/macro\\_theory/mmt.pdf](http://www.thomaspalley.com/docs/articles/macro_theory/mmt.pdf)>.
- \_\_\_\_ [2014], *Modern money theory [MMT]: the emperor still has no clothes*. <[www.thomaspalley.com/docs/articles/macro\\_theory/mmt\\_response\\_to\\_wray.pdf](http://www.thomaspalley.com/docs/articles/macro_theory/mmt_response_to_wray.pdf)>.
- \_\_\_\_ [2019], “What’s wrong with Modern Monetary Theory (MMT): A critical primer”, en *FMM Working Paper*, núm. 44, marzo.
- Raskin, M y D. Yermack [2016], “Digital currencies, decentralized ledgers, and the future of Central banking”, *Working Paper*, 22238, The National Bureau of Economic Research.
- Rogoff, K. [2016], *The curse of cash*, Princeton, Princeton University Press.
- Schumpeter, J. [1956], “Money and the social product”, *International Economic Papers*, núm. 6, pp. 148-211.
- \_\_\_\_ [2012], *Historia del análisis económico*. Madrid, Ariel.
- \_\_\_\_ [2014], *Treatise on Money*. Aalten, Wordbridge Publishing.
- Simmel, G. [2016], *La filosofía del dinero*. México, Paidós.
- Smith, A. [2014 (1776)], *Investigación sobre la naturaleza y causa de la riqueza de las naciones*. México, Fondo de Cultura Económica.
- Smith, N. [2018], *Bitcoin Is the New Gold*. <<https://cutt.ly/rfLSz6Q>>.
- Triffin, R. [1968], *Sistema Monetario Internacional*. Buenos Aires, Amorrortu Editores.
- Weatherford, J. [1997], *The History of Money*. Nueva York, Three Rivers Press.
- Weber, W. [2015], *A Bitcoin Standard: Lessons from the Gold Standard*. Banco de Canadá.

## 10. CRIPTOACTIVOS COMO SISTEMAS DE PAGOS INTERBANCARIOS

*Andrés Arauz G.*

### INTRODUCCIÓN

La mayoría de los creadores de criptoactivos manifiestan su intención de superar y sepultar el dinero fiduciario y la creación del dinero por parte de los bancos. Sin embargo, los mismos bancos han visto la oportunidad de utilizar los criptoactivos para evitar las redes piramidales de la corresponsalía bancaria. Los megabancos trasnacionales han propuesto –y financiado su desarrollo– criptoactivos de reserva que les permitan liquidar pagos de alto valor entre sí como alternativa al dinero de banca central; se trata de la *utility settlement coin*. Por otro lado, Ripple y Stellar apuntan a los pagos transfronterizos de bajo valor (como el comercio o las remesas), para lo cual están desplegando redes transfronterizas de corresponsalía bancaria con sus criptoactivos digitales en el centro de la red. El megabanco más grande del mundo, J. P. Morgan, planteó su propio criptoactivo para la liquidación de pagos interbancarios de sus clientes. En todos estos casos, la consigna de la descentralización se ha sacrificado en favor de diseños centralizados y piramidales. En este texto presento de forma esquemática estas iniciativas. Adicionalmente, estudio la factibilidad de su intención de convertirse en sistemas de pagos interbancarios;

en particular, examino la dinámica de creación de dinero para cumplir la función de prestamista de última instancia [Minsky, 1986].

Los criptoactivos nacieron a partir de un postulado como alternativa a la moneda fiduciaria, centrada en el Estado y la banca [Krugman, 2013]. Hoy día, bitcoin y otros demuestran que los pagos descentralizados con criptoactivos son una realidad y en ciertos casos resultan más eficientes que la red de corresponsalía bancaria internacional. Para entender el papel de los criptoactivos<sup>1</sup> en los sistemas de pagos, este texto se apalanca en el marco de la jerarquía del dinero. Nos preguntamos si la banca ve en los criptoactivos una oportunidad de hacer *bypass* al Estado (banca central) o a los bancos jerárquicamente superiores en los sistemas de pagos. En efecto, este texto muestra que la banca sí busca maneras de evitar a la banca central y los bancos centrales en los sistemas de pagos. Acudir al sistema de corresponsalía convencional es costoso en términos de tiempo y de colateral, por lo que la banca ha planteado varias iniciativas en las que sustituye los bancos corresponsales con criptoactivos. Pero si se plantea el reto de sustituir los sistemas de pagos bancarios, ¿qué plantean estas iniciativas en relación con el prestamista de última instancia? De entre las iniciativas analizadas, JPM coin del banco J. P. Morgan sí podría evolucionar a ser un criptoactivo de liquidación, pues al ser el emisor del criptoactivo, tiene la posibilidad de crearlo sin límite significativo.

Este texto está dividido en cinco secciones, incluida la introducción. Luego de ella, se aborda brevemente el funcionamiento del sistema de pagos interbancario convencional y

<sup>1</sup> Los criptoactivos han tenido sinónimos como criptomonedas o criptodivisas. Para los fines de este texto, el término criptoactivos es más apto por su compatibilidad con el término contable "activos" y porque moneda o divisa implicaría una relación más profunda con el dinero-crédito, virtualmente ausente. La definición de activos es recomendada por la Autoridad de Supervisión de Mercados Financieros de Suiza [2018].

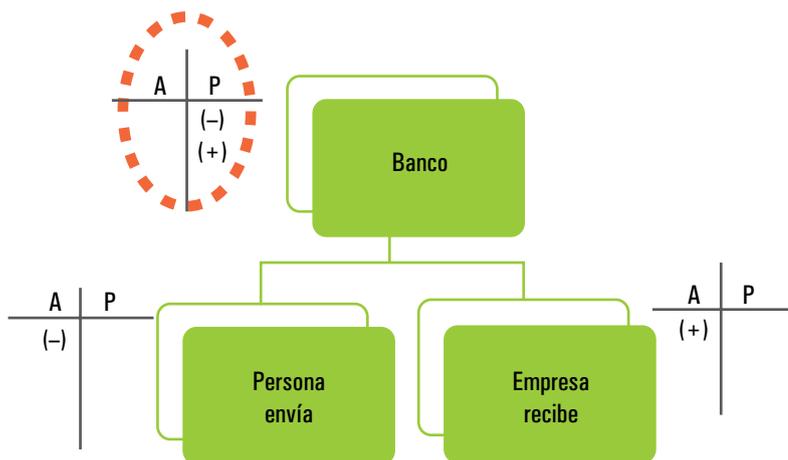
se presenta el marco teórico de la jerarquía del dinero. En la tercera sección, se exhiben algunas iniciativas de la banca para aprovechar los criptoactivos a fin de evitar al banco central en las liquidaciones interbancarias. En la cuarta, se analiza el papel de prestamista de última instancia para los criptoactivos como medios de liquidación interbancaria. Finalmente, en la quinta sección se concluye.

#### EL SISTEMA DE PAGOS Y LA JERARQUÍA DEL DINERO

Las transacciones (dinero como medio de pago y medio de cambio) en efectivo son efectivamente bilaterales: se realizan con el intercambio físico —en tiempo y espacio— de billetes. Las transacciones mediante un sistema de pagos, centrado en el sistema bancario, son necesariamente triangulares [Graziani, 2003: 61-66]. El ordenante notifica al banco que debite una cantidad de dinero de su cuenta y que la acredite en la cuenta del beneficiario. Hay tres actores involucrados: el ordenante, el banco y el beneficiario. Todos los movimientos se realizan en el pasivo del banco, es decir, en los libros del banco. El banco está en una posición jerárquicamente superior<sup>2</sup> a la de sus clientes.

<sup>2</sup> Aunque siempre y cuando el banco sea el vértice, podría estar esquematizado “abajo”, el ejercicio de poder (creación de dinero, voluntad de cursar la transacción, información sobre la transacción, etc.) implica una esquematización en la que el banco esté arriba [Arauz, 2019].

Diagrama 1. Sistema de pagos intrabancario

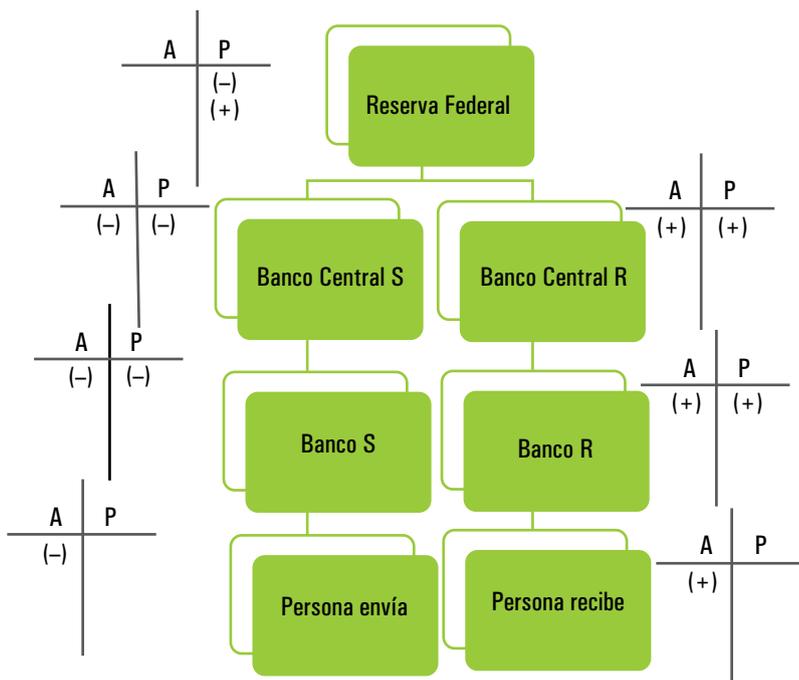


A = activos, P = pasivos, (+) = crédito, (-) = débito

Fuente: elaboración propia.

Si la transferencia es a un cliente de otro banco, se requerirán más actores, pero siempre manteniendo una dinámica triangular. Si es una transferencia doméstica, la transacción implicará un débito a la cuenta que el banco ordenante mantiene en el pasivo del banco central y un crédito a la cuenta que el banco beneficiario mantiene en el pasivo del banco central. Dado que este último está en una posición jerárquicamente superior, no se afectan los activos del banco central pero sí los activos de los bancos ordenante y beneficiario.

Diagrama 2. Sistema de pagos interbancario internacional



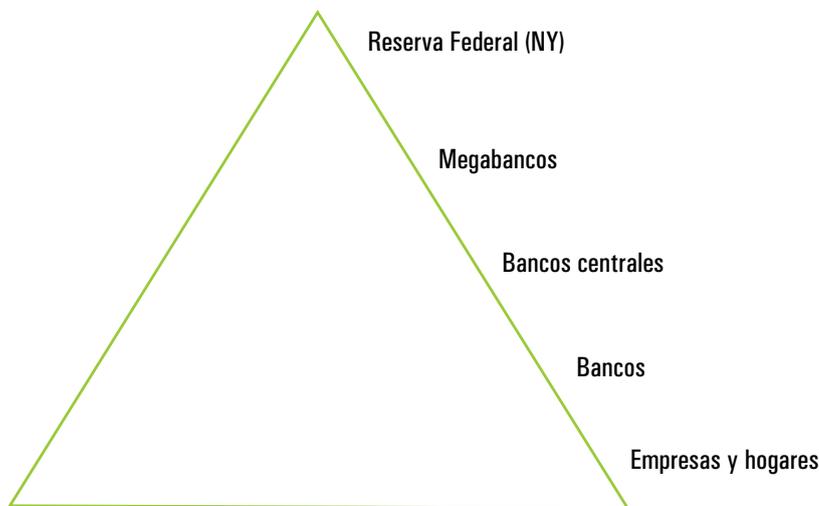
A = activos, P = pasivos, (+) = crédito, (-) = débito,  
S = envía, R = recibe

Fuente: elaboración propia.

Si la transferencia es internacional, se requerirá un banco corresponsal común –jerárquicamente superior– entre los bancos nacionales, pero la dinámica triangular se mantiene. El pasivo del banco corresponsal es el que registra los movimientos. No se afectan los activos del banco corresponsal pero sí los activos del resto de los bancos involucrados en la cadena de pagos. Con mayor frecuencia a raíz de la privatización de los sistemas de pagos internacionales, dicho corresponsal común es uno de los megabancos transnacionales en

cualquier jurisdicción. Me refiero como megabancos trasnacionales a los 29 bancos designados por el Consejo de Estabilidad Financiera como “bancos sistémicamente importantes a nivel global” [FSB, 2018]. En América Latina, la gran mayoría de los bancos centrales utilizan los servicios de correspondencia internacional de los megabancos trasnacionales. Por esta razón, los bancos centrales nacionales se ubican en una posición jerárquicamente inferior a los megabancos. Para pagos internacionales denominados en dólares, el corresponsal común de última instancia –jerárquicamente superior– es el banco central estadounidense, la Reserva Federal (Fed).

Diagrama 3. Pirámide de pasivos



Fuente: elaboración propia.

Esta breve descripción del funcionamiento de los sistemas de pagos ilustra de manera esquemática la pirámide de pasivos. Cuando no es en efectivo, las personas y las empresas liquidan sus transacciones con dinero bancario. Los bancos las liquidan entre ellos con dinero de banca central. Cuando son

transacciones internacionales denominadas en dólares, los bancos liquidan sus transacciones con dinero de megabancos y los megabancos liquidan sus transacciones con dinero de la Fed. Así se constituye jerárquicamente la pirámide de pasivos [Minsky, 1986; Wray, 1990].

La jerarquía del dinero es la expresión conceptual de la jerarquía de cuentas de corresponsalía en la red de corresponsalías bancarias que configuran los sistemas de pagos. Así como se observa una jerarquía de bancos y de las jurisdicciones donde operan dichos bancos, aunque no es indispensable para los sistemas de pagos, también puede estar acompañada de jerarquía de monedas. Como lo han explicado los mismos protagonistas de la historia como Paul Volker o John Connaly, el dólar estadounidense –y sus bancos– reposa en la cúspide de la pirámide monetaria [Marshall, 2019]. La presentación esquemática de esta jerarquía es la pirámide de pasivos.

Los megabancos trasnacionales ocupan lugares muy altos en la pirámide de pasivos. La información publicada por el Banco de Pagos Internacionales (BIS) sobre los 70 megabancos más grandes del mundo señala su posición relativa en la pirámide global (la última data disponible corresponde al año 2017). Una de las variables publicadas, “pasivos transfronterizos”, funge como proxy de la actividad de corresponsalía internacional, pues ilustra la cantidad monetaria de depósitos (y otros pasivos) de clientes de otras jurisdicciones. Apenas seis megabancos concentran 30 % de todos los pasivos transfronterizos reportados en la estadística del BIS. HSBC es el megabanco con más pasivos transfronterizos: lidera la pirámide con 7 % del monto reportado (1.16 miles de millones de euros a diciembre de 2017). Le siguen BNP Paribas, Santander, Citigroup, ING Bank y J. P. Morgan. Veinte megabancos concentran 65 % de pasivos transfronterizos reportados [BIS, 2018]. Muchos bancos de escala nacional e incluso muchos bancos centrales nacionales tienen cuentas en estos megabancos trasnacionales y utilizan sus servicios cuando ordenan transferencias

al exterior. Por esta razón, estos megabancos ocupan posiciones jerárquicamente superiores.

#### CRIPTOACTIVOS COMO RESERVAS

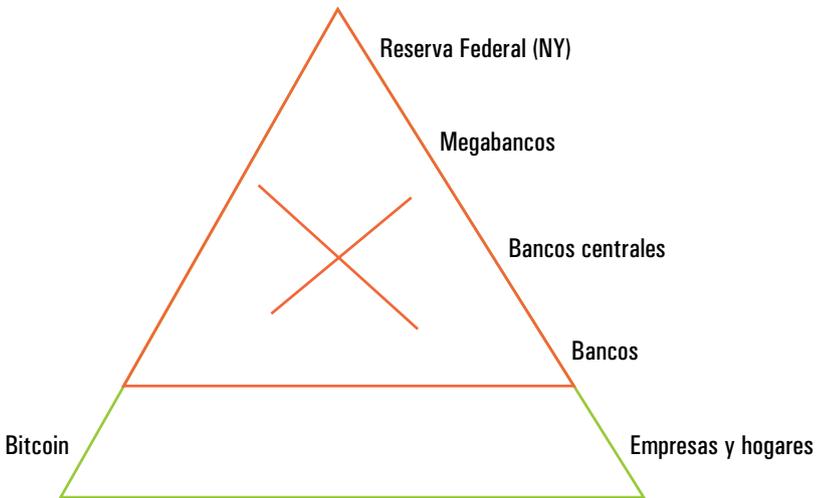
Como se desprende de la jerarquía, los megabancos transnacionales liquidan las transacciones entre ellos con dinero (pasivos monetarios) de megabancos superiores o con dinero (pasivos monetarios) de banca central. El pasivo monetario de banca central son las “reservas”<sup>3</sup> de los bancos clientes. Como consta más adelante, si un banco no tiene suficientes reservas, en última instancia, luego de agotar todas las otras fuentes de financiamiento puede solicitar un préstamo al banco central. Ante la remota posibilidad de requerir acceso a dicho financiamiento, los bancos deben proporcionar colaterales (activos financieros, por lo general bonos soberanos, entregados en garantía al banco corresponsal o al banco central). Este proceso conlleva costos para los bancos.

Para los usuarios finales (empresas y hogares) del sistema de corresponsalía bancaria internacional, hay altos costos transaccionales y costos implícitos de tiempo. Convencionalmente, las transferencias internacionales pueden conllevar días por la debida diligencia (“conozca a su cliente”, “conozca al cliente de su cliente”, controles antilavado y controles contra el financiamiento al terrorismo) de todos los bancos involucrados en la cadena de pagos y por los horarios reducidos de liquidación combinados con la diferencia de husos horarios, entre otros factores. Ante esta realidad y frente al embate de los pagos internacionales descentralizados liderados

<sup>3</sup> Que no debe confundirse con las “reservas internacionales”, que corresponden a los activos externos líquidos en el activo de un banco central.

por bitcoin,<sup>4</sup> el monopolio global de sistema de mensajería financiera SWIFT ha desplegado la iniciativa de pagos globales (“SWIFT gpi”, por sus siglas en inglés): un acuerdo de nivel de servicio con horarios ampliados, liquidación a demanda, datos estructurados e identificadores de la transacción que permiten monitorearla en tiempo real. Esta iniciativa ha reducido de forma sustancial los tiempos para la mayoría de las transacciones de alto valor y disminuido los costos implícitos para los usuarios finales. Sin embargo, no es el propósito de este texto indagar en las alternativas de sistemas de pagos internacionales para los usuarios finales. Opciones como el bitcoin implican hacer *bypass* completamente al sistema de corresponsalía bancaria (es decir, que no haya pirámide).

Diagrama 4. Pirámide de pasivos en el caso del bitcoin



Fuente: elaboración propia.

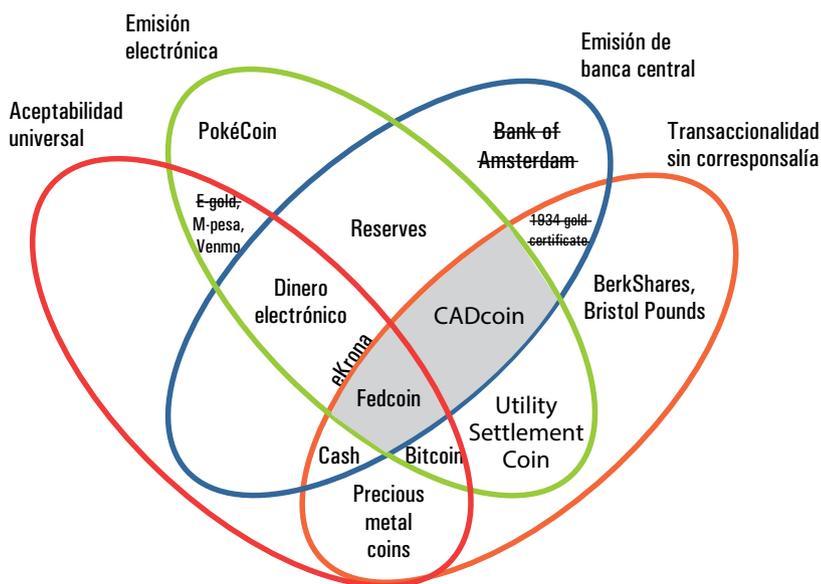
<sup>4</sup> También por centenas de criptoactivos desplegados alrededor del mundo, incluidos Tether, la ficha de valor estable más prominente, o Libra, el criptoactivo prelanzado por Facebook.

A continuación se exponen las principales iniciativas de la misma banca para utilizar criptoactivos como “reservas”, es decir, las iniciativas de criptoactivos en la parte superior de la pirámide. El BIS [2017] publicó un documento acerca del papel de la banca central y los criptoactivos en el que se presenta como aporte analítico la “flor monetaria”, un diagrama de Venn que categoriza las distintas formas de dinero de acuerdo con cuatro categorías (aceptabilidad universal, emisión electrónica, emisión de banca central y transaccionalidad sin corresponsalía). Según la “flor monetaria”, las iniciativas que se presentan en seguida encajan en el segmento que incluye la *utility settlement coin*: no tienen aceptación universal porque son solo activos de bancos, sí son de emisión electrónica, no son emitidas por banca central y su transaccionalidad es sin corresponsalía.

### *Ripple y Stellar*

Ripple es una empresa privada que creó una cadena de bloques específicamente diseñada para la información correspondiente a transacciones internacionales de bajo valor entre bancos medianos. En su cadena de bloques reside un criptoactivo también denominado ripple, cuyo símbolo es XRP. La confusión creada entre los servicios de la red de información y el criptoactivo ha sido un pilar de la estrategia de comercialización del criptoactivo XRP. La interacción entre ambos ocurre cuando el activo utilizado para la liquidación de transacciones internacionales entre bancos es XRP; de esa forma, efectivamente hace *bypass* a los bancos corresponsales y los bancos centrales que están en posiciones jerárquicamente superiores. Ripple reporta que ha logrado proveer sus servicios a más de 200 bancos o empresas de remesas alrededor del mundo; sin embargo, la cifra se ha cuestionado como publicidad engañosa [Trolly, 2019].

Diagrama 5. La flor monetaria [BIS, 2017]\*

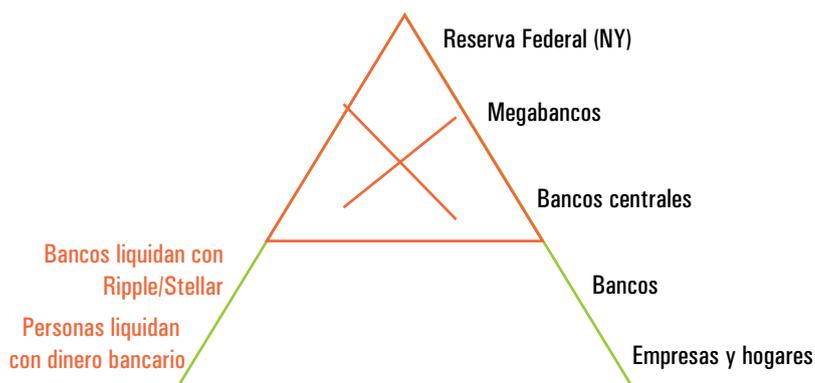


\* El tipo de letra redonda significa que el sistema referido está en operación, las *cursivas* señalan que se trata de una propuesta, las **negritas** designan que está en experimentación y el ~~tachado~~ implica que es un proyecto que se abandonó.

Fuente: elaboración propia.

Stellar es una iniciativa esquemáticamente idéntica. De hecho, el fundador de Stellar es uno de los fundadores de Ripple. La diferencia yace en el tamaño o perfil de los bancos que utilizan el servicio de Stellar. Este último anuncia que su fundación no tiene fines de lucro y que está destinada a facilitar remesas y flujos de crédito para bancos pequeños, organismos financieros sin fines de lucro y estructuras financieras locales. El criptoactivo de Stellar se denomina “lumen” y su símbolo es XLM.

Diagrama 6. Pirámide de pasivos en el caso de Ripple y Stellar



Fuente: elaboración propia.

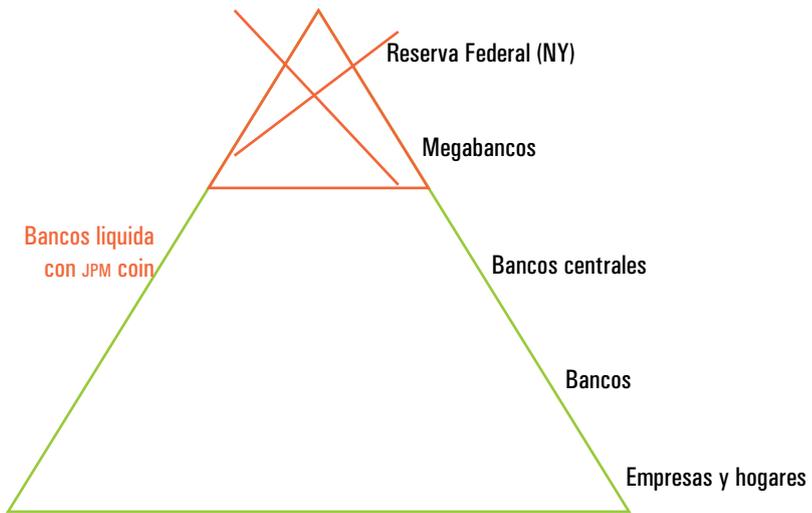
En los últimos meses han surgido otras iniciativas muy parecidas a estas. Una de ellas es la LACChain para liquidación de corresponsalía bancaria internacional mediante cadena de bloques entre bancos de América Latina [Faura, 2019]. Otra iniciativa presentada en América Latina es la alianza entre Bitex [una bolsa (*exchange*) de criptoactivos] y Bantotal (un proveedor de servicios informáticos bancarios uruguayo) para que se utilicen criptoactivos en remplazo de corresponsales bancarios jerárquicamente superiores. La alianza aspira a proveer este servicio a 60 bancos de la región [Kim, 2019].

#### JPM coin

La ficha JPM, en alusión a las siglas del banco J. P. Morgan, es una iniciativa directa del banco más grande del mundo. Este megabanco desplegó su iniciativa en 2019, pocos años después de que su máximo directivo criticó los criptoactivos [Marshall, 2019]. El JPM coin sería un criptoactivo creado por J. P. Morgan totalmente convertible al pasivo de J. P.

Morgan denominado en dólares estadounidenses. Es decir, el titular de un JPM coin tiene derecho a un depósito en dólares en el banco. El objetivo de este cryptoactivo es liquidar transacciones interbancarias. J. P. Morgan está del todo consciente de su posición en la pirámide: Umar Farooq, jefe de la división de cadena de bloques del banco dijo en una entrevista sobre JPM coin: “Pretty much every big corporation is our client, and most of the major banks in the world are too” [Palmer, 2019].<sup>5</sup> Actualmente está en una fase piloto y de diálogo regulatorio.

Diagrama 7. Pirámide de pasivos en el caso de JPM coin



Fuente: elaboración propia.

La iniciativa del JPM coin es una secuela de una iniciativa anterior de J. P. Morgan denominada Red de Información Interbancaria (IIN, por sus siglas en inglés), vigente desde 2017 y

<sup>5</sup> Traducción libre: “Casi todas las grandes corporaciones son nuestros clientes, y la mayoría de los grandes bancos del mundo también lo son”.

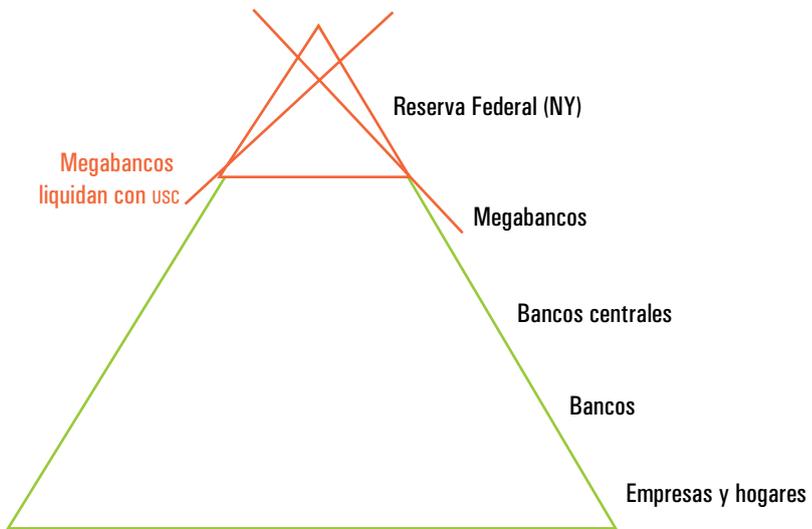
lanzada junto con el Royal Bank of Canada (RBC) y el Australia and New Zealand Banking Group (ANZ). Es una cadena de bloques en la que consta información útil para la red de corresponsalía bancaria internacional. En particular, provee información a los participantes de la red para la debida diligencia (conozca a su cliente, conozca al cliente de su cliente). La tecnología de IIN es la cadena de bloques Quorum, una *ethereum* licenciada, actualmente mantenida por Microsoft [Allison, 2019]. Es decir, J. P. Morgan controla quiénes pueden acceder a la información de la cadena de bloques, ya que no está públicamente disponible. La red cuenta con 220 bancos que forman parte de la IIN. En las Américas participan bancos colombianos, peruanos y mexicanos, entre otros. Algunos analistas especulan que JPM coin será el criptoactivo “nativo” de la IIN [Sloane, 2019].

#### FICHA DE LIQUIDACIÓN UTILITARIA (*UTILITY SETTLEMENT COIN*)

La ficha de liquidación utilitaria (USC, por sus siglas en inglés) es un criptoactivo creado por algunos megabancos; la iniciativa es liderada por la Unión de Bancos Suizos (UBS) desde el año 2015. El objetivo explícito del criptoactivo es que sirva para liquidar transacciones entre bancos, reemplazando las reservas en los bancos centrales. Los bancos que participaron de la iniciativa desde 2016 son BNY Mellon, Deutsche Bank, Santander, Nasdaq y Barclays. CIBC, Commerzbank, Credit Suisse, ING, KBC Group, Lloyds, MUFG, Sumitomo Mitsui y State Street se adhirieron después y en conjunto conformaron la empresa Finality, constituida en jurisdicción inglesa, la que está encargada de la iniciativa. Quien encabeza los asuntos regulatorios de Finality es un exbanquero central, exdirector ejecutivo del FMI y exjefe de la secretaría del comité de sistema de pagos del BIS [Heller, 2019]. La cooperación

de 14 megabancos trasnacionales aparenta la seriedad de esta iniciativa que proyecta lanzar operativamente el criptoactivo en 2020. El criptoactivo tendrá reservas equivalentes en los bancos centrales de los emisores de dólar estadounidense, yen, euro y libra esterlina [Noonan, 2019]. Una alternativa similar a la USC se desarrolla paralelamente en el consorcio denominado R3, y su cadena de bloques denominada Corda. El *Financial Times* [2015] reportó que nueve bancos de inversión participaron en el consorcio R3, entre ellos Goldman Sachs, J. P. Morgan, Credit Suisse, Barclays, Commonwealth Bank of Australia, State Street, RBS, BBVA y UBS.

Diagrama 8. Pirámide de pasivos en el caso de usc



Fuente: elaboración propia.

#### PRESTAMISTA DE ÚLTIMA INSTANCIA DE CRIPTOACTIVOS

Cuando un banco no tiene suficientes reservas en su activo (es decir, en el pasivo del banco jerárquicamente superior)

para liquidar sus obligaciones en un sistema de pagos, puede acudir a varias fuentes. Puede solicitar un préstamo bilateral a otro banco de su misma jerarquía, que le presta reservas para cubrir sus obligaciones inmediatas. Puede vender activos financieros para obtener reservas a fin de cubrir sus obligaciones inmediatas. Puede solicitar un crédito a un fondo mancomunado de reservas, de existir. Y, finalmente puede, en última instancia, acudir al banco jerárquicamente superior para solicitar la creación de reservas adicionales. A diferencia de un préstamo bilateral –que puede tomar la figura de operaciones de reporte intradía u *overnight*, o una permuta (*swap*) de valores cuando las reservas no son creadas sino transferidas–, las reservas sí son creadas mediante una operación de crédito convencional cuando se acude al prestamista de última instancia.

Los prestamistas suelen solicitar garantías como un requisito para otorgar el préstamo. Cuando un banco carece de garantías, cuando los bancos de la misma jerarquía desconfían de la capacidad de repago del banco en cuestión o cuando los bancos de la misma jerarquía desconfían de la calidad de la garantía, al banco en cuestión le queda la única opción de acudir al prestamista de última instancia. Pero solo en casos muy excepcionales este prestamista exonera o flexibiliza los requisitos de garantía de alta calidad. Por ejemplo, en el sistema de pagos Target, el Banco Central Europeo crea reservas para los bancos centrales nacionales sin requerir garantía. Pero cuando se trata de crear reservas para los bancos comerciales, sí requiere garantía. De no otorgarse el préstamo de última instancia, puede significar la quiebra por iliquidez de un banco con graves consecuencias para el resto del sistema bancario que está interconectado mediante una red de activos y pasivos con el banco en cuestión. Por la pirámide de pasivos, la función de prestamista de última instancia en sistemas nacionales o de regímenes monetarios comunes la termina realizando un banco central. En el ámbito internacional se ha demostrado

mediante la red de *swaps* ilimitados con los bancos centrales europeo, suizo, entre otros, que quien funge como prestamista de última instancia es el Banco de la Reserva Federal de Nueva York.

En los sistemas de pagos de corresponsalía bancaria, el prestamista de última instancia siempre puede crear las reservas requeridas para mantener la cadena de pagos habilitada. Por otro lado, los diseñadores de los criptoactivos suelen enfatizar la escasez de los mismos y la imposibilidad de crearlos como una virtud. Si bien la escasez puede ser posible para una cadena de bloques en particular, existe otro tipo de creación de criptoactivos como el *forking*, mediante el cual un grupo de usuarios de una cadena de bloques realiza una copia de la cadena de bloques original, incluyendo una réplica de la propiedad sobre los criptoactivos. El caso de bitcoin y bitcoin *cash* es el más importante ejemplo de un *fork* relativamente exitoso. Por otro lado, tampoco hay escasez de tipos de criptoactivos: hasta agosto de 2019, estaban catalogados 2 681 criptoactivos [CoinLore, 2019]. ¿Cómo se cumpliría el papel de prestamista de última instancia en el caso de las iniciativas de criptoactivos presentadas en la sección anterior?

## RIPPLE Y STELLAR

Existe una cantidad fija de XRP: específicamente existen 100 mil millones de XRP. El mayor tenedor de XRP es la empresa Ripple Labs Inc. Sin embargo, XRP no son un pasivo de Ripple Labs Inc. Esto quiere decir que Ripple Labs Inc., está en el mismo nivel jerárquico, en términos de la pirámide de pasivos, que el resto de tenedores de XRP. Sin embargo, al tener en su posesión 57 % de XRP, Ripple Labs podría ser un hacedor de mercado (*market maker*) de última instancia, ya que puede prestar o vender XRP para solventar posiciones deficitarias de bancos que requieran cumplir sus obligaciones en XRP. El

riesgo de que existan posiciones deficitarias en XRP es menor que en el sistema de compensación y liquidación bancaria porque las transacciones con XRP son en tiempo real y no pueden realizarse sin que el banco tenga antes XRP en su poder. Ripple Labs se ocupa de que el sistema de pagos se mantenga habilitado porque tiene interés en la valorización del criptoactivo, del cual es su principal tenedor. En un escenario en el que Ripple Labs deje de ser el *market maker* de última instancia o pierda su primacía en la tenencia de criptoactivos, no existe un prestamista de última instancia que pueda crear más XRP. Este escenario se configuraría si el XRP experimenta una pérdida de confianza o en caso de que los accionistas de Ripple Labs quieran liquidar sus posiciones en favor de dinero fiduciario. Por ello es improbable que los megabancos adopten estos servicios y es razonable que Ripple apunte a bancos medianos y pequeños.

El caso de Stellar opera de manera similar, con la única diferencia de que la cantidad de lumens emitidos son 101 mil millones y el protocolo está programado para que la oferta de XLM crezca a 1 % anual. Además de venderlos, la Fundación Stellar alega que promueve el uso de XLM mediante donaciones a bancos pequeños y estructuras financieras locales. La Fundación Stellar es la tenedora de más de 80 % de todos los lumens en circulación.

#### JPM COIN

A diferencia de los criptoactivos ya mencionados, JPM coin sí es un pasivo del banco J. P. Morgan. El criptoactivo conlleva la obligación de convertirlo o redimirlo por depósitos en el banco. En ese sentido, es lo más parecido a un certificado de depósito negociable desmaterializado o a papel comercial electrónico. Las implicaciones de las características contables significan que además del *trading* bilateral que pueda existir

entre los clientes de este megabanco, el J. P. Morgan puede crear JPM coins sin más límite que los de solvencia regulatoria aplicados para el resto del banco. Llamemos a esta situación “prestamista de penúltima instancia”. Los límites de solvencia regulatoria pueden ser evadidos mediante el uso de vehículos con fines especiales o mediante arbitraje regulatorio en jurisdicciones *offshore*. Sin embargo, al ser redimibles como depósitos en dólares del J. P. Morgan, el prestamista de última instancia de los JPM coins es la Fed.

#### FICHA DE LIQUIDACIÓN UTILITARIA (*UTILITY SETTLEMENT COIN*)

Finality asegura que los USC serán respaldados con reservas en la Fed. En vista que el emisor de los USC claramente no es la Fed, se refieren a activos de UBS o de los bancos accionistas de Finality que mantienen depositados en la Fed. Con esta modalidad, los USC sí podrían crearse de forma ilimitada, por consenso de los participantes [Marshall, 2018]. En los hechos, el mecanismo de funcionamiento de los USC es como el de una cámara de compensación privada similar al Clearing House Interbank Payment System (CHIPS) que compensa los pagos interbancarios, pero que liquida con dinero de banca central. Sin embargo, al momento de redimir los USC con reservas en la Fed, es teóricamente posible que algunos de los bancos participantes no tengan suficiente reservas y de nuevo la Fed se convierte en el prestamista de última instancia.

#### CONCLUSIONES

La jerarquía del dinero es un valioso marco analítico para entender iniciativas innovadoras como los criptoactivos pues parte de la realidad operativa de las cuentas de corresponsalía y

los sistemas de pagos para reflejar de forma esquemática la estructura de poder subyacente en las relaciones monetarias. La posición jerárquica de los megabancos, como corresponsales de los bancos centrales nacionales, refleja su poder en el sistema global.

En este texto, hemos explorado los instrumentos operativos que los megabancos transnacionales han diseñado para evadir a la banca central. No obstante, a pesar de que han logrado diseñar ciertos instrumentos con la figura de criptoactivos de liquidación, los megabancos terminan retornando a la Reserva Federal por razones de mitigación de riesgo de contraparte. Es decir, por más consorcios y consensos horizontales en la creación y emisión de criptoactivos de liquidación, prima la desconfianza mutua entre ellos y, por ende, acuden a una instancia superior. Justo de eso se trata la pirámide de pasivos. De entre las iniciativas analizadas, por su posición privilegiada en la pirámide de pasivos, el JPM coin, del banco J. P. Morgan, sí podría evolucionar a ser un criptoactivo de liquidación, pues al ser el emisor del criptoactivo tiene la posibilidad de crearlo y convertirse en, por lo pronto, prestamista de penúltima instancia. Está pendiente conocer la reacción de la Reserva Federal, con respecto no solo al papel implícito que asumiría en relación con el JPM coin, sino con el papel explícito asignado como respaldo de las fichas de liquidación utilitarias (USC). Si algo nos ha mostrado la historia es que la Reserva Federal apoyará estas iniciativas y se asegurará que se articulen adecuadamente a la jerarquía monetaria aquí explicada con la hegemonía del dólar en la cúspide del poder monetario y del poder sobre la información transaccional [Arauz, 2019].

## REFERENCIAS

- Allison, Ian [2019], “JP Morgan has quietly rebooted the blockchain tech behind its JPM Coin”, en *Coindesk*. <<https://cutt.ly/od1oepj>>.
- Arauz, Andrés [2019], “Geografía política de los datos del dinero”, en *Ola Financiera*, mayo-agosto, vol. 12, núm. 33. <<https://cutt.ly/dd1lotty>>.
- Autoridad de Supervisión de Mercados Financieros de Suiza [2018], *Guidelines*. <<https://cutt.ly/Zd1uze6>>.
- BIS [2017], “The Money Flower with Selected Examples”, en *BIS Quarterly Review*. <<https://cutt.ly/vd1oulY>>.
- \_\_\_\_ [2018], Basel Committee on Banking Supervision. Instructions for the end-2017 G-SIB assessment exercise. <<https://cutt.ly/qd1lookK>>.
- CoinLore [2019], *Cryptocurrency List*. <<https://cutt.ly/Ad1op0s>>.
- Faura, Julio [2019], *Presentation to the CEMLA Forum*. México, CEMLA. *Mimeo*.
- Financial Times* [2015], Blockchain initiative backed by 9 large investment banks. <<https://cutt.ly/ad1osGu>>.
- FSB [2018], *2018 list of global systemically important banks (G-SIBs)*. Basilea, Financial Stability Board. <<https://cutt.ly/pd1ofuk>>.
- Graziani, Augusto [2003], *The Monetary Theory of Production*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Heller, Daniel [2019], *Daniel Heller*, LinkedIn. <<https://cutt.ly/4d1ucXI>>.
- Kim, Christine [2019], “60 Latin American Banks Can Now Use Bitcoin for Cross Border Payments”, en *Coindesk*. <<https://cutt.ly/3d1uEOX>>.
- Krugman, Paul [2013], “Bitcoin is Evil”, en *New York Times*. <<https://cutt.ly/1d1ohnk>>.
- Marshall, Wesley [2018], “Deflación y criptomonedas”, en *Ola Financiera*, mayo-agosto, vol. 11, núm. 30. <<https://cutt.ly/Td1okKz>>.

- \_\_\_\_\_ [2019], “La cuarta revolución industrial y criptodivisas”, en *Ola Financiera*, mayo-agosto, vol. 12, núm. 33. <<https://cutt.ly/ad1ol4Z>>.
- Minsky, Hyman [1986 (2008)], *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven, Yale University Press.
- Noonan, Laura [2019], “Top banks push ahead with digital coins for 2020”, *Financial Times*. 3 de junio, <<https://cutt.ly/Td1uayU>>.
- Palmer, Daniel [2019], “JP Morgan moving its in house crypto to real world trials: report”, en *Coindesk*. <<https://cutt.ly/Gd1ud2E>>.
- Sloane, Tim [2019], “220 correspondent banks using JP Morgan’s IIN blockchain”, en *Payments Journal*. <<https://cutt.ly/Cd1uTty>>.
- Trolly [2019], *Trolly McTrollface’s Blog*. <<http://www.tr0lly.com/tag/ripple/>>.
- Wray, L. Randall [1990], *Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach*. Aldershot, Edward Elgar.

## SOBRE LOS AUTORES

Andrés Arauz G., es un economista ecuatoriano que obtuvo su licenciatura en Economía y Matemáticas en la Universidad de Michigan y su maestría en Economía en Flacso-Ecuador. Se desempeñó como economista de balanza de pagos, especialista de sistema de pagos y director general bancario del Banco Central del Ecuador. También fue subsecretario de Inversión Pública, viceministro de Planificación y ministro de Conocimiento y Talento Humano de su país. Ha sido analista del mercado de valores y docente en la maestría de finanzas empresariales en la Universidad Católica de Guayaquil. Forma parte de varios grupos de investigación y cuenta con diversas publicaciones de integración regional, flujos de capitales y tecnología financiera. Actualmente cursa su doctorado en Economía financiera; su tema de tesis versa sobre sistemas de pagos internacionales.

Ilich Emiliano Castellanos obtuvo la maestría en Economía por el posgrado de Economía de la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM) con la investigación “El papel del sistema financiero-crediticio en las crisis económicas: controversias teóricas entre marxistas-poskeynesianos y marxistas-clásicos sobre la crisis estadounidense (2007-2008)”. Es licenciado en Ciencias Políticas por la Facultad de Ciencias Políticas y Sociales, UNAM. Correo electrónico: <ilich.emcastellanos@gmail.com>.

Carlos Castro Álvarez obtuvo la maestría en Economía por el Posgrado de Economía de la UNAM con la investigación “Consecuencias económicas de la innovación monetaria: teoría y política monetaria en la era del dinero electrónico y la moneda digital”, el máster en Banca y Regulación Financiera por la Universidad de Navarra y la licenciatura en Finanzas y Banca por la Escuela Bancaria de Comercio (EBC). Correo electrónico: <c.castro003@ebc.edu.mx>.

Karol Gil Vásquez se unió a la Facultad de Nichols en 2013 después de obtener su doctorado en Economía en la Universidad de Missouri-Kansas City (UMKC). Mientras trabajaba en el Instituto de UMKC para el Desarrollo Humano, formó parte del equipo de investigaciones que diseñó la Evaluación de necesidades hispanas de 2013. Es profesora de las materias Principios de microeconomía; Dinero y banca; Principios de macroeconomía; e Inflación, empleo e ingresos. Sus intereses en la investigación se suscriben en economía institucional, antropología del dinero, historia económica, antropología económica, estudios latinoamericanos (historia y economía prehispana y colonial de México) y economía política del crimen organizado. También ha publicado diversos artículos en varias revistas, entre los que destacan: “Una alternativa pluralista: mujeres mexicanas, migración y desarrollo regional” [2011], en *American Journal of Economic and Sociology*; “Remesas, desarrollo regional y política de empleo en México” [2009], en *Revista Economía Informa*, Facultad de Economía, UNAM; e “Inmigración, redes sociales y mercado laboral de migrantes mexicanos: migración mexicana en los Estados Unidos”.

Alicia Girón es coordinadora del Programa Universitario de Estudios sobre Asia y África (PUEAA) desde mayo de 2017; coordinadora del Seminario Universitario de Estudios sobre Asia (2014-2017); investigadora del Instituto de Investigaciones Económicas (IIEc) con licenciatura en Economía por

la Facultad de Economía y maestría y doctorado en Estudios Latinoamericanos por la Facultad de Ciencias Políticas y Sociales. Además se desempeña como tutora de los posgrados en Economía, Estudios Latinoamericanos y Ciencias de la Administración de la UNAM. Sus principales líneas de investigación son economía financiera, particularmente relacionada con los ciclos económicos, crisis financieras, deudas soberanas y sistemas financieros. Ha incursionado en la economía de género y su relación con los circuitos financieros a nivel macroeconómico y de la microeconomía. Directora del IEC (1994-2002) y editora de *Problemas del Desarrollo. Revista Latinoamericana de Economía* durante 2010-2018. Miembro del Sistema Nacional de Investigadores nivel III y Premio Universidad Nacional en el Área de Investigación en Ciencias Económico-Administrativas (2010). Ha coordinado más de 30 libros y participado con más de 100 capítulos y artículos en revistas nacionales e internacionales. Es presidenta de la International Association for Feminist Economics (IAFFE) (2015-2016) y miembro del Alto Panel para el Empoderamiento Económico de las Mujeres de Naciones Unidas (2016-2017).

Camilo Andrés Guevara es candidato a doctor en Ciencias Económicas con la línea de investigación Teoría y pensamiento económico, magíster en Sociología de la Universidad Nacional de Colombia y economista de la Universidad Nacional. Correo electrónico: <caguevarac@unal.edu.co>.

Diego Alejandro Guevara es doctor y maestro en Ciencias Económicas, e ingeniero mecatrónico por la Universidad Nacional de Colombia. Ha realizado trabajo de investigación y docencia con la Universidad Nacional de Colombia y la Fundación Escuela para el Desarrollo; trabajó en el Ministerio de Comunicaciones y la University of Limerick. Además ha desempeñado cargos de docencia en la Universidad Católica

de Colombia, la Universidad de la Sabana, la Pontificia Universidad Javeriana y la Universidad Nacional. Es profesor en la Universidad Nacional de Colombia, sede Bogotá; sus líneas de investigación son: macroeconomía poskeynesiana y modelos SFC, economía de la educación, sistemas dinámicos y control, financiarización de la economía y economía de la educación superior. Correo electrónico: <dieguevarac@unal.edu.co>.

Claudia Maya es doctora en Economía por la UNAM, maestra en Economía por la Universidad de Missouri, Kansas City, y maestra en Finanzas por la Facultad de Contaduría y Administración de la UNAM. Autora de diversos artículos y capítulos de libros en México y el extranjero, además ha participado en distintos coloquios y seminarios nacionales e internacionales. Es miembro de la red North America Research Initiative con American University, Washington. Actualmente se desempeña como investigadora del CISAN y profesora de licenciatura y posgrado de la Facultad de Ciencias Políticas y Sociales, UNAM. Sus líneas de investigación se orientan hacia el estudio de la economía internacional, en particular los cambios en el sistema financiero de América del Norte; financiarización, crisis económicas, moneda y banca, política económica y economía financiera.

Monika Meireles es investigadora del Instituto de Investigaciones Económicas, licenciada en Economía por la Facultad de Economía, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP), maestra en Integración de América Latina por el Programa de Pós-Graduação em Integração da América Latina de la misma universidad y doctora en Estudios Latinoamericanos por el Programa de Posgrado en Estudios Latinoamericanos de la Universidad Nacional

Autónoma de México (PPELA-UNAM). Se desempeña como catedrática de la Facultad de Economía, tutora del Padrón del Posgrado en Estudios Latinoamericanos (maestría y doctorado) de la UNAM, y miembro del Sistema Nacional de Investigadores (SNI I) de Conacyt. Fue la ganadora del Reconocimiento Distinción Universidad Nacional para Jóvenes Académicos (RDUNJA) en el área de investigación en ciencias económico-administrativas de la edición 2019. Sus principales líneas de investigación son economía monetaria heterodoxa, economía marxista y poskeynesiana, teorías del desarrollo en el pensamiento social latinoamericano y financiamiento al desarrollo.

Daniel Alberto Pérez Ruiz es licenciado en Economía por la UNAM; maestro y doctor en la misma disciplina por la Leeds University Business School, University of Leeds. Sus líneas de investigación abarcan: teoría y política macroeconómica, economía monetaria, economía internacional, economía del desarrollo, finanzas internacionales, metodología y econometría aplicada.

Marcia Luz Solorza Luna realizó sus estudios de licenciatura en la Facultad de Economía de la UNAM, y maestría y doctorado en la División de Estudios de Posgrado de la misma facultad. Ha desempeñado labores académicas de docencia e investigación en licenciatura, maestría y doctorado en la misma institución. Los cursos impartidos abordan temáticas vinculadas con los campos de conocimiento de economía financiera e historia económica; moneda; política monetaria, fiscal y financiera; estructura financiera y desarrollo; sistema financiero internacional; política monetaria en países emergentes; intermediación financiera y desarrollo; crisis financiera global; Estados Unidos y Europa. Ha colaborado en 18 proyectos de investigación y ha sido ponente en eventos nacionales e internacionales. Es responsable del proyecto de investigación

“Teorías y políticas monetarias en países en desarrollo: desafíos en los inicios del siglo XXI” (IN302218). Ha tutorado tesis: 16 de licenciatura, 4 de maestría y 1 de doctorado. Es coautora de un libro y autora de cinco capítulos de libro, así como de 15 artículos publicados en revistas arbitradas. Sus líneas de investigación versan sobre las crisis financieras y teoría de fondos contables, mercados de capitales y finanzas del comportamiento, y sistemas financieros en América Latina, Alemania, China y España.

Ismael Valverde-Ambriz es maestro en Economía por la UNAM y estudiante de doctorado en la misma institución. Actualmente funge como profesor de Macroeconomía y Microeconomía en la Facultad de Economía. Ha colaborado en diversos proyectos de investigación con publicaciones en el Colegio de México, la CEPAL, el BID, Nacional Financiera y la FAO, entre otros. Se especializa en los temas de política monetaria, sistema financiero, inversión y balanza de pagos. Es editor en diversas plataformas de difusión económica, como *exploring-economics.org*, en el Institute for New Economic Thinking; forma parte del equipo de trabajo del *Financial Stability Working Group* y colabora como columnista en *Excélsior*.