

EKONOMIAZ

OMIAZ

La 'financiarización' de la economía El fracaso del crecimiento dirigido por las finanzas

III · 2009



EKONOMIAZ

N.º 72 - 3.º CUATRIMESTRE - 2009

EUSKO JAURLARITZA



GOBIERNO VASCO

EKONOMIA ETA OGASUN
SAILA

DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA
Y HACIENDA

Eusko Jaurlaritzaren Argitalpen Zerbitzu Nagusia

Servicio Central de Publicaciones del Gobierno Vasco

Vitoria-Gasteiz, 2010

CONSEJO DE REDACCIÓN / ERREDAKZIO KONTSEILUA

Director / Zuzendaria

Alberto Alberdi Larizgoitia

*Dirección de Economía y Planificación. Departamento de Economía
y Hacienda. Gobierno Vasco*

Subdirector / Zuzendariorde

Javier Gúrpide Ibarrola

*Dirección de Economía y Planificación. Departamento de Economía
y Hacienda. Gobierno Vasco*

Consejo de Redacción / Erredakzioa

Alexander Boto Bastegieta
Ihobe

Carlos Agustín Alvarado García
Universidad de Deusto

Juan Antonio Maroto Acín
Universidad Complutense de Madrid, UCM

Jesús Ferreiro Aparicio
Universidad del País Vasco

Sara De la Rica Goirizelaia
Universidad del País Vasco

Mikel Navarro Arancegui
Universidad de Deusto

Juan Francisco Santacoloma Sanz
Universidad de Deusto

REDACCIÓN Y ADMINISTRACIÓN / ADMINISTRAZIO ETA ERREDAKZIO

Departamento de Economía y Hacienda / Ekonomia eta Ogasun Saila
c/ Donostia-San Sebastián, s/n.

01010 Vitoria-Gasteiz

Teléfonos: 945/01 90 38. Administración

945/01 90 36. Redacción

<http://www1.euskadi.net/ekonomiaz>

SUSCRIPCIÓN ANUAL / URTEKO HARPIDETZA:

Particulares: 18 €. Instituciones y empresas: 30 €.

Precio de un ejemplar: 12 €.

EKONOMIAZ aldizkarian parte hartu nahi dutenek Eusko Jaurlaritzako Ekonomia eta Ogasun Sailera igorri beharko dituzte beren idazlanak.

Erredakzio Kontseilua beretzat gordetzen du jasotako artikulua argitaratzeko eskubidea, aurrez ebaluatzaile anonimo baten edo batzuen iritzia ezagutuko duelarik. Idazlana argitaratzeak ez du, berez, edukiarekiko adostasunik adierazi nahi, beraren erantzunkizuna egilearena eta ez beste inorena izango delarik.

Artikuluak aurkezteko arauen laburpena honako web orri honetan daude: http://www1.euskadi.net/ekonomiaz/articulos_e.asp

EKONOMIAZ aldizkariako artikulua indexatuak dira ondoko datutegietan: CSICeko ISOC eta American Economic Association elkarteak *Journal of Economic Literature*-k argitaratzen dituen JEL CD formatoan, e-JEL eta EconLit, LATINDEX eta DIALNET alertasarean.

EKONOMIAZek (Euskal Autonomia Erkidegoko Administrazioak), EKONOMIAZ aldizkarian argitaratuko diren artikuluen jabetza eskubide guztiak dauzka, zeintzuk Creative Commons . Lizentziaren arabera eraturiko diren.

Todas aquellas personas que deseen colaborar en EKONOMIAZ deberán enviar sus artículos al Departamento de Economía y Hacienda del Gobierno Vasco.

El Consejo de Redacción se reserva el derecho de publicar los artículos que reciba, previo sometimiento a un proceso de evaluación anónima doble. Su publicación no significa necesariamente el acuerdo con el contenido que será de responsabilidad exclusiva del autor.

Un resumen de las normas de presentación de los artículos se puede encontrar en la página web: http://www1.euskadi.net/ekonomiaz/articulos_c.asp

Los artículos de EKONOMIAZ son indexados en las bases de datos ISOC del CSIC y JEL en CD, e-JEL y EconLit del *Journal of Economic Literature* de la American Economic Association, LATINDEX y en la red de alertas DIALNET.

EKONOMIAZ (la Administración General de la Comunidad Autónoma de Euskadi) es la titular de todos los derechos de propiedad intelectual de los artículos originales publicados en EKONOMIAZ, que serán gestionados conforme a la licencia Creative Commons .

Edita: Eusko Jaurlaritzaren Argitalpen Zerbitzu Nagusia
Servicio Central de Publicaciones del Gobierno Vasco
Donostia-San Sebastián, 1 - 01010 Vitoria-Gasteiz

Fotocomposición: RALI, S.A.
Particular de Costa, 12-14, 7.ª - 48010 Bilbao

Impresión: Estudios Gráficos ZURE, S.A.
Carretera Lutxana-Asua, 24-A - Erandio-Goikoa (Bizkaia)

Dépósito Legal: BI 2017-1985

ISSN: 0213-3865

SUMARIO

LA 'FINANCIARIZACIÓN' DE LA ECONOMÍA

El fracaso del crecimiento dirigido
por las finanzas

Coordinadores:
Jesús Ferreiro Aparicio
(Universidad del País Vasco)
Philip Arestis
(University of Cambridge)

Presentación	7	
La actual crisis financiera: ¿el fin de la liberalización financiera?	12	<i>Philip Arestis Carolina Troncoso Baltar Anderson Cavalcante</i>
La macroeconomía de la 'financiarización': un enfoque de etapas del desarrollo	34	<i>Thomas I. Palley</i>
En el corazón del problema: la deuda de los hogares en la banca contemporánea y la crisis internacional	54	<i>Paulo L. dos Santos</i>
Endeudamiento familiar y crecimiento económico: un patrón de crecimiento insostenible	80	<i>Eladio Febrero Paños Óscar Dejuán Asenjo</i>
'Financiarización', o la búsqueda de beneficios en la esfera de la circulación	98	<i>Costas Lapavistas</i>
'Financiarización' en un modelo de estática comparativa de distribución y crecimiento 'postkaleckiano' con coherencia 'stock-flujo'	120	<i>Eckhard Hein</i>
Objetivos empresariales, regímenes de crecimiento macroeconómico y finanzas	140	<i>Thomas Dallery Till van Treeck</i>
La reforma del sistema financiero internacional: las cuestiones núcleo-periferia y el patrón dólar	162	<i>Ramaa Vasudevan</i>
El fenómeno de los 'global imbalances' y la crisis financiera actual	180	<i>Jesús Ferreiro Aparicio Felipe Serrano Pérez</i>
Cambios en la estructura financiera en América Latina: Brasil, México y Argentina	198	<i>Eugenia Correa Vázquez Gregorio Vidal Bonifaz Patricia Rodríguez López</i>
La fallida búsqueda de la estabilidad	224	<i>Matthew Greenwood-Nimmo</i>
Exogeneidad del tipo de interés: teoría, evidencia y temas de política para la economía estadounidense	244	<i>Robert Pollin</i>
Controlar los productos financieros peligrosos mediante un principio de precaución financiera	270	<i>Gerald Esptein James Crotty</i>

PRESENTACIÓN

Existe consenso, tanto entre los economistas académicos como entre las distintas autoridades económicas nacionales e internacionales, en atribuir el origen de la actual crisis económica mundial al comportamiento de los mercados financieros nacionales e internacionales. De hecho, la reordenación y la regulación más estricta de estos mercados financieros y de los agentes que en ella participan se consideran como una condición necesaria y urgente para una pronta y sostenida recuperación económica.

Con ello se rompe con la tendencia de los últimos decenios hacia una liberalización nacional e internacional de los mercados financieros y de capitales y hacia una creciente desregulación de dichos mercados y agentes. Esta estrategia se basaba en la hipótesis (más teórica que empírica, dados los problemas para comprobar empíricamente dicha relación) de que la liberalización y el desarrollo o profundización financiera ejercían un efecto positivo tanto sobre el nivel de la actividad económica como sobre la tasa de crecimiento a largo plazo de una economía, al promover una más eficiente asignación de unos recursos (de capital) crecientes.

Lo cierto es que numerosos estudios y economistas ya habían advertido de que este tipo de políticas no siempre generaban los resultados esperados y que, por el contrario, podían conducir a resultados adversos en forma de crisis cambiarias y bancarias. Sin embargo, estas críticas se circunscribían casi totalmente al caso de las economías en desarrollo y emergentes. Precisamente, se argumentaba que estos resultados adversos se explicaban por la existencia en estos países de sectores y agentes financieros ineficientes, así como por la inexistencia de organismos y procedimientos eficientes encargados de la regulación y su-

pervisión de esos mercados. El corolario era obvio: para beneficiarse de la liberalización financiera las economías debían estar dotadas de un marco institucional similar al de las economías desarrolladas, en especial lo más parecido posible al norteamericano, ejemplo paradigmático de un sector financiero altamente eficiente.

El «tsunami» financiero desatado en el verano de 2007 quebró los cimientos de esta estrategia, ya que la crisis estalló en el centro del sistema financiero mundial: el sistema financiero norteamericano y buena parte de la profesión económica empezó a tratar de explicar qué es lo que había fallado.

Lo cierto, sin embargo, es que desde hacía varios años, sobre todo desde los últimos años de la década de los noventa, diversos economistas habían empezado a analizar críticamente el desarrollo de los sistemas financieros nacionales e internacionales. Algunos economistas, tanto ortodoxos como heterodoxos, empezaron a cuestionarse si los procesos de liberalización financiera internacional generaban de forma efectiva los resultados positivos esperados. Las crisis financieras del Sudeste Asiático y de países como Argentina, Rusia o Turquía hicieron plantearse si la liberalización de los movimientos internacionales de capitales no implicaba un elemento de inestabilidad financiera sistémica a escala global. Por otro lado, el desarrollo del fenómeno de los «desequilibrios globales» y la conversión de los países en desarrollo en exportadores netos de capitales a las economías desarrolladas, ponía igualmente en tela de juicio no sólo la propia sostenibilidad de esa situación sino también los fundamentos teóricos sobre los que se basaban los procesos de liberalización financiera.

En este sentido, desde principios de la presente década, una serie de economistas heterodoxos, marxistas y, fundamentalmente, postkeynesianos empezaron a cuestionar la propia lógica del funcionamiento de los mercados financieros y de capitales. En su análisis, señalaban que el proceso de *financiarización* de las economías capitalistas, entendiendo como tal: 1) el peso creciente de las actividades financieras en las modernas economías de mercado, 2) el aumento en los niveles de endeudamiento de los diversos agentes privados (familias y empresas), y 3) el peso creciente de las variables de naturaleza financiera en los procesos de asignación de recursos por parte de los agentes privados, incorporaba una serie de elementos consustanciales generadores de inestabilidad sistémica en la economía mundial. Esas conclusiones son asumidas hoy en día por la mayoría de los economistas y de responsables políticos.

Sobre estos planteamientos se construye el presente número de la revista *Ekonomiaz*. El número resulta por lo tanto oportuno y pertinente. Oportuno porque surge en un momento de crisis global, en el que apenas empieza a vislumbrarse una salida, y cuando existe un intenso debate, no ya sobre la necesidad de modificar la actual regulación de los mercados y agentes financieros, que no alberga dudas al respecto, sino sobre la naturaleza y profundidad que dicha reforma debe adoptar. Pertinente, por cuanto buena parte de los pilares de la actual teoría económica, macroeconómica y, por extensión, la política macroeconómica de ella derivada están empezando a replantearse. Se produce así un retorno a economistas hasta hace poco relativamente olvidados como Minsky o el propio Keynes, por lo que resulta absolutamente necesaria la recuperación de sus trabajos pioneros, así como los de las corrientes que se inspiraron en ellos.

El primer bloque de artículos lo componen dos artículos que analizan la dinámica histórica del proceso de *financiarización*. El artículo de **Philip Arestis, Carolina Troncoso Baltar y Anderson Cavalcante** plantea que los procesos de liberalización financiera nacional e internacional y las estrategias dominantes de política monetaria basadas en dichos procesos son la raíz de la actual situación de crisis económica mundial. Sólo mediante una nueva regulación más intensa y restrictiva de los mercados y agentes financieros a escala nacional y mediante una nueva arquitectura financiera internacional se sentarán las bases de la ansiada recuperación económica. Por su parte, **Thomas I. Palley** analiza el actual proceso de *financiarización* desde una vertiente histórica, estudiando distintas etapas de desarrollo en las economías capitalistas. Para Palley, el proceso de *financiarización* es un proceso evolutivo y a largo plazo, lo que ayuda a entender por qué se desarrolló de la forma en la que lo hizo sin una correcta evaluación de sus potenciales efectos destructivos, y en ausencia total de sistemas de observación y de medidas correctoras conforme aparecían y se desarrollaban dichos desequilibrios.

El segundo bloque de artículos analiza el fenómeno de la *financiarización* centrándose en los efectos redistributivos de este proceso. El artículo de **Paulo L. dos Santos**, partiendo de un enfoque marxista, analiza cómo el reciente proceso de *financiarización* ha venido acompañado de una transformación del negocio bancario tradicional, el cual se ha orientado en los últimos años a la obtención de beneficios mediante las operaciones financieras, tanto de activo como de pasivo, vinculadas con las familias y los asalariados. El resultado ha sido un endeudamiento sin precedentes de las familias. El excesivo nivel de endeudamiento familiar no es sólo uno de los elementos generadores de la actual crisis, sino que, para Dos Santos, es uno de los factores que pueden contribuir a retrasar la salida de la crisis debido a la necesidad de las familias de reducir sus actuales niveles de deuda mediante el recorte de su consumo.

Por su parte, **Eladio Febrero Paños y Óscar Dejuán Asenjo**, han centrado su artículo en el caso de la economía española. Los autores muestran cómo el aumento en el nivel de endeudamiento familiar ha generado una estructura financiera extremadamente débil, únicamente sostenible mediante el aumento continuo de los préstamos bancarios y el mantenimiento de los tipos de interés a niveles muy bajos. La ruptura de este modelo de sobreendeudamiento continuo implica que el modelo vigente de crecimiento es insostenible, y va a dificultar el retorno a tasas de crecimiento que permita reducir el alto nivel de desempleo generado por la crisis económica.

El trabajo de **Costas Lapavitsas**, al igual que el de Paulo L. dos Santos, comparte la fundamentación marxista de su análisis. Para Lapavitsas el proceso de *financiarización* ha supuesto una redistribución de la actividad económica entre la esfera productiva y la esfera financiera, con un mayor peso de ésta. Los factores financieros desempeñan un papel mayor no sólo en las decisiones de las empresas productivas no financieras, sino también en las de las familias. Para alimentar este proceso, los bancos comerciales se han transformado drásticamente, ejerciendo funciones propias de la banca de inversión al mismo tiempo que reorientan su actividad hacia las operaciones financieras con las familias, siendo este cambio y mezcla de funciones del sistema bancario uno de los generadores de la actual crisis.

El artículo de **Eckhard Hein** adopta una perspectiva teórica postkeynesiana. Partiendo de un modelo *stock-flujo*, Hein analiza el efecto del proceso de *financiarización* sobre la distribución de la renta entre empresas, accionistas, rentistas y trabajadores. La redistribución de la renta entre estos agentes influye de manera decisiva en el nivel de actividad económica, por cuanto el porcentaje de gasto de estos agentes (consumo e inversión) depende de su respectivo nivel de ingresos. El artículo de Hein muestra cómo los efectos, a corto y medio plazo, de la distribución de la renta en términos de crecimiento y estabilidad económica son indeterminados. Por su parte, **Thomas Dallery** y **Till van Treeck**, partiendo de la teoría postkeynesiana de la empresa y de la distinción entre los distintos agentes con intereses en la empresa (*stakeholders*), demuestran que pueden existir diferentes regímenes de crecimiento económico dependiendo del poder relativo de cada uno de estos agentes. Para Dallery y Van Treeck la liberalización financiera y el proceso de *financiarización* han alterado el anterior equilibrio de fuerzas entre estos agentes. En el régimen de capitalismo financiarizado, el aumento de poder de los accionistas ha contribuido a generar un modelo de crecimiento altamente inestable, cuyo resultado es la actual crisis económica

El tercer bloque de artículos aborda la dimensión internacional de los procesos de *financiarización* y liberalización financiera. Para **Ramaa Vasudevan**, el actual sistema monetario y financiero internacional, basado en un patrón dólar flotante ha hecho que la inestabilidad y fragilidad del sistema financiero norteamericano se haya extendido al conjunto de la economía mundial, en general, y de los países en desarrollo de la periferia, en particular, gracias a los procesos generalizados de liberalización financiera implantados en las últimas décadas. Sin embargo, la carga del ajuste de los desequilibrios financieros recae para la autora en los países de la periferia. En este sentido, cualquier reforma de la arquitectura financiera internacional debe introducir elementos de mayor simetría en el ajuste de las economías.

El artículo de **Jesús Ferreiro Aparicio** y **Felipe Serrano Pérez**, por su parte, plantea que la existencia de grandes desequilibrios en las balanzas de pagos introduce elementos de inestabilidad sistémica en la economía mundial. Los elevados flujos de capitales de ciertas economías en desarrollo, China y los países exportadores de petróleo básicamente, hacia las economías desarrolladas con elevados déficit en sus balanzas por cuenta corriente, sobre todo la norteamericana, no pueden ser adecuadamente absorbidos dada la ineficiencia inherente de los mercados de capitales. El resultado es un empleo ineficiente de esta inyección externa de liquidez. Así, para los autores, las estrategias de crecimiento nacional basadas en el consumo interior que originan altos déficit en la balanza por cuenta corriente, o bien las estrategias basadas en las exportaciones que ocasionan altos superávit en la referida balanza son insostenibles.

En el trabajo de **Eugenia Correa Vázquez**, **Gregorio Vidal Bonifaz** y **Patricia Rodríguez López** se detallan las etapas de las reformas estructurales inspiradas en el denominado Consenso de Washington y el comportamiento de los flujos de inversión directa extranjera durante el mismo periodo. Se estudian los resultados en particular de Argentina, Brasil y México, países que concentran la mayor parte de la inversión extranjera directa y de inversión de cartera en la deuda pública de la región y de la inversión de los inversores institucionales. El estudio revela que las nuevas formas de la financiación internacional, como los

mercados de derivados y la acción de los inversores institucionales no han producido en los países estudiados incrementos netos en la financiación de la actividad económica derivados del ingreso de capitales a la región.

El cuarto y último bloque de artículos está relacionado con los aspectos de política económica del fenómeno de *financiarización*. El artículo de **Matthew Greenwood-Nimmo** adopta como punto de partida la hipótesis de inestabilidad financiera planteada por Hyman Minsky. El análisis empírico desarrollado por Greenwood-Nimmo para el caso de Estados Unidos apoya las conclusiones de la referida hipótesis, y señala a la política monetaria seguida por la Reserva Federal norteamericana como una de las principales determinantes de la actual crisis económica y financiera, apuntando a la existencia dentro de la misma de un dilema o *trade-off* entre los objetivos de estabilidad económica y los de estabilidad financiera.

Robert Pollin sostiene en su artículo que los economistas postkeynesianos y buena parte de los economistas ortodoxos aceptan la noción de una oferta monetaria endógena y de unos tipos de interés exógenamente determinados por los bancos centrales. Pollin, sin embargo, argumenta que la capacidad de los bancos centrales, en general, y de la Reserva Federal norteamericana, en particular, para influir en todo el abanico de tipos de interés es muy reducida, máxime en un entorno de creciente liberalización financiera. Para Pollin, un mayor control sobre los tipos de interés, una mayor exogeneidad de los mismos, exigirá una profunda reforma de la regulación actual y una intervención por parte de los bancos centrales más intensa.

Por último, **Gerald Epstein** y **James Crotty** plantean que la única forma de reducir la inestabilidad consustancial del funcionamiento de los sistemas financieros es introducir severos regímenes regulatorios basados en el principio de prudencia financiera y en la inversión de la carga de la prueba. Epstein y Crotty aducen que algunos países, entre ellos España, han aplicado este tipo de principio en sus sistemas de regulación y supervisión bancaria, lo que les ha permitido proteger, al menos en cierta medida, a sus sistemas financieros nacionales de las turbulencias desatadas en el mercado financiero norteamericano. Para Epstein y Crotty, este tipo de regulaciones no tiene por qué tener efectos económicos adversos, pues buena parte de los procesos de innovación financiera, lejos de contribuir al crecimiento económico y a la productividad, han producido asignaciones ineficientes de recursos tanto en su dimensión económica como social, negando la idea de una relación directa entre innovación financiera y bienestar social, o crecimiento económico.

La actual crisis financiera: ¿el fin de la liberalización financiera?

La crisis financiera reciente ha puesto en tela de juicio el papel de la política monetaria al mismo tiempo que se han reabierto los debates acerca de una nueva regulación y la necesidad de los controles prudenciales de la actividad bancaria. Este artículo señala que los orígenes de la actual crisis financiera pueden explicarse por dos elementos interrelacionados que han venido funcionando desde la década de los setenta: las políticas de liberalización financiera implantadas tanto en las economías desarrolladas como en desarrollo y la política monetaria basada en la macroeconomía del llamado nuevo consenso. Esta nueva política estaba centrada en la política monetaria, con la casi total desaparición de la política fiscal, y, en concreto, su instrumentalización mediante los continuos cambios en los tipos de interés como forma de controlar la inflación. El efecto de ambas actuaciones ha sido crear una liquidez y una deuda familiar en las principales economías mundiales, en particular en EE.UU. y el Reino Unido de una magnitud extraordinaria, que está en el origen de la actual crisis.

Duela gutxiko finantza-krisiak zalantzan ipini du moneta-politikaren eginkizuna eta, aldi berean, berriro ireki dira erregulazio berriari eta banku-jardueraren zentzuzko kontrolen beharrari buruzko eztabaidak. Artikulu honek dio gaur egungo finantza-krisiaren jatorria hirurogeita hamarrekota hamarkadatik dauden eta elkarren artean lotuta dauden bi elementuren bitartez azal daitekeela: garatutako zein garapen-bideko ekonomietan ezarrita dauden finantza liberalizazioko politikak, eta adostasun berria izenekoaren makroekonomian oinarritutako moneta-politika. Politika berri hori moneta-politikan zegoen oinarrituta, eta ia guztiz desagertu zen zerga-politika; halaber, interes-tasetako etengabeko aldatketen bitartez gauzatzen zen bereziki, inflazioa kontrolatzearren. Bi jardueren ondorioz, likidezia eta familia-zor oso handiak sortu dira munduko ekonomia nagusietan, batez ere AEBetan eta Erresuma Batuan, ikaragarriak izan baitira, eta horixe izan da gaur egungo krisiaren jatorria.

The current financial crisis has called the role of the monetary policy into question and has also re-opened the debates about a new regulation and the need of prudential controls of banking activity. This paper argues that the origins of the current crisis can be found in two interrelated elements that have been operating since the decade of the seventies: the financial liberalization policies implemented in developed and developing economies, and the economic policy based on the new consensus in macroeconomics. This new macroeconomic policy was focused on the monetary policy, with the downgrading of fiscal policy, and in the use as a main instrument of the continuous changes in the interest rates in order to control inflation rates. As a result, a huge and unprecedented liquidity and household borrowing has been generated in the main world economies, mainly in the USA and the United Kingdom, that is in the origin on the current crisis.

ÍNDICE

1. Introducción
 2. El contexto subyacente: sistema financiero y crecimiento económico
 3. La 'represión' y la liberalización financiera
 4. Las políticas monetarias actuales
 5. Resumen y conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: liberalización financiera, crisis financiera, crecimiento económico.

Keywords: financial liberalisation, financial crisis, economic growth.

N.º de clasificación JEL: E42, E44, E52.

1. INTRODUCCIÓN

El mundo ha afrontado recientemente una crisis financiera como consecuencia de una intensa acumulación de deuda y de activos por parte de las familias. El gasto de las familias ha sido más sensible a los cambios en los tipos de interés a corto plazo, lo que ha hecho que la actuación de la política monetaria sea más sutil y relevante. Por ello, los debates acerca de la regulación y los controles prudenciales se han hecho de nuevo extremadamente necesarios. La experiencia muestra cómo tras la Gran Depresión muchos países adoptaron diversas medidas con objeto de prevenir la inestabilidad financiera. En este contexto, Arestis y Basu (2003) mantienen que «se reconoció que para prevenir ésta última, era necesario controlar los flujos financieros cuya natura-

leza era puramente especulativa y asegurar que la posible expansión en el gasto agregado en el lado productivo de la economía no estuviera restringida por insuficiencias en los flujos financieros. De ahí que las regulaciones dentro de las fronteras nacionales adoptaron la forma de medidas para prevenir los flujos financieros guiados fundamentalmente por la actividad especulativa» (p. 2). El propósito de esas regulaciones era generar estabilidad financiera y asegurarse de que el crédito se asignara eficientemente a la industria y al comercio. La ineficacia de esas intervenciones a la hora de generar la eficiencia asignativa en el sector financiero hizo que un país tras otro desregularan sus sectores financieros (Arestis y Basu, *op. cit.*). Se entendió que era la propia intervención gubernamental la que distorsionaba la determinación del precio de

los préstamos, afectando negativamente la asignación del crédito y del ahorro.

Se destacó la importancia de los servicios financieros en el crecimiento económico y el desarrollo del mercado financiero fue propuesto como una alternativa a la «represión financiera» y a la intervención pública en la asignación del crédito. En esta última, el Banco Central y el Gobierno controlaban el nivel de los tipos de interés, e indirectamente los sistemas bancarios y financieros quedaban regulados, dirigiendo el crédito a sectores y objetivos determinados (Arestis, 2008). La tesis de la liberalización financiera defendía la eliminación de los topes a los tipos de interés y de las políticas de control del crédito para así alcanzar una asignación más eficiente del crédito (Arestis, 2008), lo que aumentaría la cantidad y calidad de las inversiones. Además, permitiría al acceso al capital internacional hasta entonces no disponible. El resultado final sería una mayor inversión, lo que incrementaría el crecimiento económico.

La literatura sobre el crecimiento y el desarrollo ha estado largo tiempo dedicada a estudiar los determinantes del crecimiento en diferentes lugares. La mayoría de los estudios más recientes no sólo han apoyado las investigaciones habituales sobre la relación capital-trabajo-producción, sino que también han ampliado el alcance de dichos estudios. La literatura del crecimiento muestra una creciente preocupación por otros determinantes del crecimiento, como los niveles de capital humano y de desarrollo institucional. La búsqueda de perspectivas más amplias del crecimiento económico ha contribuido a aumentar la importancia del sistema financiero como un nuevo parámetro en ese marco. Una profunda investigación de las causas del crecimiento económico permitiría una mejor comprensión

de los mercados y de las instituciones financieras. Entender la forma en la que operan los mercados financieros es una herramienta importante para analizar los fenómenos económicos. Si el sistema financiero resulta tan importante para el crecimiento económico, entonces la mejora de las instituciones financieras se convierte en un imperativo para el funcionamiento del sistema económico. Esta es la idea que subyace tras las políticas de liberalización financiera.

La hipótesis de este artículo es que los orígenes de la actual crisis financiera pueden explicarse por dos elementos interrelacionados que han estado operando desde la década de los setenta. El primer elemento hace referencia a políticas de liberalización financiera apoyadas por el nexo finanzas-crecimiento que se implantaron tanto en las economías desarrolladas como en las economías en desarrollo. El segundo elemento es la política económica incorporada en la macroeconomía del llamado nuevo consenso adoptada por numerosos países. Esta nueva política está centrada en la política monetaria, con la casi total desaparición de la política fiscal, y, lo que es aún más importante, ha estado basada en los continuos cambios en los tipos de interés como forma de controlar la inflación. El efecto de ambas actuaciones fue la creación de un extraordinario volumen de liquidez y deuda familiar en las principales economías mundiales, en particular en Estados Unidos y el Reino Unido, cuya magnitud ha resultado a la postre insostenible y dado lugar a la crisis actual. Este artículo toma como referencia ambas actuaciones para proporcionar una posible explicación de los orígenes de la actual crisis. Finalmente, se sugiere que el protagonismo de ambos elementos en la gestación de la crisis global

puede llegar a producir el hundimiento definitivo de la tesis de la liberalización financiera, y de sus políticas asociadas, tal y como la hemos conocido desde los años setenta.

El artículo comienza en la sección segunda con una discusión del marco teórico que sustenta la relación entre los sistemas financieros y el crecimiento económico, seguida en la sección tercera de un repaso de los argumentos relacionados con las políticas de liberalización financiera. A continuación, en la sección cuarta se plantea que la actual política monetaria es una potencial causa de la actual crisis financiera. La sección quinta presenta las conclusiones del artículo.

2. EL CONTEXTO SUBYACENTE: SISTEMA FINANCIERO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

Se puede considerar como punto de partida de la discusión que la literatura económica proporciona diferentes visiones sobre las funciones del dinero y de los sistemas financieros. Ciertas teorías ni siquiera consideran que el dinero y los sistemas financieros desempeñen un papel activo en su marco analítico. En un mundo «ideal» sin asimetrías ni rigideces nominales o reales, los sistemas financieros operan como simples intermediarios entre el ahorro y la inversión. Cuanto mejor funciona el proceso de intermediación financiera menos efectos genera éste en el sistema económico. No obstante, si algunos supuestos teóricos se «relajan» o se hacen más realistas, no sólo pueden plantearse importantes interferencias en las funciones de los sistemas financieros, sino que incluso pueden surgir nuevas ideas que ayuden a investigar la relación realmente existente entre el sistema financiero y el desarrollo económico.

Si se adopta un punto de vista diferente a la hora de concebir la economía, uno de los principales aspectos que pueden abordarse es el hecho de que los agentes económicos operan con frecuencia en un entorno de incertidumbre. Si en un sistema económico se incluye la carencia de información como un rasgo importante, el papel que desempeñan los sistemas financieros en este entorno cambia drásticamente. En general, pueden plantearse dos grandes enfoques a la hora de abordar el papel desempeñado por el sistema financiero en la economía. El primero adopta la incertidumbre como elemento esencial: los agentes económicos afrontan la ausencia de información, y a la hora de tomar decisiones confían únicamente en el conocimiento previo y en el comportamiento habitual¹. El segundo enfoque plantea que los mercados son instituciones imperfectas y que los agentes tienen que tratar con problemas de información asimétrica². En este enfoque la incertidumbre se considera como un simple riesgo probabilístico. El sistema financiero es responsable de corregir dichas asimetrías a fin de mejorar la asignación de recursos, incrementar la eficiencia financiera y acelerar el crecimiento económico.

No es el propósito de este artículo abordar los enfoques teóricos alternativos sobre el papel de las instituciones financieras en el sistema económico. Lo que haremos es reflejar el primer enfoque, ya que es el que está relacionado con las políticas de liberalización financiera y sus resultados.

Al menos inicialmente, este trabajo no se centra en los pormenores de una discusión

¹ Davidson (2002); Chick (1986); Dow (1993).

² La mayoría de los trabajos contemporáneos tienen sus raíces en los trabajos de Levine (1992) y King y Levine (1993). Pagano (1993) recuerda la importancia de anteriores trabajos para el actual debate.

teórica, sino en los mecanismos operativos del sistema financiero. Este planteamiento inicial evitaría las diferencias teóricas antes comentadas al considerar el sistema financiero en sus elementos más básicos: el sistema financiero es considerado como el grupo de instituciones económicas vinculadas con la provisión de servicios financieros, incluida la asignación de capital, de productos financieros, y con la movilización del ahorro. El objetivo de este concepto, aparentemente independiente, es la simplificación de la discusión.

La literatura económica ha destacado la importancia del sistema financiero para la economía. Basándose en una perspectiva histórica, Rousseau (2003) muestra cómo diferentes episodios de crecimiento económico han sido impulsados por el desarrollo financiero. Más concretamente, Rousseau usó series históricas de datos para estudiar la relación entre el desarrollo del sistema financiero y la economía en Holanda (1600-1794), Inglaterra (1700-1850), Estados Unidos (1790-1850) y Japón (1880-1913). El estudio muestra que al sector financiero le cupo una parte muy importante en cada una de las expansiones analizadas.

También desde una perspectiva histórica Gerschenkron (1962) destaca la importancia que el sistema financiero tiene en el desarrollo, especialmente en los países subdesarrollados. Según Gerschenkron «todas las tendencias básicas inherentes al desarrollo industrial de los países más atrasados han sido ampliamente remarcadas y reforzadas por comportamientos deliberados de los bancos» (p. 15). El autor también ha señalado que, además del requisito de una actitud social favorable al desarrollo (y también a la aceptación de nuevas instituciones favorables al desarrollo opuestas a aquellas que lo impedían),

los países subdesarrollados que carecen de sistemas de acumulación de capital deberían confiar en un sistema bancario que se plantee la asignación eficiente de recursos como una de las formas de promover la inversión. El principal interés de Gerschenkron (*op. cit.*) era comprender las características históricas de desarrollo de países como Alemania, Francia, Italia y Rusia. La comparación de estos países con el Reino Unido le permitió concluir que para que los países se desarrollen deben confiar en el desarrollo bancario como un desencadenante del desarrollo económico. Como afirma Gerschenkron (*op. cit.*):

La industrialización de Inglaterra se ha desarrollado sin una sustancial utilización de la banca para propósitos de inversión a largo plazo [...] Por el contrario, en un país relativamente retrasado el capital es escaso y difuso, el recelo de las actividades industriales es considerable, y, por último, hay una gran preocupación por el tamaño a causa del alcance del movimiento industrializador, el mayor tamaño medio de las plantas, y la concentración de los procesos de industrialización en sectores con ratios relativamente elevados de capital/output (p.14).

Las anteriores referencias muestran claramente que los sistemas financieros son un elemento esencial del sistema económico. El tema ya era relevante en las obras de Keynes (1936), pero la revisión hicksiana de ésta ha relegado las instituciones financieras a un papel secundario. No obstante, la agenda investigadora sobre las finanzas y el crecimiento fue parcialmente restaurada por una corriente de trabajos surgida del debate sobre los aspectos monetarios del modelo macroeconómico keynesiano. Esta agenda fue básicamente desarrollada por autores como Gurley y Shaw (1955), Patrick (1966), Goldsmith (1969), Shaw (1973)

y McKinnon (1973)³. El trabajo de Gurley y Shaw (1955) es una revisión del modelo macroeconómico keynesiano (en su versión estándar hicksiana), que según ellos utiliza conceptos monetarios limitados. Los autores suponen que, considerando un mayor abanico de activos (fondos prestables) que los normalmente utilizados hasta entonces (dinero y bonos), las funciones de intermediación de los sistemas financieros se convierten en un factor crucial en la determinación de la actividad económica. La función de intermediación es la idea principal que se encuentra en la mayoría de los estudios sobre finanzas y desarrollo de las dos últimas décadas.

El concepto de desarrollo financiero como la «institucionalización del ahorro y la inversión», utilizando las palabras de Gurley y Shaw (1955), es recogido por Patrick (1996). Éste planteó cuestiones de causalidad al distinguir el papel desempeñado por el sistema financiero en el desarrollo según sea dirigido por la demanda o por la oferta. Las definiciones de causalidad de Patrick y la caracterización básica de los mecanismos de las instituciones financieras en el estímulo al crecimiento han sido tenidas en cuenta en buena parte de las discusiones recientes sobre los mercados financieros. De hecho, la definición de los servicios financieros se sigue considerando válida, y como plantea Patrick (1966):

[...] bajo condiciones de mercados óptimos, el sistema financiero obtiene demandas a los recursos que proporciona al usuario más eficiente. Esto da lugar a la asignación más eficiente de la inversión. [...] las instituciones financieras pueden lograr economías de escala en los costes de transferencia del ahorro a los inversores mediante la agrupación de riesgos de

impago de las unidades de gasto deficitarias determinando las condiciones más apropiadas de emisión, y mediante su implicación en las transacciones entre unidades de ahorro y gasto, que difieren en su localización, en su tamaño, o en otras características (pp. 182-183).

A pesar de algunas conclusiones controvertidas relativas al desarrollo de la banca japonesa como un ejemplo demostrativo de sus ideas, Patrick (*op. cit.*) sugiere algunas medidas interesantes de política (especialmente para un artículo fechado en 1965). En un trabajo enmarcado en las ideas liberales en boga por entonces, señaló que los países en desarrollo deberían evitar adoptar mimeticamente políticas monetarias dictadas por la experiencias de los países desarrollados, que las instituciones financieras deberían estar respaldadas por un prestamista institucional de última instancia, y que el gobierno debería actuar directamente en la promoción de una asignación de activos socialmente deseada.

Sin embargo, estas recomendaciones no eran idénticas a las defendidas por Gurley y Shaw (1955). Estos consideraban a la intermediación financiera como un proceso independiente que afecta al crecimiento económico, y sus recomendaciones iniciales eran que los gobiernos deberían usar la política monetaria de acuerdo con la gestión de la deuda pública, ya que las altas o bajas tasas de crecimiento económico podían afectar al sistema financiero de forma diferente. Así, para ambos autores, la expansión monetaria debe ser menor que el crecimiento económico si el objetivo era diversificar la demanda; por el contrario, si el objetivo es satisfacer la demanda de transacciones, entonces la política monetaria debería ser expansiva para compensar los efectos de la creciente capacidad productiva y de la mayor deuda sobre la propensión

³ Fry (1988) proporciona una extensa revisión de estos estudios.

al gasto. El papel del banco central debe ser el de controlar la política monetaria teniendo en cuenta a los déficit públicos, haciéndolos lo más bajos posible, ya que elevados déficit pueden afectar a las decisiones de cartera de los bancos, ampliando los efectos de la política monetaria y también reduciendo la eficiencia del sistema financiero en la intermediación del proceso de crecimiento económico.

Sin embargo, el mencionado control monetario no es la mejor política ya que un sistema financiero sofisticado puede crear activos financieros en respuesta a dicho control. La política alternativa sería el control financiero. En palabras de Gurley y Shaw (*op. cit.*) «[...] el control financiero, como sucesor del control monetario, regularía la creación de activos financieros en todas las formas que compiten con los activos de las carteras de las unidades de gasto. La «financiación cara» y la «financiación barata» son las secuelas del «dinero caro» y del «dinero barato» (p. 537, las itálicas son nuestras). En este sentido, el control financiero crearía asimetrías entre distintos grupos de intermediarios financieros. Al regular los mercados financieros, los gobiernos reducirían los incentivos para crear innovaciones financieras, lo que, entre otras cosas, generaría racionamiento del crédito y menores perspectivas de crecimiento. Por lo tanto, las mejores acciones gubernamentales serían, por un lado, la relajación de las restricciones legales para evitar estructuras desequilibradas en los mercados financieros, y, por otro, la minimización de la interferencia pública en la fijación de los precios de los activos (tipos de interés). Volveremos sobre este punto en la siguiente sección.

Estos trabajos iniciales sobre la relación entre los sistemas financieros y el crecimiento se preocupaban básicamente del

marco teórico que respaldaba las políticas públicas dirigidas a mejorar los canales financieros. El primer sustento empírico relevante lo proporcionó Goldsmith (1969) en un estudio que analizaba varios casos de desarrollo financiero. Su trabajo consistía en una evaluación de indicadores y variables económicas y financieras en un lapso de más de 50 años, siendo pionero no sólo en desarrollar nuevas formas de medir el desarrollo financiero sino también en describir cómo se desarrollaban los fenómenos financieros. El trabajo consolidó el concepto de «profundización financiera». Arestis *et al.* (2003) recuerda que Goldsmith (*op. cit.*) es uno de los primeros autores en destacar las dificultades que se plantean en el análisis de los diferentes determinantes del crecimiento en países con tasas similares de crecimiento.

Los estudios empíricos de los sistemas financieros han florecido tras los desarrollos del modelo de crecimiento de Solow-Swan. Estas propuestas consideran al crecimiento tecnológico endógenamente determinado por proporciones crecientes de capital. El modelo de crecimiento endógeno, tal y como lo plantean Lucas (1988), Romer (1989, 1990) y Barro (1991), es una estructura adecuada para valorar el papel de los sistemas financieros en el crecimiento económico. Dado que se considera al progreso técnico como endógeno y que las instituciones financieras son por naturaleza intermediarias en el proceso, entonces lo que resulta relevante es cómo el desarrollo financiero exógeno puede mejorar los lazos entre la tecnología, el capital y la acumulación de la renta en los procesos reales. Levine (1992) presenta los fundamentos básicos de este proceso finanzas-crecimiento de forma más matemática y precisa para así cumplir con los requisitos de la moderna

modelización. Puede afirmarse de manera genérica que, para Levine (*op. cit.*), el sistema financiero puede paliar *shocks* de productividad y problemas de liquidez al proporcionar servicios financieros específicos (diversificación de carteras y activos líquidos). Así, el sistema financiero mejora los canales de inversión a través de los cuales las empresas podrían aumentar sus ratios de inversión, productividad y crecimiento.

Sin embargo, el núcleo de la agenda de investigación actual es una serie de trabajos de investigación que engloban y verifican una serie de parámetros que tienen que ver con las asimetrías de los mercados financieros y con los consiguientes efectos sobre el crecimiento. De esta forma, la contribución del sistema financiero al crecimiento ha sido repetidamente reevaluada, principalmente por trabajos como los de King y Levine (1993), Levine (1997, 1999, 2002, 2003) y otros estudios similares, como los de Levine y Zervos (1996, 1998), Demirgüç-Kunt y Levine (1996, 2001) y otros trabajos similares relacionados con las preocupaciones del Banco Mundial sobre el crecimiento de los países y las diferencias institucionales.

Básicamente, estos trabajos constituyen intentos de modelar y probar empíricamente el nexo entre el sistema financiero y el crecimiento económico al combinar los modelos de crecimiento endógeno con los parámetros de desarrollo del sistema financiero. El tipo de estructura evaluada determina las diferencias entre los estudios. El conjunto está completamente determinado: los trabajos se basan en una teoría finanzas-crecimiento con recomendaciones predefinidas de política que dan forma a la estructura básica del modelo, lo que proporciona el apoyo necesario para la investigación empírica. Por desgracia, el modelo

carece de una investigación completa del funcionamiento de las estructuras e instituciones del mercado financiero. No obstante, parte de la discusión de la literatura intentó cubrir esta brecha teórica y valorar las diferencias entre las estructuras financieras basadas en el mercado y las basadas en los bancos, una idea inicialmente planteada por Gerschenkron (1962) y posteriormente discutida por Zysman (1983).

La visión basada en los bancos destaca el papel positivo de los bancos en la movilización de los recursos, en la identificación de buenos proyectos, el control de los gestores y la gestión del riesgo (Levine 1997, 2000). Los bancos tendrían una capacidad mayor que los mercados para controlar de manera efectiva el desarrollo financiero; además pueden tratar mejor los «problemas de agencia»⁴ y el cortoplacismo inherente (Singh, 1997). Como una visión en principio alternativa, los defensores de las estructuras basadas en el mercado plantean que unos mercados que funcionen bien impulsan el crecimiento económico al mejorar el gobierno empresarial, facilitar la gestión del riesgo y diversificar e individualizar los mecanismos de gestión del riesgo (por ejemplo, Levine, 2002; Beck y Levine, 2004)⁵.

Demirgüç-Kunt y Levine (2001) investigan estas diferentes visiones. Su estudio concluye que lo que importa es si el sistema financiero desarrolla o no servicios financieros. Los resultados empíricos apoyan

⁴ Problemas de agencia (y visión a corto plazo) se denomina a los conflictos de intereses que pueden surgir entre los dueños de una empresa (accionistas) y sus directivos y gestores donde los dueños pueden primar más el largo plazo (supervivencia y beneficios sostenibles) que la mera búsqueda de maximización del beneficio a corto plazo. N. del E: perseguida por los gestores.

⁵ Para un análisis de las carencias de ambos planteamientos, véase Rajan (1992), Morck and Nakamura (1999), Weinstein and Yafeh (1998), Bhidé (1993).

el enfoque conjunto de los sistemas basados en el mercado y en los bancos, lo que denominan como la «visión de los servicios financieros»; el argumento es que:

[...] la teoría afirma que los contratos, los mercados y los intermediarios financieros surgen para reducir los costes de información y transacción y por lo tanto proporcionan a la economía servicios de análisis e información financiera que facilitan el escrutinio de las empresas antes de que éstas se financien, el control de las empresas tras su financiación, el control del riesgo tanto de los propios proyectos como de su liquidez, y el intercambio de bienes, servicios y financiación» (Demirgüç-Kunt y Levine, 2008, p. 3).

El enfoque de los servicios financieros pone el acento en que los sistemas financieros, en su conjunto, proporcionan los servicios financieros esenciales que son cruciales para la creación de empresas, la expansión industrial y el crecimiento económico. La división entre bancos y mercados en la provisión de estos servicios es, sin embargo, de importancia secundaria. Este es el argumento básico de Beck *et al.* (2001), quienes muestran que los datos nacionales, sectoriales y de empresas individuales no aportan evidencias que apoyen la división entre los enfoques basados en la financiación por los bancos o por el mercado. La separación previa de los países en función de su estructura financiera no explica las diferencias halladas en el crecimiento a largo plazo del PIB, su actividad industrial, la creación de nuevas empresas, el uso por las empresas de fondos externos, o incluso el crecimiento empresarial⁶.

⁶ Estos resultados son corroborados por otros estudios: Levine (2000) muestra que la estructura financiera per se no es ni un buen predictor del crecimiento del PIB per cápita ni de la acumulación de capital, ni del crecimiento de la productividad o de la tasa de ahorro; Beck y Levine (2002) muestran que los sectores financieramente dependientes no crecen relativa-

A pesar de toda la evidencia reunida alrededor de la visión de los servicios financieros, el resultado global es el fracaso en la conexión del crecimiento económico con los diferentes tipos de estructuras financieras y, de hecho (y más importante), resulta ser un intento fallido de desarrollar una explicación del crecimiento económico (efecto) basada en la estructura financiera (causa). El rechazo de la existencia de diferentes efectos de las estructuras financieras y la consiguiente homogeneización de los parámetros sólo puede llevarse a cabo especificando los aspectos institucionales de los países. Estos fueron incluidos en los trabajos relativos a la relación entre finanzas y desarrollo mediante indicadores de cumplimiento de la legalidad (La Porta *et al.*, 1997; Demirgüç-Kunt y Maksimovic, 1998; y Beck *et al.*, 1995) y de protección de los acreedores (Djankov *et al.*, 2007). Estos elementos fueron denominados como el enfoque del «derecho y las finanzas», que destaca el sistema legal como el principal determinante de la eficiencia de las instituciones financieras (La Porta *et al.*, 1997, 1998, 1999). Este planteamiento afirma que las diferencias en las normativas reguladoras entre países deben considerarse en las investigaciones del nexo finanzas-crecimiento. La Porta *et al.* (2000) también rechaza el debate entre las visiones basadas en los bancos y el mercado. Así, los sistemas legales que protegen de manera genuina a los inversores externos (tanto a los tenedores de acciones como de deuda) son los que pro-

mente más rápido en ninguna de las estructuras financieras) Demirgüç-Kunt y Maksimovic (2002) usan datos de empresas para confirmar que los valores predichos por los recursos propios de las empresas y el endeudamiento a corto plazo son de mayor importancia en el proceso de crecimiento. En resumen, todos estos trabajos rechazan la separación previa de las estructuras financieras en favor de una aproximación global al tema del desarrollo financiero.

mueven el desarrollo financiero global. La eficiencia del sistema legal está entonces positivamente relacionada con la innovación y el crecimiento.

Estos resultados también cambiaron la agenda investigadora. Como la atención de los factores determinantes del crecimiento se desplazó desde las diferentes estructuras (y sus conexiones) a las instituciones reguladoras y financieras, las principales investigaciones se dirigieron a las cuestiones de la causalidad. Nuevas técnicas estadísticas y medidas más precisas de indicadores y variables han sido incorporadas a los estudios en un intento de apoyar una dirección determinada de causalidad entre las finanzas, la regulación y el desarrollo. Dado que no se ha descartado por completo la neutralidad de las instituciones financieras respecto al crecimiento y que los resultados sobre los patrones de causalidad entre desarrollo financiero (bancos y mercados) y crecimiento no son concluyentes, el debate y la investigación siguen abiertos.

Esta creciente preocupación sobre los vínculos entre las finanzas, su adecuada regulación y el desarrollo guardan relación con la temprana teoría del desarrollo de Schumpeter (al menos en su referencia al sistema financiero). En general, de acuerdo con Schumpeter (1934) el desarrollo del sistema económico se desencadena por un proceso de innovación. El desarrollo económico se fundamenta tanto en la existencia de un emprendedor que anticipa las mejoras en los sistemas de producción como en el banquero que proporciona el crédito para que la innovación sea implantada.

En el mismo sentido, Arestis, Chortareas y Desli (2006) suponen que el desarrollo financiero afecta al crecimiento al mejorar la

tecnología y la eficiencia de la producción. En resumen, la influencia del desarrollo financiero sobre la productividad total de los factores (PTF) se desarrolla a través de varios canales: reduce los costes de adquisición de información y de realización de transacciones; permite una mejor asignación de recursos al usar una información más adecuada sobre el control de la producción; el *learning-by-doing* podría mejorar las decisiones de préstamo; mejora la disponibilidad de activos líquidos estimulando con ello la inversión en actividades de alto rendimiento al reducir los costes y los riesgos (lo que facilita la gestión del riesgo); reduce las imperfecciones de mercado y las restricciones al préstamo; promueve el desarrollo de mercados financieros conexos, lo que puede a su vez promover el desarrollo financiero al financiar más actividades innovadoras que pueden generar ganancias de productividad adicionales; y, finalmente, el efecto del desarrollo financiero sobre la PTF también permite a más agentes el protegerse, comerciar y agrupar riesgos.

El enfoque schumpeteriano también es evidente en trabajos como los de Arestis y Demetriades (1997, 1998), Arestis, Demetriades y Fattouh (2003), y Luintel *et al.* (2008). Estos estudios revisan trabajos contemporáneos abordando los problemas derivados de la homogeneidad de los parámetros de los países y la relación específica entre las finanzas y el crecimiento económico. También apuntan que las mejoras metodológicas deberían realizarse en las regresiones transversales (*cross-country*) para evitar resultados equívocos e interferencias. Además, algunos problemas relacionados con la determinación de políticas (sobre todo, las relativas a la liberalización financiera) pueden surgir en respuesta a diversos

resultados de la relación finanzas-crecimiento.

Con un enfoque más detallado, Luintel *et al.* (*op. cit.*) descubren que, entre otras cosas, las estructuras financieras son realmente importantes para el crecimiento económico y que cuando se investigan países concretos para evitar la homogeneidad de parámetros, aparecen dinámicas diferentes, específicas de cada nación. Estos resultados llevan a la importante conclusión de que las políticas financieras necesitan estar estrechamente conectadas con las especificidades de cada país.

Las cuestiones relativas a la determinación de la causalidad entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico son los principales puntos discutidos en Demetriades y Hussein (1996) y en Arestis y Demetriades (1997). Sin embargo, especialmente en el último, se plantea un importante argumento contra las políticas financieras liberales. Ambos trabajos suponen que la mala especificación de los modelos y el uso de herramientas estadísticas inapropiadas son responsables de los resultados erróneos obtenidos. Los países muestran diferentes características y estructuras institucionales que afectan profundamente a la relación entre finanzas y crecimiento. Basado en ello, Arestis y Demetriades (1997) van más allá y se plantean la validez de los supuestos efectos beneficiosos causados por las políticas homogéneas de liberalización financiera que se han aplicado en países muy diferentes. En Arestis *et al.* (2003), el alcance de la investigación se amplía al tener en cuenta a más países y al incluir importantes variables de control que tengan en cuenta las restricciones al tipo de interés, restricciones a las entradas de capitales, los requisitos de reservas y liquidez y los requisitos de adecua-

ción de capital. De nuevo, la variación en los resultados para los países considerados es un indicador de la importancia que tiene incorporar características institucionales específicas de cada país. Esta conclusión también alerta de los diferentes (y en ocasiones negativos) resultados de las políticas uniformes de liberalización financiera en diversos países.

Esta sección ha desarrollado la primera parte de nuestra discusión. En cuanto a la teoría de la relación entre el sistema financiero y el crecimiento económico, la mayoría de los estudios ha considerado el papel de la intermediación como la principal función de conexión entre estos sistemas. Podemos decir que desde que aparecieron en los sesenta y setenta los primeros trabajos sobre la línea contemporánea dominante de análisis, siempre hubo consideraciones políticas sobre la mejor forma de promover el desarrollo financiero. El surgimiento de un nuevo aparato modelizador a finales de los años ochenta dio origen a una ronda de trabajos empíricos para corroborar las hipótesis anteriores. Las nuevas políticas relativas a la mejor forma de maximizar la eficiencia de las instituciones financieras, esto es, de acrecentar el crecimiento, son una parte integral de la agenda de desarrollo de todos los países. Lamentablemente, la visión liberal ha dominado los debates académicos y determinado los nuevos desarrollos de la agenda investigadora; esta visión ha diseminado la idea de que los sistemas financieros sólo pueden funcionar eficientemente si no existe interferencia gubernamental. Por lo tanto, antes de plantear los orígenes de la actual crisis financiera, debemos definir de manera precisa lo que es la liberalización financiera. Este es el tema central de la siguiente sección.

3. LA 'REPRESIÓN' Y LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA

La separación entre segmentos del mercado financiero y los controles de los movimientos de capital entre países fueron aspectos clave de la regulación pública de la competencia en el sector financiero. Desde la Segunda Guerra Mundial, esta regulación ha tratado de dar estabilidad al sistema financiero, permitiéndole financiar el consumo, la producción y la inversión de manera simultánea. El balance de esta regulación pública de la competencia en el sector financiero ha sido incuestionablemente exitoso: una inflación baja que fue decisiva a la hora de acelerar el crecimiento económico de los años cincuenta y sesenta; junto a una larga estabilidad financiera. Pero la efectividad de esa regulación se debilitó en los años setenta a la vista de la mayor inestabilidad en el sistema financiero y en la actividad económica, de un menor crecimiento económico y de una mayor inflación.

La pérdida de eficacia dio lugar a numerosas controversias sobre la regulación pública del sector financiero. La línea de pensamiento que prevaleció guió los cambios en los aspectos legales e institucionales del sector financiero bajo la premisa de que la interferencia estatal «reprimía» el desarrollo de las actividades financieras. Esta premisa estaba incorporada en la hipótesis de que el libre mercado es eficiente, y que la competencia es capaz de solventar por sí misma los problemas relacionados con la ausencia de información completa y con los costes de transacción, sobre todo con la ayuda de los desarrollos en las tecnologías de la información, en el almacenaje, procesamiento y comunicación de datos. La reforma propuesta consistió en eliminar la represión de la actividad financiera, la separación de los

segmentos comercial, de inversión y asegurador del negocio bancario, y de los controles de movimientos de capitales entre países, todo lo cual debería desaparecer para siempre. Además, se permitió que la iniciativa privada y la competencia en esas actividades pudieran desarrollarse libremente. La liberalización financiera no significaba una ausencia total de regulación y supervisión, sino que resaltaba el papel jugado por la auto-regulación de la competencia. Como sugieren Arestis y Basu (2003):

[...] el mensaje crucial de la tesis de la liberalización financiera es que la ausencia de competencia genera ineficiencia en el sector financiero. La liberalización de los tipos de interés es un primer paso, pero se reconocía que por sí sola no generaría competencia en este mercado ya que éste opera en un marco de competencia oligopolista. Por lo tanto, no solo hay una necesidad de aumentar el número de jugadores en este campo, sino también de aumentar el ahorro, ahorro que un país puede tener que buscar más allá de sus fronteras. Para aumentar el número de jugadores deben eliminarse las restricciones a la entrada con el objeto de que otros bancos y otros «intermediarios financieros no-bancarios» (IFNB) así como bancos extranjeros puedan entrar en el mercado. Para aumentar la oferta de ahorro, deben eliminarse los controles de capital sobre la compra y venta de divisas extranjeras. También deben relajarse las leyes sobre las actividades de fusiones y adquisiciones, y, por lo tanto, surge la necesidad de liberalizar el sector exterior del sistema financiero (p. 5).

El reciente aumento del interés sobre estas cuestiones surge del hecho de que diversos autores ponen en tela de juicio la validez de la teoría de la represión financiera. La represión financiera tiene una influencia adversa sobre el nivel de equilibrio del ahorro y la inversión y, por extensión, sobre el crecimiento económico. Para estos autores, «la intervención pública en los merca-

dos de capital no está justificada por fallos en la intermediación debido a mercados incompletos. Al contrario, esos mercados son incompletos como consecuencia de dicha intervención» (Stuart, 2005, p. 22).

Tres han sido los principales problemas identificados y acentuados por la hipótesis de la «represión financiera». El primero, la represión financiera afecta a la propensión a ahorrar por sus efectos sobre los beneficios del ahorro. El segundo, la represión financiera afecta negativamente a la asignación del ahorro a la financiación de la inversión productiva, desviando la compra de activos hacia las compras de vivienda y de divisas extranjeras. Finalmente, afecta de manera perversa a la eficiencia de la asignación del ahorro a la actividad inversora, ya que esta asignación se determina políticamente, siendo el propio Estado quien identifica los proyectos estratégicos (crédito dirigido) en vez de confiar en la productividad marginal de los proyectos de inversión. Como resultado de estos problemas, la inversión se ve afectada no sólo en términos cuantitativos sino también cualitativos. En estas condiciones es probable que el sector financiero se estanque. La baja rentabilidad de los depósitos bancarios anima a los ahorradores a mantener sus ahorros en forma de activos improductivos, como el suelo, en lugar de en depósitos bancarios potencialmente productivos. De forma similar, los elevados coeficientes de reserva obligatorios restringen la oferta de préstamo bancario, y los programas dirigidos de crédito distorsionan la asignación del crédito ya que las prioridades políticas no están, en general, por la productividad marginal de los distintos tipos de capital. En conclusión, la llamada «represión financiera» tiene efectos negativos sobre la economía real.

La tesis de la liberalización financiera defiende la eliminación de los límites máximos a los tipos de interés, la reducción de los coeficientes de reservas obligatorios y la abolición de los programas de crédito dirigidos. Con el tipo de interés ajustándose a su nivel de equilibrio, desaparecería la baja rentabilidad de los proyectos de inversión, lo que elevaría la eficiencia global de la inversión. Además, al aumentar los tipos de interés, aumentarían el ahorro y la oferta real total de crédito, lo que generaría un mayor volumen de inversión. Por lo tanto, el crecimiento económico se estimularía no sólo por la mayor inversión sino también por la mayor productividad media del capital. Además, los efectos de los menores coeficientes de reservas reforzarían los efectos de los mayores ahorros sobre la oferta de préstamo bancario, a la vez que la abolición de los programas de crédito dirigidos daría lugar a una asignación más eficiente del crédito, estimulando la productividad media del capital.

La tesis de la liberalización financiera también está en contra de la interferencia estatal en los mercados de divisas y en la movilidad internacional del capital. Su propuesta es la libertad de movimientos de capitales y la flexibilidad de los tipos de cambio con la menor interferencia pública posible. La política macroeconómica debería contemplar una mínima interferencia política, quedando la política monetaria en manos de un Banco Central independiente, la cual se basaría en el manejo de los tipos de interés para mantener una tasa de inflación baja. La política fiscal operaría de manera pasiva, manteniendo estable el ratio deuda pública/PIB (para una crítica, véase Arestis, 2008).

La propuesta de la libertad de movimientos de capital y de la no intervención en los mercados de divisas señala un problema que había sido reconocido incluso por los

propios defensores de la liberalización financiera. Esta complicación tiene lugar cuando un país no tiene una moneda fácilmente convertible. En estos países el tipo de cambio flexible se convierte en una fuente de inestabilidad económica. En estas condiciones, es importante que el tipo de cambio sea administrado con el objetivo de reducir la volatilidad cambiaria. La abundancia de activos de alta calidad en países con monedas convertibles disminuye la volatilidad del tipo de cambio. En el caso de países con monedas no convertibles, a causa de sus débiles economías y sistemas financieros, estos países no poseen activos de alta calidad que les permita evitar la inestabilidad de los mercados de divisas. En este caso, las variaciones del tipo de cambio tienden a ser mayores.

Por lo tanto, la entrada y la salida de capitales tienen mayores repercusiones en los mercados financieros y cambiarios de los países en desarrollo, en donde la convertibilidad de su divisa es pequeña. En estos países, la entrada de capital tiende a tener repercusiones sobre el precio de los activos financieros y sobre el tipo de cambio. El aumento en el precio de los activos financieros favorece los aumentos en el consumo, la producción y la inversión, permitiendo el crecimiento de la actividad económica. Mientras la apreciación de la moneda nacional ayuda a contener la inflación, el mayor crecimiento económico tiende a ser seguido de déficits en la balanza por cuenta corriente. Pero estos déficits son compensados por las entradas de capital. Sin embargo, el crecimiento económico inducido por las entradas de capital en países con monedas no convertibles tiende a no ser equilibrado ni continuo. En este tipo de crecimiento económico, la inversión promueve de manera desproporcionada la producción

no comercializable, lo que contribuye a agravar el déficit en la balanza comercial. Los efectos de este desequilibrio no se manifiestan en tanto en cuanto continúa la entrada de capitales, ya que el déficit comercial se financia y la inflación permanece baja. Este desequilibrio se hace evidente cuando los movimientos de capital se invierten, lo que causa descensos en los precios de los activos financieros y la devaluación de la moneda nacional. Entonces, el crecimiento económico se interrumpe, la actividad económica disminuye y aumenta la inflación. Según Obstfeld (2009):

[...] si para gestionar de manera segura una balanza de capital abierta se necesita un tipo de cambio más flexible, un coste adicional es que los cambios en la demanda mundial de activos domésticos (así como otros shocks) pueden traducirse de manera muy rápida en una sustancial apreciación real de la moneda. En presencia de rigideces de los precios nominales, la apreciación de la moneda puede ser excesiva. En particular, si los mercados de capitales son imperfectos, la configuración de precios relativos resultante puede enviar señales erróneas sobre los precios, las cuales pueden perjudicar la competitividad internacional, induciendo costosas reasignaciones intersectoriales de recursos y desempleo. Con una balanza de capital abierta, la posibilidad de una apreciación real indeseada y, de hecho, una depreciación- es inherente en ese trilema. Sin embargo, como las apreciaciones están asociadas a tensiones en el sector manufacturero y a déficit por cuenta corriente, son estos problemas, más que las depreciaciones, lo que más preocupa a las autoridades económicas cuando la economía no está en crisis (pp. 53 y 54).

Los distintos tipos de entradas de capitales (préstamos, inversiones de cartera e inversión directa) son importantes porque afectan a la forma y al tiempo en la que los flujos de capital se invierten. Los préstamos no se renuevan y los nuevos préstamos son

más difíciles y caros. Las inversiones en cartera son escasas y los fondos se desvían a otros países. La inversión directa se interrumpe y las salidas de beneficios y dividendos aumentan. No obstante, la acumulación externa pasiva sin un correcto desarrollo de la producción comercializable tiende a aumentar el déficit comercial, a revertir los movimientos de capitales y a interrumpir el crecimiento económico.

La experiencia de innumerables países muestra que la liberalización financiera ha tenido un éxito limitado y ha sufrido numerosos y evidentes fracasos (Arestis y Sawyer, 2007). Ha aumentado la integración de los países en desarrollo en los mercados globales, y ha permitido que los gobiernos y las grandes empresas se hayan beneficiado de mayores recursos procedentes del acceso a los mercados internacionales de crédito. Pero las economías liberalizadas son más vulnerables a las oscilaciones de la economía internacional. De hecho, la experiencia de algunos países en desarrollo revela una dinámica macroeconómica cíclica, con una fase inicial expansiva seguida de un periodo de estancamiento o recesión y con una creciente debilidad financiera interna y externa, que culmina en una crisis financiera y cambiaria (Frenkel, 2003).

En consecuencia, la tesis de la liberalización financiera introdujo nuevos elementos en su análisis, como fueron los requisitos necesarios para la implantación de las reformas, proponiéndose una secuenciación de las reformas durante el proceso de liberalización financiera. La primera, la liberalización del comercio internacional y de los mercados financieros nacionales con el objeto de aumentar la competencia y desarrollar la producción, el comercio internacional y el sistema financiero. Para que ello tuviera lugar, entre tanto, es necesario mantener e

incluso reforzar el control de los movimientos de capital, con el objeto de administrar el tipo de cambio, manteniendo la moneda nacional relativamente devaluada. Esto último es importante para fomentar la producción comercializable, promoviendo así un crecimiento más continuo y estable, reforzando el comercio exterior del país. El desarrollo de la economía y del sistema financiero y el incremento del comercio internacional aumentan el grado de convertibilidad de la moneda nacional, aumentando la oferta de activos de alta calidad. Es entonces, cuando sería posible liberalizar los movimientos de capital sin causar problemas en la economía y en el mercado financiero. En palabras de Frenkel (2003):

[...] la recomendación de política era que los mercados de capitales sólo deberían abrirse cuando la economía estuviera estabilizada y abierta al comercio internacional y cuando tuviera un sistema financiero, sólido, es decir, sólo cuando se hubiera aplicado una secuencia de políticas (aquellas que más tarde formarían el núcleo central del Consenso de Washington) y que los efectos esperados de las primeras reformas se hubiesen desarrollado por completo (p. 44).

La experiencia de algunas economías que desarrollaron tempranamente la liberalización financiera lleva a la conclusión de que lo que ocurrió en economías carentes de una moneda convertible fue que la liberalización financiera normalmente aumentó la demanda de crédito de las familias y de las empresas sin que aumentara de manera sustancial la tasa de inversión o el crecimiento económico. Al mismo tiempo que la entrada de capital tiene lugar, el consumo aumenta, y la estabilidad de la tasa de inversión y los aumentos en el desequilibrio por cuenta corriente sugieren que la liberalización financiera no aumenta el ahorro global neto; simplemente sustituye el ahorro

nacional por el internacional. Al revertirse los flujos de capitales, los aumentos en los incumplimientos (*default*) sugieren la existencia de una inadecuada supervisión y regulación del sector financiero, lo cual le impide asumir los riesgos de las operaciones financieras ya realizadas. Sin embargo, como ya hemos mencionado, existe un problema más importante, relacionado con los efectos desestabilizadores del libre movimiento de capital en una economía que carece de una divisa convertible.

Para Arestis y Basu (2003), como el grado de convertibilidad de la moneda nacional en todas las economías en desarrollo es bajo, todos sus préstamos extranjeros deben ser pagados en moneda extranjera. En este caso, sólo los activos de su sector exportador son aceptables en los requerimientos tipo del crédito internacional. Si los préstamos extranjeros no se usan en la mejora de las instalaciones exportadoras, entonces el cumplimiento de las obligaciones crediticias dejarían de estar respaldadas por los resultados de los proyectos de inversión. Esto convierte en irrelevantes las evaluaciones de los proyectos y los estándares crediticios (avales, hipotecas), no bastan para proteger a los acreedores. Entonces el problema es la capacidad global del país para atraer capitales extranjeros. La posibilidad de atraer capitales financieros del exterior depende de la capacidad del país para ofrecer activos internacionales comercializables. En el caso de los países en desarrollo estos activos están relacionados con el sector exportador. De esta forma, al país emergente no le basta con liberalizar sus finanzas, sino que tiene que ser capaz de atraer capital financiero. Su crecimiento económico debería generar suficientes exportaciones. La entrada de capital produce la apreciación de los activos y la moneda nacionales, pero en

contrapartida, empeora las exportaciones al encarecerlas y genera una expansión desproporcionada del sector no comercializable, desequilibrando el crecimiento económico. En vez de un crecimiento económico continuo, la libertad de movimientos de capital genera fuertes oscilaciones en el nivel de actividad económica, con una tendencia a ralentizar el crecimiento económico y a producir una baja tasa de inversión. El país emergente necesita desarrollar su infraestructura y la capacidad de producción de bienes y servicios. Sin embargo, el desarrollo del sistema financiero unido a la liberalización favorece la financiación del consumo (y éste, las importaciones), pero la inversión no aumenta y la actividad económica se vuelve muy inestable.

La aplicación del marco teórico del desarrollo financiero al mundo real se ha encontrado en los últimos decenios con una variedad de problemas. El modelo finanzas-crecimiento ha sido planteado como la política definitiva para promover el desarrollo económico universal y la integración de los mercados internacionales. Pero como los modelos podían generar resultados no satisfactorios y las interacciones macroeconómicas eran más complicadas de lo inicialmente imaginado, las economías mundiales, en especial en el pasado más reciente, han experimentado un escenario, que es casi igual de malo que la Gran Depresión de los años treinta. La siguiente sección tratará de las causas de la actual crisis económica desde la perspectiva de la política monetaria.

4. LAS POLÍTICAS MONETARIAS ACTUALES

Las políticas de liberalización financieras aplicadas desde los años setenta han ge-

nerado en el sistema una liquidez excesiva (entendida la liquidez un sentido amplio) aumentando de manera sustancial la deuda de las familias. La liquidez excesiva, que resultó evidente a principios de esta década, no fue únicamente el resultado de la innovación financiera, la cual fue promovida por la liberalización financiera antes estudiada. También ha sido ocasionada por la nueva estrategia de política monetaria, la cual se centra en el manejo del tipo de interés. En este contexto, en Estados Unidos, el presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, inyectó masivamente liquidez y recortó los tipos de interés tras las crisis asiática y rusa de 1997 y 1998, medidas que posteriormente sólo fueron revertidas en parte. En vista del peligro deflacionista tras el estallido de la burbuja de Internet en marzo de 2000, Alan Greenspan redujo los tipos de interés de manera secuencial desde el 6,5% hasta el 1%, inyectando liquidez a gran escala en la economía norteamericana. Además, reaccionó tarde y de forma lenta en el drenaje de esa liquidez y en revertir los recortes del tipo de interés. Ben Bernanke, el nuevo presidente de la Reserva Federal, adoptó medidas parecidas a las de su predecesor e inyectó liquidez de forma masiva a partir del estallido de la crisis crediticia en el verano de 2007.

También es cierto que la innovación financiera que siguió a la liberalización financiera ha desempeñado un papel tan importante o más que la política monetaria expansiva en la creación de los enormes volúmenes de liquidez y deuda de la presente década. Esta etapa permitió a las instituciones financieras iniciar de nuevo una frenética actividad financiera, basada en la completa autonomía de los bancos a la hora de disponer de su cartera de activos de acuerdo con la gestión del riesgo. Esa innovación financiera se basaba

sobremana en títulos y derivados interconectados, todos ellos relacionados con las hipotecas *subprime*.

Las hipotecas *subprime* son una innovación financiera diseñada para permitir la propiedad de viviendas a deudores de gran riesgo. Esta innovación financiera alentó a los bancos a proporcionar préstamos arriesgados sin aplicar «las tres c» a los deudores: *collateral*, *credit history* y *character* (avales, historial crediticio y características personales). Esto ocurrió porque los bancos podían vender fácilmente estas hipotecas u otros préstamos previamente titulizados a un asegurador, o comportarse como un asegurador para vender al público hipotecas de baja calidad «empaquetadas» en títulos hipotecarios diversos. Todo ello condujo al crecimiento sin precedentes del mercado *subprime*. Este es un mercado donde los préstamos pueden proporcionar préstamos a clientes con un historial crediticio dudoso o con una capacidad nula de atender el servicio de sus préstamos en situaciones económicas adversas.

Los bancos crearon fondos (*trusts*) o entidades jurídicas de responsabilidad limitada, conocidas como *Structural Investment Vehicles* (SIV), que al no estar sometidas a regulación bancaria alguna precisaban de un escaso capital inicial. Esto creó una banca paralela fuera del paraguas regulatorio, sembrando y aventando las semillas de la actual crisis crediticia. Las operaciones de los SIV se financiaron endeudándose a corto plazo en los mercados de capitales, vinculando este endeudamiento al tipo de interés interbancario, el tipo LIBOR. Este capital captado a corto plazo se utilizó para comprar el segmento de la cartera de préstamos de la empresa matriz de más alto riesgo. La cartera de préstamos fue entonces reagrupada en forma de *Collateralised Debt Obligations*

(CDO), las cuales se vendieron a otros bancos o al inversor particular. En este proceso, mientras el tipo interbancario LIBOR estuvo por debajo de los tipos de interés de los CDO, las SIV tuvieron beneficios. Como resultado, en esa época los bancos mantuvieron pocos activos líquidos y sin riesgo tradicionales, como deuda pública. Se cargaron de préstamos al sector privado de calidades diversas, basados sobre todo en propiedades residenciales o comerciales. La burbuja de la vivienda estalló cuando la curva de rendimientos se invirtió quedando los tipos de interés a largo plazo por debajo del tipo de interés interbancario LIBOR.

La compleja estructura y la naturaleza altamente ilíquida del mercado de CDO ha complicado la labor de las instituciones de *rating* crediticio, las cuales han asignado de manera «errónea» una calificación AAA a muchos títulos sin ningún valor. Esta calificación sobreestimada ha contribuido al crecimiento del mercado de CDO durante la parte alcista del ciclo, pero también a su desplome en la fase de contracción. Esto agravó las pérdidas de las instituciones financieras durante la crisis crediticia. El mercado de CDO inyectó una liquidez masiva en el sistema que no tuvo su reflejo en los agregados monetarios y cuyas implicaciones sobre los mercados financieros y la economía en su conjunto no fueron consideradas por los bancos centrales. La venta de CDO a los inversores internacionales convirtió la burbuja inmobiliaria norteamericana en un problema global y constituyó el mecanismo de transmisión para infectar a la economía mundial y a Europa en particular. Los bancos fueron tan codiciosos a la hora de conceder préstamos sumamente arriesgados que durante la fase de expansión del ciclo económico el ritmo de concesión de estos préstamos era muy superior

a la velocidad con la que los «sacaban» de sus balances. Así, cuando la crisis bancaria comenzó, muchos bancos se encontraron con un stock de CDO en sus balances mayor del que hubiesen deseado de haber sabido su riesgo real. Las pérdidas en los CDO (de hasta el 95%) aumentaron obviamente las pérdidas de las instituciones financieras, y por razones de reputación y presión legal, muchos bancos fueron obligados a incorporar los balances de las SIV en sus propios balances.

En tiempos normales, las innovaciones financieras reducen el riesgo y convencen a los bancos centrales de que existe un mínimo riesgo de contagio sistémico en caso de un descenso en el precio de las viviendas. En la crisis crediticia de agosto de 2007, los banqueros centrales a ambos lados del Atlántico subestimaron el riesgo sistémico derivado del colapso del mercado hipotecario *subprime*. En la primavera de 2007 mantenían que tan sólo unos pocos individuos e instituciones se verían afectados, con un daño mínimo para el conjunto de la economía. Esto hizo que el presidente de la Reserva Federal mantuviera altos los tipos de interés en un momento tan tardío como agosto de 2007. Pero el desplome del precio de las acciones y la ampliación de los márgenes crediticios en agosto de 2007 hicieron que esa política se modificara. A partir de esa fecha, la Reserva Federal inyectó liquidez y recortó agresivamente los tipos de interés desde el 5,25% hasta el 2%. La Reserva Federal y otros bancos centrales han adoptado desde entonces medidas extraordinarias para extender la liquidez no sólo a los bancos comerciales sino también a los agentes intermediarios y bancos de inversión. Además, los gobiernos, con el norteamericano a la cabeza, anunciaron medidas de choque para evitar problemas aún ma-

yores, como los planes para comprar a escala masiva títulos vinculados a hipotecas fallidas, así como garantías de 1 año por los recursos colocados en los fondos del mercado monetario. A partir de agosto de 2007, lo que comenzó como una turbulencia en las hipotecas *subprime* en Estados Unidos, se convirtió en una tormenta financiera de dimensiones históricas. Por lo tanto, se puede plantear el problema sugiriendo que las innovaciones financieras y los vínculos más estrechos entre los bancos transformaron lo que empezó en agosto de 2007 siendo una crisis de liquidez en un problema de solvencia para el conjunto del sector financiero.

El modelo planteado por Arestis y Karakitsos (2004) proporciona una valoración de los efectos a corto plazo de este proceso de deflación de activos y deuda. Como reconocen Arestis y Karakitsos (2010), los precios de las viviendas en Estados Unidos (el precio mediano de las viviendas existentes) ha caído hasta ahora más de un 10% y su modelo sugiere que en el fondo del primer (¿y último?) ciclo es probable que los precios de la vivienda caigan, desde su nivel más alto, un 30% a finales de 2009, fecha en la que se prevé el final del ciclo bajista del precio de la vivienda.

Un año después de que los precios de la vivienda alcanzaran su nivel máximo los precios de las acciones comenzaron a bajar, generando un efecto negativo adicional sobre la riqueza de las familias. Desde septiembre de 2007, cuando alcanzó su nivel máximo, hasta junio de 2008 la riqueza financiera ha caído un 9%, y el modelo prevé pérdidas adicionales situando al indicador S&P alrededor del nivel 900 a finales de 2009. En el segundo trimestre de 2008 las familias redujeron por vez primera su deuda hipotecaria en más de un 3%. El modelo sugiere que la deuda hipotecaria se reduz-

ca en un 13% a finales de 2009. El efecto neto sobre la riqueza de las familias del descenso en los precios de la vivienda y de las acciones y de la reducción de la deuda ha sido de un -10%, pero es probable que este efecto sea aún mayor a finales de 2009. Como resultado del descenso de la riqueza es probable que los consumidores frenen su consumo, incitando a que las empresas reduzcan el empleo.

El modelo sugería que el descenso en el empleo continuaría en los siguientes doce meses alcanzando su nivel máximo a finales de 2009. El efecto combinado del descenso en la riqueza neta y en la renta real disponible frenaría el crecimiento del consumo situándolo en un 1% en 2008 y en tan sólo el 0,1% en 2009. Era probable que las empresas redujeran sus inversiones. El modelo estimaba que la inversión podía descender un 6% en 2008, y que aumentaría en menos de un 1% en 2009. El crecimiento de las exportaciones, el único componente sólido hasta ahora de la demanda agregada, se reduciría a la mitad en 2009. El efecto total sobre el PIB se esperaba que fuera de 1,5% en 2008 y de tan sólo 0,6% en 2009. La inflación medida por el IPC caería durante los siguientes doce meses en respuesta a una «brecha de la producción» (*output gap*) cada vez más negativa y por el estallido de la burbuja de las materias primas, una vez que hubiera colapsado la teoría del desacoplamiento entre los BRIC⁷ y las economías occidentales.

Es probable que el proceso implique efectos de segunda vuelta. Si los precios de las viviendas, de los títulos valores a ellas vinculadas y de las acciones en general siguen bajando, las pérdidas de las instituciones financieras se amplían generando efectos deflacionarios adicionales sobre la economía.

⁷ Brasil, Rusia, India y China.

Los riesgos se plantean en el caso de un descenso de los precios de la vivienda respecto a su nivel de equilibrio superior al 30%. En ausencia de medidas compensatorias, estos efectos de segunda vuelta profundizarían el proceso de deflación de deuda y activos. Evaluando este proceso a partir de experiencias pasadas, como la de Japón en los años noventa, la Gran Depresión de los treinta y la crisis de los ferrocarriles a finales del siglo XIX, el proceso deflacionista puede llegar a durar unos diez años.

Sin embargo, las iniciativas políticas de las autoridades americanas y del resto del mundo deberían acelerar el proceso de ajuste y el proceso de deflación de deuda y activos podría concluir en dos o tres años. Dos parámetros determinarán lo correcto de la previsión: la dimensión de la caída del precio de la vivienda y las pérdidas de las instituciones financieras.

5. RESUMEN Y CONCLUSIONES

Este trabajo ha planteado los fundamentos teóricos del modelo finanzas-crecimiento y sus implicaciones en la actual crisis económica. Hemos mostrado cómo este modelo fue incorporado en las políticas neoliberales llevadas a cabo en muchos países. El modelo promovía la liberalización financiera como la panacea para el crecimiento económico. También hemos mostrado los problemas planteados por las políticas de liberalización financiera desde la perspectiva de las crecientes interacciones en los mercados internacionales, en especial para los países en desarrollo. Ahora nos enfrentamos a los efectos perversos de los flujos de capitales internacionales crecientemente desregulados. Es tiempo de reflexionar sobre la liberalización financiera

en las economías de todo el mundo, y las posibles actuaciones de política económica para resolver los problemas presentes y futuros que aquella nos ha legado.

Necesitamos regular la ingeniería financiera. La titulación implica una transferencia de riesgo desde los bancos al sector personal y hace que los bancos sean más proclives a promover el préstamo y la venta de títulos respaldados por activos al sector personal. Deberíamos evitar el problema del fraude en el ámbito *subprime*; el problema nunca ha estado en el propio modelo *subprime*. Es la ingeniería financiera la que ha generado la burbuja inmobiliaria norteamericana. En definitiva, la raíz del problema es que la era de la liberalización financiera, promovió la ingeniería financiera hasta límites extremos. La ingeniería financiera es tan compleja que los bancos centrales hubieran tenido dificultades si hubiesen querido medir y controlar la liquidez total de la economía. Se necesitan «urgentemente» nuevas políticas. Principalmente, no deberíamos olvidar que esta crisis es el resultado de un «fallo regulatorio» a la hora de evitar una excesiva toma de riesgos por parte del sector financiero. Las autoridades económicas deben asegurarse de que esto no ocurra de nuevo. Se ha empezado a trabajar en reformular la arquitectura financiera internacional y las economías desarrolladas líderes ya han planteado recomendaciones para una mejor regulación prudencial, reglas contables y transparencia. El papel de las agencias crediticias debe ser reformulado, con un mayor control público. En un mundo globalizado, estos esfuerzos deben tener una amplia dimensión si se quiere que sean eficaces. No obstante, por encima de todo, resulta de capital importancia, como sugiere el título de nuestro trabajo, que la libérrima era de la liberalización financiera llegue a su fin.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ARESTIS, P. (2008): «New Consensus Macroeconomics and Keynesian Critique», *mimeo*, Cambridge Centre for Economic and Public Policy, Department of Land Economy, University of Cambridge.
- ARESTIS, P. y BASU, S. (2003): «Financial Globalization and Regulation», *Working Paper n. 397*, Levy Economics Institute.
- ARESTIS, P. y DEMETRIADES, P. (1997): «Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence», *Economic Journal*, 107: 783-799.
- 1998 «Finance and Growth: is Schumpeter 'Right'?, *Analise Economical*, 16(30): 5-21.
- ARESTIS, P. Y KARAKITSOS, E. (2004): *The Post-Bubble US Economy: Implications for Financial Markets and the Economy*, Basingstoke, Palgrave Macmillan.
- 2010: «Subprime Mortgage Market and Current Financial Crisis», en ARESTIS, P., MOOSLECHNER, P. y WAGNER, K. (eds.), *Housing Market Challenges in Europe and the United States*, Basingstoke, Palgrave Macmillan.
- ARESTIS, P., CHORTAREAS, G. y DESLI, E. (2006): «Financial Development and Productive Efficiency in OECD Countries: an Explanatory Analysis», *Manchester School of Economic and Social Research*, 74(4): 417-440.
- ARESTIS, P., DEMETRIADES, P., y FATTOUH, B. (2003): «Financial Policies and the Aggregate Productivity of the Capital Stock: Evidence from Developed and Developing Economies», *Eastern Economic Journal*, 29(2): 217-242.
- ARESTIS, P. Y SAWYER, M. (2007): «Financial Liberalisation: the Current State of Play», en ARESTIS, P. Y EATWELL, J. (eds.), *Issues in Finance and Industry*, Basingstoke, Palgrave Macmillan.
- BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS) (2008): *Annual Report*, June.
- BARRO, R.J. (1991): «Economic Growth in a Cross Section of Countries», *Quarterly Journal of Economics*, 56: 407-443.
- BECK, T. y LEVINE, R. (2002): «Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter?», *Journal of Financial Economics*, 64: 147-180.
- 2004: «Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence», *Journal of Banking and Finance*, 28(3): 423-442.
- BECK, T., DEMIRGÜÇ-KUNT, A., LEVINE, R. y MAKSIMOVIC, V. (2001): «Financial Structure and Economic Development: Firm, Industry, and Country Evidence», en DEMIRGÜÇ-KUNT, A. and LEVINE, R. (eds.), *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*. MIT Press, Cambridge, MA: 189-242.
- BHIDE, A. (1993): «The Hidden Costs of Stock Market Liquidity», *Journal of Financial Economics*, 34: 1-51.
- BOOT, A., GREENBAUM, S. y THAKOR, A. (1993): «Reputation and Discretion in Financial Contracting», *American Economic Review*, 83: 1165-1183.
- CHICK, V. (1986): «The Evolution of the Banking System and the Theory of Saving, Investment and Interest», *Économies et Sociétés, (Série Monnaie et Production*, 3), 20(8-9): 111-127.
- DAVIDSON, P. (2002): *Financial Markets, Money and the Real World*. Edward Elgar, Cheltenham.
- DEMETRIADES, P. y HUSSEIN, K. (1996): «Does financial Development Cause Economic Growth? Time-Series Evidence From 16 Countries», *Journal of Development Economics*, 51: 387-411.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A. y LEVINE, R. (1996): «Stock Markets, Corporate Finance and Economic Growth: an Overview», *World Bank Economic Review*, 10(2): 223-39.
- 2001: *Financial Structure and Economic Growth: a Cross-country Comparison of Banks, Markets, and Development*, MIT Press, Cambridge, Mass.
- 2008: «Finance, Financial Sector Policies, and Long-run Growth», *Growth Commission Report*, World Development Bank.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A. y MAKSIMOVIC, V. (1998): «Law, Finance, and Firm Growth», *Journal of Finance*, 53: 2107-2137.
- 2002: «Funding Growth in Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Evidence from Firm Level Data», *Journal of Financial Economics*, 65: 337-363.
- DJANKOV, S., MCLEISH, C. y SHLEIFER, A. (2007): «Private Credit in 129 Countries», *Journal of Financial Economics*, 84(2): 299-329.
- DOW, S.C. (1993): *Money and the Economic Process*, Edward Elgar Publishing Ltd, Aldershot.
- FRENKEL, R. (2003): «Globalization and Financial Crises in Latin America», *Cepal Review*, 80: 39-51.
- FRY, M.J. (1988): *Money, Interest, and Banking in Economic Development*, Johns Hopkins University Press, London.

- GERSCHENKRON, A. (1962): *Economic Backwardness in Historical Perspective — A Book of Essays*. Harvard University Press, Cambridge, Mass.
- GOLDSMITH, R. W. (1969): *Financial Structure and Development*, Yale University Press, New Haven.
- GURLEY, J. y SHAW, E. (1955): «Financial Aspects of Economic Development», *American Economic Review*, 45(4): 515-538.
- KING, R.G. y LEVINE, R. (1993): «Finance and Growth: Schumpeter Might be 'Right'», *Quarterly Journal of Economics*, 108: 717-37.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1997): «Legal Determinants of External Finance», *Journal of Finance*, 52: 1131-1150.
- 1998: «Law and Finance», *Journal of Political Economy*, 106: 1113-1155.
- 1999: «Corporate Ownership Around the World», *Journal of Finance*, 54: 471-517.
- 2000: «Investor Protection and Corporate Governance», *Journal of Financial Economics*, 58(1-2): 3-27.
- LEVINE, R. (1992), «Financial Structures and Economic Development», *World Bank Policy Research Working Series*, 849: 1-39.
- 1997: «Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda», *Journal of Economic Literature*, 35: 688-726.
- 1999: «Law, Finance, and Economic Growth», *Journal of Financial Intermediation*, 8 (1-2): 8-35.
- 2002: «Bank-based or Market-based Financial Systems: Which is Better?», *Journal of Financial Intermediation*, 11(4): 398-428.
- 2003: «More on Finance and Growth: more Finance more Growth?», *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 85(4): 31-46.
- LEVINE, R. y ZERVOS, S. (1998): «Stock Markets, Banks, and Economic Growth», *American Economic Review*, 88(3): 537-558.
- LUCAS, R.E., Jr. (1988): «On the Mechanics of Economic Development», *Journal of Monetary Economics*, 22: 3-42.
- LUINTEL, K., KHAN, M., ARESTIS, P. y THEODORIDIS, K. (2008): «Financial Structure and Economic Growth», *Journal of Development Economics*, 86(1): 181-200.
- MCKINNON, R. I. (1973): *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution, Washington, DC.
- MORCK, R. y NAKAMURA, M. (1999): «Banks and Corporate Control in Japan», *Journal of Finance*, 54: 319-340.
- OBSTFELD, M. (2009): «International Finance and Growth in Developing Countries: What Have We Learned?», *NBER Working Paper*, n.14691, National Bureau of Economic Research, Washington DC.
- PATRICK, H. (1966): «Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries», *Economic Development and Cultural Change*, 14: 174-189.
- RAJAN, R. G. (1992): «Insiders and Outsiders: The Choice Between Informed and Arms Length Debt», *Journal of Finance*, 47: 1367-1400.
- ROMER, P. (1989): «Capital Accumulation and Long Run Growth», in BARRO, R.J. (ed.), *Modern Business Cycle Theory*, Harvard University Press, Cambridge: 51-127.
- 1990: «Endogenous Technological Change», *Journal of Political Economy*, 94(5): 1002-1037.
- ROUSSEAU, P.L. (2003): «Historical Perspectives on Financial Development and Economic Growth», *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 85: 81-106.
- SCHUMPETER, J. (1934): *The Theory of Economic Development: an Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle*, Harvard University Press, Cambridge, Mass.
- SHAW, E.S. (1973): *Financial Deepening in the Economic Development*, Oxford University Press, New York.
- SINGH, A. (1997): «Financial Liberalisation, Stockmarkets and Economic Development», *Economic Journal*, 107: 771-782.
- STIGLITZ, J. E. (1985): «Credit Markets and the Control of Capital», *Journal of Money, Credit and Banking*, 17: 133-152.
- STUDART, R. (2005): «The State, the Markets and Development Financing.» *Cepal Review*, 85: 19-32.
- WEINSTEIN, D. y YAFEH, Y. (1998): «On the Costs of a Bank-centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan», *Journal of Finance*, 53, 635-672.
- ZYSMAN, J. (1983): *Governments, Markets and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Change*, Cornell University Press, Ithaca, N.Y.

La macroeconomía de la ‘financiarización’: un enfoque de etapas del desarrollo

Este trabajo analiza el concepto de *financiarización* mediante un enfoque de «etapas de desarrollo». El artículo repasa la historia de la *financiarización* y su evolución por diferentes etapas desde el final de la Segunda Guerra Mundial. El trabajo analiza su historia utilizando un marco macroeconómico kaleckiano simple, centrándose en cómo los cambios en 1) los patrones de remuneración, 2) la ingeniería financiera de las empresas, 3) las evaluaciones de los activos de mercado, y 4) el comportamiento en materia de endeudamiento de las empresas y de los consumidores afectan a los resultados macroeconómicos. El hecho de que la financiación sea un fenómeno a largo plazo y expansivo en sus etapas iniciales e intermedias, hace que sea extremadamente difícil de contrarrestar. En efecto, tanto la política como el proceso político tienen un sesgo contrario a implantar cambios durante los buenos tiempos, el coste político del cambio es inmediato y directo, mientras que el beneficio es el evitar un posible problema futuro.

Lan honetan finantzarizazioaren kontzeptua aztertu da, «garapen-etapen» ikuspegiaren bitartez. Artikulu honetan finantzarizazioaren historia eta Bigarren Mundu Gerratik etapa ezberdinetan izan duen bilakaera aztertzen dira, eremu makroekonomiko kaleckiar sinplea erabiliz. Bertan azaldu nahi izan da nola eragiten dieten emaitza makroekonomikoei faktoreen ordainsari-ereduen aldaketek, enpresen finantza-ingeniaritzak, merkatuko aktiboen ebaluazioen aldaketek eta enpresa eta kontsumitzaileen zorpetze-alorreko portaeraren aldaketek. Finantziazioa epe luzerako fenomeno denez, eta hedagarria denez hasierako eta bitarteko etapetan, oso zaila da behar bezala ahultzea. Hala da, prozesu politikoaren joera ez da oparoaldian aldaketak egitearen aldekoa; izan ere, aldaketaren kostu politikoa berehalakoa eta zuzena da, eta onura etorkizunean egon litekeen arazoa saihestea da.

This paper explores the concept of financialization using a «stages of development» approach. The paper develops a stylized history of financialization and tracks its evolution through different stages since the end of World War II. The paper tracks this history using a simple Kaleckian macroeconomic framework, focusing on how changes in remuneration patterns, financial engineering by firms, asset market valuations, and borrowing behavior by firms and consumers affect macroeconomic outcomes. The fact that financialization is long-running and expansionary in its early and middle stages, made it extremely hard to oppose. That is because both the policy and political process have a bias against implementing change in good times. The political cost of change is immediate and direct, yet the benefit is averting a hypothetical future problem.

ÍNDICE

1. Introducción
 2. El modelo básico
 3. Los canales de la ‘financiarización’
 4. La edad de oro del capitalismo, 1945-1969
 5. El capitalismo conflictivo de los setenta
 6. El capitalismo de las adquisiciones apalancadas de los ochenta
 7. El capitalismo del endeudamiento del consumidor de los años noventa y primera década del siglo XXI
 8. Las restricciones al endeudamiento y la llegada del estancamiento duradero
 9. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: ‘financiarización’, deuda, distribución de la renta, crecimiento.

Keywords: financialization, debt, income distribution, growth.

N.º de Clasificación JEL: E10, E12, E42.

1. INTRODUCCIÓN

La *financiarización* es un proceso que aumenta la importancia del sector financiero y de los intereses financieros en el funcionamiento de la macroeconomía (Epstein, 2001). Este artículo examina la macroeconomía de la *financiarización* usando un enfoque de etapas del desarrollo que reproduce la naturaleza evolutiva de la *financiarización*. Este enfoque de las etapas del desarrollo es sugerido por el tratamiento dado por Chick (1986) a la evolución de los sistemas bancarios, siendo un enfoque de etapas compatible con la descripción de Minsky de su hipótesis de la inestabilidad financiera (Ferri y

Minsky, 1992). La razón es que se presenta a la *financiarización* como un proceso de no-equilibrio a largo plazo caracterizado por cambios en las instituciones y en los regímenes económicos, proceso similar al planteado por Minsky (Palley, 2009a).

Este trabajo presenta una serie de modelos simples, similares a parábolas, que describen una historia de la *financiarización*, en la cual destacan tanto los impactos económicos como la naturaleza dinámica de la *financiarización*. El trabajo se centra en la economía estadounidense, en donde la *financiarización* está más desarrollada, y, por tanto, proporciona una perspectiva a largo plazo muy amplia que puede ser útil para anticipar desarrollos en otros países

El proceso que guía la evolución de la *financiarización* es de largo recorrido, y la du-

* Una versión preliminar de este trabajo fue presentada en la 5th International Conference Developments in Economic Theory and Policy, celebrada en Bilbao, los días 10 y 11 de julio de 2008.

ración de las etapas individuales puede ser desigual. Además, algunas etapas pueden ser expansivas y otras restrictivas. Las etapas iniciales e intermedias del proceso tienden a estar marcadas por fuerzas expansivas, pero la etapa madura final es probable que se caracterice por el estancamiento. La amplia duración del proceso significa que éste puede parecer estable en una primera fase para terminar siendo profundamente inestable. Sin embargo, la cuestión formal de la estabilidad y de las condiciones de la estabilidad no se aborda en este trabajo.

El hecho de que la *financiarización* sea un proceso que se alarga en el tiempo plantea profundos retos políticos y de política económica. El proceso de *financiarización* se desarrolla durante un largo periodo de tiempo, y durante buena parte del mismo parece bueno, pero los recientes acontecimientos han confirmado sus efectos negativos. Esto plantea profundos problemas políticos acerca de cómo iniciar el cambio de políticas que altere la dirección del proceso. ¿Quién va a creer en la necesidad del cambio y quién estará dispuesto a afrontar el coste político de implantar el cambio cuando las actuales condiciones económicas parecen buenas? Los políticos no son premiados por imponer sacrificios ahora incluso si estos previenen un mayor sacrificio futuro. Por el contrario, se les recompensa ahora por los buenos momentos.

Analíticamente, el trabajo cambia el enfoque de la actual investigación sobre la *financiarización*. Este (véase, por ejemplo, Hein, 2008a, 2008b; Hein y van Treeck, 2007; Skott y Ryoo, 2008) parece centrarse en el efecto de la *financiarización* sobre los márgenes de beneficio, la distribución de la renta y las valoraciones del mercado bursátil. Este interés en el margen de beneficios surge del modelo tradicional kaleckiano, en donde el

margen de beneficios resulta esencial en la determinación de la distribución funcional de la renta entre salarios y beneficios. El impacto de la *financiarización* en la distribución funcional de la renta es una cuestión relevante, siendo el modelo que aquí se desarrolla capaz de abordarlo. Sin embargo, la participación de los salarios ha sido relativamente estable, lo que sugiere que el margen de beneficios no es el elemento clave para entender la *financiarización*. Consecuentemente, el trabajo dirige su atención a la incesante acumulación de deuda y a la transformación observada en el comportamiento financiero de familias y empresas.

El trabajo examina los cambios habidos en la forma en la que las empresas han financiado la inversión en combinación con los patrones de distribución de dividendos. A este respecto, no se plantea una distinción entre la autocartera de acciones y los dividendos, los cuales son tratados como macroeconómicamente equivalentes, aunque en la práctica sí hay diferencias debido a las ventajas fiscales de distribuir beneficios mediante la autocartera de acciones en vez de vía dividendos. Además, el artículo introduce la deuda de los consumidores, la cual ha tenido una importancia capital en la última expansión en Estados Unidos.

Por último, el artículo introduce la problemática suscitada respecto a la masa salarial y la distribución de los salarios entre trabajadores y directivos (Palley, 2005). Durante las tres últimas décadas se han producido grandes cambios en la distribución de la masa salarial, que han beneficiado a los directivos a costa de los trabajadores. Estos cambios se han interpretado como parte del mecanismo de *financiarización*, por medio del cual se induce a los directivos a alinear sus decisiones con los intereses del mercado financiero (Palley, 2008a).

2. EL MODELO BÁSICO

El modelo básico es el modelo macroeconómico kaleckiano a corto plazo, que se describe por las siguientes ocho ecuaciones a las que se añade una ecuación de crecimiento:

$$Y = aN \quad (1)$$

$$s_w + s_p = 1 \quad 1 > s_w > 0; 1 > s_p > 0 \quad (2)$$

$$wN = s_w Y \quad (3)$$

$$P = s_p Y \quad (4)$$

$$Y = C + I \quad (5)$$

$$C = \alpha_0 + \alpha_1 b w N + \alpha_2 [1 - b] w N + \alpha_3 R + \alpha_4 V$$

$$1 \geq \alpha_1 \geq \alpha_2 \geq \alpha_3 \geq \alpha_4 \geq 0 \quad 1 > b > 0 \quad (6)$$

$$I^* = \beta_0 + \beta_1 Y + \beta_2 P + \beta_3 q$$

$$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3 > 0 \quad (7)$$

$$V = qP \quad q > 0 \quad (8)$$

$$g = f(I/Y) \quad g' > 0 \text{ (derivada primera),}$$

$$g'' < 0 \text{ (derivada segunda)} \quad (9)$$

Donde:

Y = producción, a = producción por trabajador, N = empleo, s_w = participación salarial, s_p = participación de los beneficios, w = salario nominal, P = beneficios, C = consumo, I = inversión efectiva, I^* = inversión deseada, b = participación de los trabajadores en la masa salarial, $1 - b$ = participación de los directivos en la masa salarial, R = dividendos e intereses pagados a los propietarios, V = valor del mercado bursátil, q = múltiplo de los beneficios según valoración del mercado bursátil¹, y g = tasa de crecimiento.

Las ecuaciones 1 a 8 constituyen el habitual modelo macro kaleckiano a corto

plazo utilizado por quienes estudian la *financiarización* siguiendo la teoría kaleckiana. Una innovación teórica introducida es la inclusión de la riqueza bursátil en la función de consumo (ecuación 6), rasgo éste que, sorprendentemente, ha sido pasado por alto por los kaleckianos. Por motivos de simplicidad, el gobierno y el sector exterior quedan fuera del modelo. La dimensión internacional de la *financiarización* y su relación con la globalización es un tema aparte que merece una investigación posterior.

La inclusión en la función de consumo de la riqueza bursátil tiene importantes implicaciones en función de que la economía sea guiada por los salarios o por los beneficios, de tal forma que en presencia de grandes efectos riqueza sobre el consumo es más probable que la economía sea guiada por los beneficios.

Para cerrar el modelo se necesitan ecuaciones adicionales para determinar la inversión real (I), el pago de dividendos por las empresas (R), y la forma en la que las empresas financian la inversión y el pago de dividendos. Son estas ecuaciones las que cambian con la evolución de la *financiarización*, constituyendo estos temas el centro de atención del artículo.

La ecuación (1) es la función estándar lineal de producción agregada. La ecuación (2) es la restricción aditiva a las participaciones de salarios y beneficios. La ecuación (3) relaciona la masa salarial con la participación salarial, y la ecuación (4) relaciona los beneficios totales con la participación de los beneficios.

La ecuación (5) es la condición de vaciado del mercado de bienes, donde la producción es igual a la demanda agregada, la cual se compone de gasto en consumo e inversión. La ecuación (6) es la función de consu-

¹ El PER (*price-earnings ratio*) es igual a la cotización bursátil (precio en Bolsa), de una acción ordinaria dividido por la ganancia neta (después de impuestos) por acción.

mo agregado. La ecuación (7) es la función agregada de inversión deseada. La ecuación (8) es la ecuación de la valoración bursátil, y la ecuación (9) es un modelo simple de crecimiento en donde la tasa de crecimiento de la economía es una función positiva de la participación de la inversión. Los caracteres latinos denotan parámetros estructurales, mientras que los caracteres griegos indican coeficientes de comportamiento.

La participación de los beneficios es un parámetro fundamental. Sus efectos se extienden por todo el modelo, afectando al consumo y a la inversión a través de varios canales. La participación de los beneficios afecta al consumo a través de su impacto en la participación salarial. También afecta al consumo indirectamente a través del valor de las acciones que influyen, a su vez, en la riqueza familiar. Además, la participación de los beneficios afecta directamente al gasto en inversión por la vía de sus efectos en el nivel de beneficios, y también afecta la inversión de forma indirecta por la vía del precio de las acciones. Estos diversos canales ilustran por qué la participación de los beneficios y la distribución de la renta resultan tan centrales en el enfoque kaleckiano de la macroeconomía.

El consumo (ecuación 6) depende positivamente de la participación de los trabajadores en la masa salarial, de los dividendos e intereses pagados por las empresas, y del valor del mercado bursátil. Como la masa salarial se divide entre trabajadores y directivos, existen de manera implícita dos clases sociales. Los trabajadores reciben una fracción «b» de la masa salarial, y tienen una propensión a consumir α_1 . Los directivos reciben una fracción (1-b) de la masa salarial y su propensión a consumir α_2 es menor que la de los trabajadores. La propensión a consumir de los beneficios

(α_3) y de la riqueza (α_4) se supone inferior a la de los salarios².

La división de la masa salarial entre trabajadores y directivos es un importante elemento analítico, que no ha tenido la atención necesaria en la macroeconomía kaleckiana, puesto que ésta ha tendido a centrarse de forma exclusiva en la división salarios-beneficios. La introducción de la división de la masa salarial entre trabajadores y directivos supone que una economía pueda ser simultáneamente guiada por los salarios y por los beneficios (Palley, 2005). Así, los cambios en la distribución de la renta a favor de los beneficios pueden estimular la actividad económica al elevar el gasto en inversión, y los cambios en la composición de la masa salarial a favor de los trabajadores pueden estimular la actividad al aumentar el gasto en consumo.

La inversión deseada (ecuación 7) depende positivamente de la producción, los beneficios y el precio (cotización) de las acciones. La función de inversión deseada tiene un canal acelerador tradicional keynesiano (β_1). También tiene el canal kaleckiano de la participación de los beneficios (β_2) que es una aproximación tanto de la tasa de beneficio como de los efectos de *cash-flow*, así como un canal de precio de las acciones (β_3) que refleja una q de Tobin³

² Por cuestiones de simplicidad, el modelo no analiza la división de la riqueza entre trabajadores y directivos. Se puede entender a los coeficientes α_3 y α_4 como coeficientes medios ponderados de las propensiones al consumo de los trabajadores y los directivos respecto a los dividendos y a la riqueza, siendo las ponderaciones iguales a las respectivas participaciones en la propiedad de trabajadores y directivos.

³ $Q \text{ de Tobin} = \frac{\text{Valor de mercado de la compañía}}{\text{Valor contable de la compañía}} = \frac{\text{Capitalización bursátil}}{\text{Valor patrimonial neto}}$

Una q mayor significa que el mayor valor bursátil reduce el beneficio deseado del capital accionario y, por tanto, el coste del capital.

(Brainard y Tobin, 1968) o el canal del coste del capital accionario de las empresas.

Por último, la ecuación (9) incorpora los modelos más sencillos de crecimiento, permitiendo algunas observaciones sobre el efecto de la *financiarización* sobre el crecimiento. El crecimiento depende positivamente de la participación de la inversión en el producto, elemento éste con un sólido sustento empírico (De Long y Summers, 1991). Una especificación alternativa podría ser en términos de ratio inversión-capital. La mayor inversión tiene un efecto marginal positivo sobre el crecimiento pero decreciente, lo que hace que sea más difícil conseguir un mayor crecimiento. Sustituyendo (7) en (9), tenemos:

$$g = g([\beta_0 + \beta_1 Y + \beta_2 P + \beta_3 q]/Y) \quad (10)$$

Una característica de la ecuación (10) es que los aumentos en la producción que disminuyen la participación de la inversión reducirán el crecimiento. Esta conclusión difiere del modelo de crecimiento kaleckia-

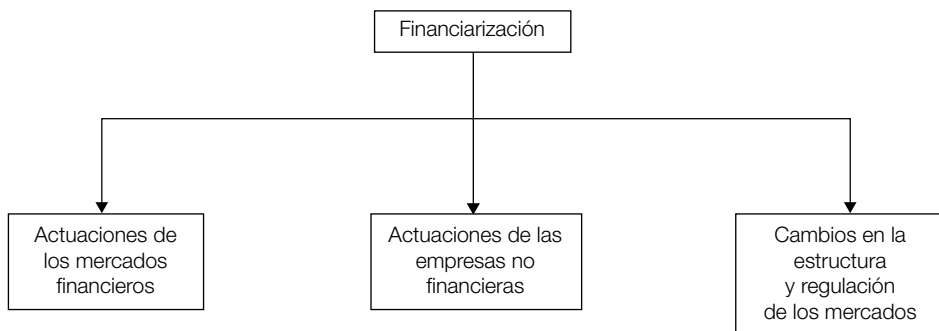
no estándar, en el cual se supone que una mayor utilización de la capacidad productiva, lo cual es análogo a un mayor producto, acelera el crecimiento. La diferencia se debe a que en el modelo estándar kaleckiano el crecimiento está determinado por la tasa de acumulación de capital (I/K) y no por la tasa de inversión (I/Y). Si el ratio I/Y es la especificación correcta, la mayor utilización de la capacidad productiva generada por un mayor consumo podría disminuir el crecimiento, excepto que la utilización de la capacidad (la renta) tenga un efecto positivo no lineal sobre la inversión. Este es un tema que merece un detenido estudio teórico y empírico.

3. LOS CANALES DE LA 'FINANCIARIZACIÓN'

El gráfico n.º 1 describe tres canales a través de los cuales la *financiarización* afecta al proceso económico. El primer canal hace referencia a los cambios en los mer-

Gráfico n.º 1

Los canales de la 'financiarización'



Fuente: Elaboración propia.

cados financieros que afectan a la economía macro. Estos cambios incluyen los cambios en la valoración de las acciones, un mayor acceso a la deuda, y los cambios en las condiciones de acceso al crédito.

El segundo canal hace referencia a los cambios en el comportamiento de las empresas no financieras. Este puede incluir cambios en la política financiera de las empresas relativos a los pagos a los accionistas y cambios en el apalancamiento empresarial y en el comportamiento en materia de financiación.

El tercer canal se refiere a los cambios en la política económica por los cuales los intereses financieros presionan. Estos cambios incluyen la desregulación de los mercados financieros y de trabajo y la globalización, y afectan a parámetros estructurales tan importantes como la participación de los beneficios o la composición de la masa salarial.

El artículo usa el modelo básico presentado en la segunda sección para elaborar una narración histórica esquemática que muestra cómo los cambios relacionados con la *financiarización* han cambiado los patrones del proceso económico y sus resultados.

4. LA EDAD DE ORO DEL CAPITALISMO, 1945-1969

El análisis comienza en el periodo de 25 años de duración que siguió al fin de la II Guerra Mundial comúnmente conocido como la Edad de Oro del capitalismo. Durante este periodo la economía real se caracterizó por el pleno empleo y por un rápido crecimiento, mientras que por el lado de las finanzas los beneficios eran altos y se expandía el mercado bursátil.

Las decisiones de inversión, financiación y pago de dividendos de esta primera etapa pueden ser descritas esquemáticamente por

$$I = \min[I^*, [1-v]P] \quad (11.1)$$

$$I^* < [1-v]P \quad (11.2)$$

$$R = \max[0, v[P - I]] \quad 1 > v > 0 \quad (11.3)$$

La ecuación (11.1) determina la inversión como el mínimo de la inversión deseada y de los beneficios retenidos. La desigualdad (11.2) implica que la inversión deseada sea menor que los beneficios retenidos, mientras que la ecuación (11.3) implica que el pago de dividendos sea igual al máximo de cero o de la fracción (v) del exceso de beneficios sobre el gasto en inversión.

Si resolvemos (11.1) a (11.3), entonces $I = I^*$ y $R = v[P - I^*]$. Durante este periodo las empresas se basaron en una financiación interna, pero los beneficios fueron los suficientemente altos como para que las empresas pudieran efectuar tanto la inversión deseada como el pago de dividendos. Así, no se produjo el recurso a la financiación externa⁴.

Si sustituimos las soluciones a las ecuaciones (11.1) a (11.3) en las ecuaciones del modelo básico, obtenemos una expresión para la producción dada por

$$Y^* = \{\alpha_0 + [1 - \alpha_3 v][\beta_0 + \beta_3 q]\} / \quad (12)$$

$$\{1 - \{\alpha_1 b + \alpha_2 [1 - b]\}[1 - s_p] - \{\alpha_3 v + \alpha_4 q + [1 - \alpha_3 v]\beta_2\}s_p - [1 - \alpha_3 v]\}$$

Los parámetros críticos son s_p , b , v , y q . La estática comparativa es:

$$dY/ds_p >_< 0, dy/db > 0, dY/dv > 0, dY/dq > 0$$

$$dI/ds_p >_< 0, dI/db > 0, dI/dv > 0, dI/dq > 0$$

⁴ v es el ratio o proporción de dividendos distribuidos. Si $v=1$, entonces las empresas distribuyen todos sus beneficios después de financiar la inversión. Si $v < 1$, entonces retienen parte de los beneficios, lo que supone que acumulan saldos líquidos u otros activos financieros.

Como en los modelos kaleckianos estándar, el efecto de un aumento en la participación de los beneficios (un mayor s_p) es ambiguo. Por un lado, hay un efecto positivo sobre la inversión, y también hay un efecto positivo sobre el consumo debido a la riqueza bursátil. Sin embargo, también hay un efecto negativo sobre el consumo debido a una menor participación salarial. Si la economía está dirigida por los beneficios, los primeros efectos dominan, y una mayor tasa de beneficios aumenta la actividad económica; si la economía está guiada por los salarios, el último efecto domina y una mayor tasa de beneficio reduce la producción. Este tipo de ambigüedad fue identificado por Bhaduri y Larglin (1990), pero el actual modelo refuerza su análisis al introducir un efecto de la participación de los beneficios sobre la riqueza bursátil y el consumo. Este canal adicional hace más probable que las economías sean guiadas por los beneficios.

El impacto sobre la inversión también es ambiguo. Por un lado hay un efecto positivo directo de la participación de los beneficios. Sin embargo, y de forma opuesta opera el efecto acelerador de la renta, cuyo signo es ambiguo y podría compensar el efecto de la participación de los beneficios. Si la economía está guiada por los beneficios, el efecto acelerador es positivo y refuerza el efecto de la participación de los beneficios. Si, por el contrario, la economía está guiada por los salarios, podría más que compensar e incluso anular dicho efecto.

Esto da origen a la paradoja de que la actividad económica podría caer ya que la economía está guiada por los salarios pero la tasa de crecimiento podría aumentar al incrementarse la participación de la inversión. Este inusual efecto crecimiento se genera al haber especificado el crecimiento

como una función de la participación de la inversión y no de la tasa de acumulación de capital (I/K), y muestra la importancia de las especificaciones alternativas de la función de crecimiento⁵.

Un incremento de la propensión marginal al consumo de los trabajadores y los directivos aumenta la producción y la inversión ya que aumenta la demanda agregada. Un aumento de la participación de los trabajadores en la masa salarial (un b más alto) tiene un efecto claramente positivo en la producción y la inversión. La causa es que supone el transferir renta de los directivos a los trabajadores, teniendo estos una mayor propensión a consumir. Esto ilustra cómo el modelo puede ser guiado tanto por los beneficios como por los salarios: tanto una mayor participación de los salarios en la masa salarial como de los beneficios pueden ser expansivas.

Un aumento en el ratio de dividendos distribuidos (una mayor v) tiene un efecto indudablemente positivo sobre la producción y la inversión. La razón es que aumenta la renta disponible, lo cual aumenta el consumo lo que a su vez aumenta la inversión y la producción. Al mismo tiempo, el aumento de los dividendos no expulsa la inversión ya que las empresas disponen de abundantes beneficios para financiarla.

Por último, un *boom* en el mercado bursátil producido por la exuberancia de los inversores (mayor q) también aumenta la producción y la inversión. En primer lugar, aumenta la riqueza bursátil, aumentando el consumo. Esto aumenta la producción, lo

⁵ Desde la perspectiva de la crítica del capital de Cambridge, la especificación del crecimiento como una función de la participación de inversión adquiere mayor sentido. Esto es porque la crítica del capital de Cambridge niega la existencia de capital agregado.

que tiene un efecto acelerador positivo sobre la inversión. Además, los mayores precios de las acciones tienen un efecto directo positivo sobre la inversión a través del canal de la q de Tobin, por el cual el mayor valor bursátil reduce el beneficio deseado del capital accionario. Así, la exuberancia bursátil constituye una especie de *animal spirits*, y su efecto es siempre positivo. Estos mayores precios bursátiles constituyen una especie de «menú gratis» keynesiano.

5. EL CAPITALISMO CONFLICTIVO DE LOS SETENTA

Los años setenta fueron testigos del fin de la Edad de Oro y de un cambio en el régimen económico cuando el *boom* de los sesenta dio paso a la inflación con estancamiento y al creciente conflicto por la distribución de la renta. El nuevo régimen puede ser interpretado como uno en el que las empresas están sujetas a restricciones financieras debido a la reducción de los beneficios causada por el alto nivel de empleo. En el régimen de reducción de beneficios, la inversión y el pago de dividendos se caracterizan por:

$$I = \min[I^*, [1-v]P] \quad (13.1)$$

$$I^* > [1-v]P \quad (13.2)$$

$$R = vP \quad (13.3)$$

El elemento clave es que la inversión deseada excede de los beneficios retenidos por lo que la inversión está restringida por los beneficios. Hay dos explicaciones para ese nuevo comportamiento. La primera es que los beneficios cayeron debido a los *shocks* petrolíferos de la OPEP y a los altos niveles de empleo y a la lucha sindical. La segunda es que las empresas habían aumentado en el pasado los dividendos y

ahora se veían obligadas a efectuar esos pagos a los accionistas.

Resolver las ecuaciones (13.1) a (13.3) supone que $I = [1-v]P$, lo que implica que la inversión está restringida por los beneficios. Si sustituimos esto en las ecuaciones del modelo básico, obtenemos la siguiente expresión para la producción:

$$Y = \alpha_0 / \{1 - [\alpha_1 b + \alpha_2 [1 - b]] [1 - s_p] - [\alpha_3 v + \alpha_4 q + [1 - v]] s_p\} \quad (14)$$

La estática comparativa supone que:

$$dY/ds_p > 0, dY/db > 0, dY/dq > 0, dY/dv < 0.$$

$$dI/ds_p > 0, dI/db > 0, dI/dq > 0, dI/dv < 0.$$

De nuevo, el efecto de una mayor participación de los salarios (mayor s_p) es ambiguo debido a las ya de sobra conocidas razones de si la actividad es guiada por los salarios o por los beneficios. Sin embargo, en un régimen donde las empresas ven comprimidos sus beneficios es más probable que la economía esté guiada por los beneficios. La causa es que el efecto directo de una mayor proporción de los beneficios sobre la inversión es probablemente mayor, ya que relaja la restricción financiera que opera sobre la inversión de las empresas. La relajación de la restricción financiera tendrá un efecto grande si v es pequeña (es decir, los dividendos son pequeños y los beneficios retenidos son grandes), en cuyo caso los beneficios adicionales se gastan en forma de inversión. Este efecto puede anular el efecto negativo sobre el consumo derivado de una menor participación salarial.

Dado que las empresas están restringidas por los beneficios, la producción y la inversión caen en respuesta a los mayores dividendos distribuidos (mayor v). La razón es que los mayores dividendos reducen la in-

versión en una cuantía equivalente, mientras que las familias sólo gastan una fracción de la renta procedente de los dividendos ($1 > \alpha_3$). El efecto de la exuberancia bursátil (mayor q) sigue siendo claramente positivo.

Por último, los cambios en la masa salarial a favor de los trabajadores también tienen un efecto claramente positivo en la producción y la inversión. Sin embargo, esto resalta el dilema del régimen de compresión de beneficios, en donde el mercado no puede llevar a cabo un ajuste estable. Supongamos que los beneficios deben volver a su nivel inicial, y que esto se traduce en un régimen modificado que eleva la participación de los beneficios mediante mayores márgenes de beneficios. Las mismas fuerzas que aumentan la participación de los beneficios pueden también reducir la participación de los trabajadores en la masa salarial, con lo que el resultado sería contractivo. Lo que podría necesitarse sería una mayor participación de los beneficios y una mayor participación de los trabajadores en la masa salarial, pero el mercado no tiene forma de generar esto. Esto habla a las claras del importante papel que podrían jugar medidas como las políticas de rentas y las políticas de gobernanza empresarial que restringen las retribuciones de los directivos al tiempo que permiten una mayor participación de los beneficios.

6. EL CAPITALISMO DE LAS ADQUISICIONES APALANCADAS DE LOS OCHENTA

Si en los setenta salieron a la luz los incipientes conflictos dentro de la economía que impusieron una restricción de beneficios a las empresas, los ochenta vieron como se

inauguraba la era de la *financiarización*, la cual formaba parte de una estrategia empresarial para afrontar los retos surgidos en la década anterior. Así, las empresas empezaron a endeudarse para financiar actividades como las adquisiciones apalancadas. Este endeudamiento satisfacía tres objetivos. En primer lugar, agradaba a Wall Street al devolver fondos a los accionistas. En segundo lugar, permitía a las empresas financiar sus planes deseados de inversión. En tercer lugar, aumentaba el endeudamiento de las empresas, frenando de esta forma las demandas salariales de los trabajadores. Además, los cambios estructurales en el mercado de trabajo debilitaron la posición negociadora de los trabajadores. Esto cambió la distribución de la masa salarial a favor de los directivos, cambio ejemplificado en la explosión de las retribuciones de los altos ejecutivos (Mishel *et al.*, 2007).

La formalización de estos nuevos desarrollos requiere volver a especificar las decisiones de financiación e inversión de las empresas, las cuales se describen en las siguientes ecuaciones:

$$D = D_{-1} + B \quad (15.1)$$

$$B = \text{Min}[D_{\text{MAX}} - D_{-1}, B^*] = B^* \quad (15.2)$$

$$B^* = B_{\text{DIV}} + B_{\text{INV}} \quad (15.3)$$

$$B_{\text{INV}} = [I^* - [1-v]P] \quad (15.4)$$

$$R = vP + B_{\text{DIV}} + iD_{-1} \quad (15.5)$$

$$I = \text{Max}[I^*, [1-v]P - iD_{-1} + B_{\text{INV}}] = I^* \quad (15.6)$$

$$wN = s_w[Y - z i D_{-1}] \quad 0 < z < 1 \quad (15.7)$$

$$P = s_p Y + s_w z i D_{-1} \quad (15.8)$$

$$V = q[P - iD_{-1}] + iD_{-1} \quad (15.9)$$

Donde: B = endeudamiento empresarial, D_{-1} = deuda empresarial acumulable del último periodo, D_{MAX} = límite de endeudamiento empresarial, B^* = endeudamiento

deseado de las empresas, B_{DIV} = endeudamiento para financiar adquisiciones de empresas, B_{INV} = endeudamiento para financiar la inversión deseada, e i = tipo de interés nominal de la deuda⁶.

La lógica de estas relaciones es la siguiente. La ecuación (15.1) describe la evolución del endeudamiento empresarial. La ecuación (15.2) describe el endeudamiento efectivo de las empresas, y supone que las empresas pueden pedir prestado tanto como desean (B^*), pues sus balances están relativamente saneados al estar su endeudamiento por debajo del límite máximo posible. La ecuación (15.3) descompone el endeudamiento deseado en endeudamiento para financiar un pago apalancado a los accionistas exógenamente determinado y en endeudamiento para financiar la inversión deseada. La ecuación (15.4) define el endeudamiento para financiar la inversión como equivalente a la diferencia entre los beneficios retenidos y la inversión deseada.

La ecuación (15.5) determina el pago total a los accionistas que consiste en los dividendos, el pago apalancado, y los intereses de la deuda existente. La ecuación (15.6) determina la inversión efectiva.

Las ecuaciones (15.7) y (15.8) determinan la masa salarial y los beneficios. La innovación clave es que la cantidad de renta disponible para los salarios se reduce por el pago del servicio de la deuda, reflejando cómo la ingeniería contable puede frenar las demandas de renta de otros agentes (Bronars y Deere, 1991). El coeficiente z determina la extensión a la que la deuda reduce la renta disponible para los salarios al intimidar a los trabajadores con la amenaza de la bancarro-

ta. La teoría neoclásica pura establece que $z=0$. El argumento es que la competencia en el mercado de trabajo asegura que los trabajadores sean retribuidos de acuerdo a su productividad marginal, la cual está determinada tecnológicamente y no se ve afectada por la ingeniería financiera. La teoría kaleckiana plantea que $z>0$ ya que los salarios se determinan por su poder negociador relativo.

Finalmente, la ecuación (15.9) determina la riqueza financiera, que ahora está formada por la riqueza bursátil y la deuda empresarial. El valor de las acciones se determina por el valor de los beneficios después del pago de intereses. El valor de la deuda es su valor facial. Si sustituimos (15.7) en (15.9) obtenemos

$$V = q[s_p Y + s_w z i D_{-1} - i D_{-1}] + i D_{-1} \quad (16)$$

El término $s_w z i D_{-1}$ representa el aumento del valor de los accionistas que surge de la reingeniería del balance empresarial y que impide las demandas salariales favoreciendo así a los beneficios.

Nuevamente, la teoría neoclásica proporciona un valor de referencia. En primer lugar, mantiene que $z=0$. En segundo lugar, bajo el «teorema» de Modigliani y Miller (1958), un dólar de renta siempre vale lo mismo, con independencia de si se paga como dividendos o como intereses, por lo que $q = 1/i$. Por lo tanto, el valor de la riqueza financiera no cambia por la ingeniería financiera y $V = q s_p Y$. En un esquema postkeynesiano z puede ser distinta de cero y los precios de las acciones pueden ser mayor o menor que $1/i$ dependiendo del estado de la exuberancia del mercado.

Resolviendo las ecuaciones (15.4) a (15.6) se obtiene que $I = I'$. Al combinar las ecuaciones (15.1) a (15.9) con el modelo

⁶ El término $i D_{-1}$ representaría el valor real del pago de intereses de la deuda ya que el modelo no tiene en cuenta la existencia de inflación.

básico se obtiene la siguiente solución para la producción:

$$Y = \{\alpha_0 + \beta_0 + \alpha_3 B_{DIV} + \beta_3 q + \{\alpha_3[1-v] + \alpha_4[1+q[1-s_p]z-1]\} + \beta_2[1-s_p]z - [\alpha_1 b + \alpha_2[1-b]z]iD_{-1}\} \quad (17)$$

$$\{1 - [\alpha_1 b + \alpha_2[1-b]][1-s_p] - \alpha_3 v s_p - \alpha_4 q s_p - \beta_1 - \beta_2 s_p\}$$

La ecuación (7) es una expresión complicada pero que es reveladora de los canales a través de los cuales la *financiarización* afecta a la actividad económica.

Como antes, los aumentos en la tasa de beneficio son ambiguos debido a la distinción entre economías guiadas por los beneficios o por los salarios. La redistribución de la masa salarial a favor de los trabajadores (mayor b) sigue siendo claramente expansiva.

Los incrementos en el ratio de dividendos distribuidos también son claramente expansivos. La razón es que distribuyen beneficios a las familias, las cuales gastan una parte de ellos, mientras que la inversión no se ve afectada ya que las empresas compensan esos beneficios distribuidos con el endeudamiento (B_{INV}) con los bancos. De igual forma, un mayor valor de los precios de las acciones también es claramente positivo debido a su impacto sobre la riqueza y el consumo y por efecto de la q de Tobin sobre la inversión. Así, parece que el efecto de «menú gratis» de los *animal spirits* de Keynes sigue operando.

Los pagos a las familias derivados de las adquisiciones apalancadas también resultan expansivos, ya que las empresas financian esos pagos mediante el endeudamiento bancario y traspasan esos fondos a las familias, las cuales se gastan una parte de los mismos.

El endeudamiento representa la dimensión flujo del crédito, y la deuda representa la dimensión *stock*. Mientras que el endeudamiento (B_{INV} y B_{DIV}) es nítidamente expansivo, el efecto del *stock* de deuda es más matizado.

En el régimen de adquisiciones apalancadas el *stock* de deuda de las empresas está por debajo de su límite de endeudamiento (D_{MAX}), lo que implica que las empresas siempre tienen acceso a más crédito. Por lo tanto, el *stock* de deuda (D_{-1}) no restringe el endeudamiento, por lo que la deuda no tiene efectos negativos para las empresas. Es solo posteriormente, en el proceso de *financiarización*, al aparecer las restricciones al endeudamiento cuando los efectos del *stock* de deuda entran en juego.

Un efecto potencialmente contractivo de los mayores *stocks* de deuda actúa a través de su efecto sobre la participación de los salarios, la cual se reduce al complicar el pago de renta a los tenedores de bonos. Esto aumenta la participación de los beneficios, lo que resulta contractivo si la economía está guiada por los salarios. Sin embargo, es expansivo si la economía está guiada por los beneficios.

Otro efecto del mayor *stock* de deuda opera a través de los efectos de la valoración financiera. Recordemos que la renta de los beneficios se transforma en pagos de deuda, lo que genera dos efectos. Un primer efecto expansivo es que los beneficios se abonan como renta de intereses. Esto es expansivo pues nadie los mantiene como beneficios retenidos, tal y como se ve en la expresión para la renta de dividendos e ingresos dada por:

$$R = v[s_p Y - iD_{-1}] + iD_{-1} + B_{DIV} \quad (18)$$

Un segundo efecto ambiguo se refiere al valor de la renta financiera. La transformación de los beneficios en pagos de deuda reduce el valor financiero de las acciones y aumenta el valor de la deuda viva. La riqueza financiera aumenta si $q < 1/i$, lo cual es expansivo. Por el contrario, la riqueza financiera descende si $q > 1/i$, lo que es contractivo. En un mercado bursátil deprimido, la riqueza financiera aumenta al usar la deuda para recomprar activos minusvalorados, mientras que la riqueza financiera cae al usar la deuda para recomprar acciones sobrevaloradas.

En resumen, como siempre, en un sistema macroeconómico complejo existen ambigüedades. Dicho, esto, el periodo de adquisiciones apalancadas de la *financiarización* fue probablemente expansivo ya que las empresas efectuaron grandes pagos a las familias que incentivaron el consumo, mientras que el gasto en inversión no se vio afectado debido a que las empresas pudieron financiar por completo su inversión deseada recurriendo al endeudamiento bancario gracias a que su deuda estaba por debajo de los niveles máximos.

¿Qué hay del efecto sobre el crecimiento? Comparado con el régimen del capitalismo conflictivo de los setenta, el régimen de adquisiciones apalancadas probablemente contribuyó a la recuperación del crecimiento. Sin embargo, comparado con la Edad de Oro el efecto es ambiguo y depende de la especificación del proceso de crecimiento. Si el crecimiento es una función de la participación de la inversión (I/Y), es probable que el impacto sea pequeño pues tanto I como Y aumentan. Si el crecimiento es una función de la tasa de acumulación (I/K) el crecimiento puede acelerarse ya que I aumenta.

7. EL CAPITALISMO DEL ENDEUDAMIENTO DEL CONSUMIDOR DE LOS AÑOS NOVENTA Y PRIMERA DÉCADA DEL SIGLO XXI

El *boom* de las adquisiciones empresariales apalancadas que duró hasta principios de los años noventa fue seguido de un *boom* del endeudamiento de los consumidores que duró hasta la crisis de 2007. El endeudamiento familiar es un componente esencial de la *financiarización*, pero que apenas ha sido objeto de atención por la literatura postkeynesiana. Así como se produjo el apalancamiento de los balances empresariales para transferir renta y espolear el crecimiento, dicho apalancamiento también tuvo lugar entre las economías domésticas.

Esta sección plantea el tema de la *financiarización* del consumidor utilizando para ello un marco simple presentado en Palley (1994, 1997). Dutt (2005, 2006) ha estudiado un modelo similar que es explícitamente dinámico pero que carece de efectos riqueza. Ahora, estos efectos riqueza están formados por el valor del mercado bursátil, que incluye a los bancos que prestan a los consumidores. Para simplificar la presentación, el modelo esquematizado trata la inversión como exógena y se abstrae de las cuestiones relativas al sector empresarial anteriormente tratadas. Esto permite centrar la atención en la dimensión de la *financiarización* del consumo.

El modelo básico de la *financiarización* del consumo es el siguiente:

$$Y = C + I \quad (19)$$

$$C = C_W + C_K \quad (20)$$

$$C_W = bwN - iD_{-1} + B \quad (21)$$

$$C_K = \alpha_2[1 - b]wN + \alpha_3R + \alpha_4V \quad (22)$$

$$I = I_0 \quad (23)$$

$$s_w + s_p = 1 \quad 1 > s_w > 0, 1 > s_p > 0 \quad (24)$$

$$wN = s_w Y \quad (25)$$

$$P = s_p Y \quad (26)$$

$$B = \text{Min}[D_{MAX} - D_{-1}, \varphi wN] \quad \varphi > 0 \quad (27)$$

$$D = D_{-1} + B \quad (28)$$

$$R = v[P + iD_{-1}] \quad (29)$$

$$V = q[P + iD_{-1}] \quad (30)$$

Donde C = consumo agregado, C_w = consumo de las familias deudoras (trabajadoras), C_K = consumo de las familias acreedoras (capitalistas), B = endeudamiento de los trabajadores, D_{-1} = deuda del periodo anterior de los trabajadores.

El rasgo más significativo es que la introducción de la deuda de los consumidores implica el distinguir entre familias acreedoras y deudoras. Se supone que las familias trabajadoras tienen todo el endeudamiento y que éstas tienen una propensión marginal al consumo igual a la unidad. Esto significa que las familias capitalistas o de los directivos poseen toda la riqueza y que sólo ellas reciben los dividendos y la renta de los intereses.

Los trabajadores se endeudan con los bancos, los cuales son considerados como parte del sector empresarial. Ahora, las empresas no abonan los intereses a las familias (cuando efectúan las adquisiciones apalancadas) sino que las familias deudoras pagan intereses a las empresas. Parte de estos intereses se redistribuyen en forma de dividendos a las familias capitalistas.

La ecuación (19) es la identidad de la renta nacional, mientras que la ecuación

(20) define el consumo agregado en términos del consumo de las familias trabajadoras deudoras y del consumo de las familias acreedoras capitalistas. La ecuación (21) describe el consumo de las familias trabajadoras como financiado por la renta salarial y el endeudamiento, pero reducido por el pago de intereses de la deuda. La ecuación (22) describe el consumo de las familias capitalistas. La ecuación (23) determina la inversión, la cual se considera exógena por cuestiones de simplicidad. La ecuación (24) es la restricción añadida relativa a las participaciones de salarios y beneficios. La ecuación (25) determina la participación salarial y la ecuación (26) determina la participación de la inversión.

Las ecuaciones (27) a (30) describen las dimensiones financieras de la *financiarización* del consumidor. La ecuación (27) determina el endeudamiento de los consumidores. Cada periodo los trabajadores piden prestado una fracción, φ , de sus ingresos salariales en la medida en que su deuda total es inferior a su límite de endeudamiento. La ecuación (28) determina la evaluación de la deuda de las familias. La ecuación (29) determina la cuantía de los dividendos pagados a los capitalistas, los cuales proceden de los beneficios y de los intereses recibidos por los bancos. La ecuación (30) determina el valor de la riqueza bursátil, la cual es el valor descontado atribuido a los beneficios y la renta de intereses bancarios. La solución al modelo es:

$$Y = \{I + [\alpha_3 v + \alpha_4 q - 1]iD_{-1}\} / \{1 - b[1 - s_p] - \alpha_2[1 - b][1 - s_p] - \varphi[1 - s_p] - \alpha_3 v s_p - \alpha_4 q s_p\} \quad (31)$$

Existen cuatro dimensiones de la *financiarización* del consumidor. La primera, es que el endeudamiento del consumidor es claramente positivo, ya que financia el consumo adicional de los trabajadores. El efec-

to es captado en el denominador por el término $-\varphi[1 - s_p]$.

En segundo lugar, la mayor deuda es contractiva si $[\alpha_3 v + \alpha_4 q - 1] < 1$. La razón es que los mayores intereses de la deuda reducen el consumo de los trabajadores, pero elevan el consumo de los capitalistas al elevar el pago de dividendos por parte de los bancos y al aumentar la riqueza bursátil de los capitalistas. Como la propensión a consumir de los trabajadores es la unidad y las propensiones a consumir de los capitalistas de los dividendos y de la riqueza bursátil (α_3 y α_4) son bajas, el efecto de la deuda es probablemente negativo.

Tercero, el parámetro φ es importante ya que determina el endeudamiento de los trabajadores en cada periodo como un múltiplo de su renta. Los procesos de innovación financiera y de desregulación podrían elevar el valor de este parámetro.

En cuarto lugar, el parámetro D_{MAX} también es relevante pues limita el endeudamiento del consumidor. Es posible que los procesos de innovación financiera y desregulación aumenten el techo de endeudamiento de los consumidores, retrasando el momento en que estos agentes afronten la restricción del endeudamiento.

Como anteriormente, un aumento en la participación de los beneficios reduce el consumo al reducir la renta salarial de las familias trabajadoras y capitalistas/directivas. También aumenta el consumo al incrementar los dividendos abonados a los capitalistas y al aumentar el valor de la riqueza bursátil de los capitalistas. Sin embargo, ahora hay un nuevo canal negativo pues una menor participación salarial reduce la cantidad que los trabajadores pueden pedir prestado. Esto ayuda a entender por qué la innovación financiera ha sido tan importan-

te, pues el aumento del parámetro del endeudamiento φ puede compensar el efecto negativo que la financiación de las adquisiciones apalancadas de las empresas ejerce sobre la participación salarial.

8. LAS RESTRICCIONES AL ENDEUDAMIENTO Y LA LLEGADA DEL ESTANCAMIENTO DURADERO

A la expansión guiada por el consumo del periodo 2001-07 le ha seguido la mayor recesión desde la Gran Depresión de los años treinta. Se puede pensar que esta recesión supone un cambio hacia la última etapa de la *financiarización* en la cual tanto las empresas como las familias tienen su endeudamiento restringido.

Esta última etapa puede ser aprehendida por un modelo que combina los modelos desarrollados para describir la economía norteamericana en los años ochenta (apartado 3.3) y en los noventa y la primera década del siglo (apartado 3.4). El elemento central de este modelo combinado es la necesidad de reconocer tanto la deuda empresarial como familiar. Además, en esta etapa tanto las empresas como las familias tienen restricciones al endeudamiento, lo que las lleva a desendeudarse, lo que implica que en vez de endeudarse con los bancos, las familias y las empresas están amortizando deuda.

Las restricciones financieras del sector empresarial son:

$$D^{Corp} = D^{Corp}_{-1} - B^{Corp} \quad (32)$$

$$B^{Corp} = D^{Corp}_{Max} - D_{-1} = -Z^{Corp} \leq 0 \quad (33)$$

$$R = vP - Z^{Corp} + iD^{Corp}_{-1} \quad (34)$$

$$\begin{aligned} I &= \text{Min}[I^*, [1-v]P - Z^{Corp} - iD^{Corp}_{-1}] = \\ &= [1-v]P - Z^{Corp} - iD^{Corp}_{-1} \end{aligned} \quad (35)$$

donde D^{Corp} = deuda de las empresas, B^{Corp} = endeudamiento de las empresas, $-Z^{Corp}$ = amortización de la deuda empresarial. La ecuación (32) describe la evolución de la deuda empresarial. La ecuación (33) determina el flujo de endeudamiento de las empresas, el cual es ahora negativo. La ecuación (34) determina el pago de dividendos empresariales y de intereses, mientras que la ecuación (35) determina el gasto en inversión.

Hay varios elementos clave en estas ecuaciones. El primero, que las empresas tienen restricciones al endeudamiento, lo que minoraría la cantidad que pueden pedir prestado. La ecuación (33) supone que están desapalancándose y amortizando préstamos, por lo que $B^{Corp} = -Z^{Corp} \leq 0$. La ecuación (34) determina la inversión, la cual nuevamente está restringida por los beneficios.

En cierto sentido, las empresas retornan al anterior régimen de restricción de beneficios que caracterizó la década de los setenta. Sin embargo, la situación se agrava porque los balances empresariales están actualmente deteriorados. Esto restringe aún más la inversión ya que las empresas deben desendeudarse ($-Z^{Corp}$) y pagar intereses por la deuda contraída (iD^{Corp}_{-1}). Esto conduce a una menor inversión, con profundas consecuencias sobre la producción y el crecimiento.

La restricción financiera del sector familias está dada por

$$D^{Cons} = D^{Cons}_{-1} + B^{Ccons} \quad (36)$$

$$B^{Ccons} = D^{Cons}_{MAX} - D^{Cons}_{-1}, = -Z^{Cons} < 0 \quad (37)$$

Ahora, las familias tienen una restricción al endeudamiento, y la ecuación (37) también incorpora el desapalancamiento a través de la amortización de la deuda. Esto es claramente contractivo, ya que reduce di-

rectamente el gasto en consumo de las familias trabajadoras.

Mientras que antes el endeudamiento estimulaba el gasto de familias y empresas, el desapalancamiento opera en sentido contrario pues las familias y empresas reducen el gasto para amortizar su deuda. Además, el impulso contractivo se agrava ya que las empresas y familias deben abonar el pago de los intereses de la deuda, lo que tiende a reducir aún más la demanda.

Las ecuaciones para el sector real de la economía son las siguientes:

$$Y = C + I \quad (38)$$

$$C = C_W + C_K \quad (39)$$

$$C_W = bwN - iD^{Cons}_{-1} + B^{Cons} \quad (40)$$

$$C_K = \alpha_2[1 - b]wN + \alpha_3R + \alpha_4V \quad (41)$$

$$wN = s_W[Y - ziD^{Corp}_{-1}] \quad 0 < z < 1 \quad (42)$$

$$P = s_pY + s_WziD^{Corp}_{-1} \quad (43)$$

$$V = q[P - iD^{Corp}_{-1} + iD^{Cons}_{-1}] + iD^{Corp}_{-1} \quad (44)$$

Al sustituir la ecuación (37) en (40) se obtiene la siguiente expresión para el consumo de los trabajadores:

$$C_W = bwN - iD^{Cons}_{-1} - Z^{Cons} \quad (45)$$

Esta expresión muestra cómo el pago de los intereses por los consumidores y el desapalancamiento reducen el consumo de los trabajadores. Mientras que el pago de los intereses al menos en parte es transferido a las familias capitalistas sustentando el consumo de éstas, la amortización extingue los préstamos bancarios, y tiene un efecto negativo sobre la demanda agregada.

El nivel de inversión se determina por:

$$I = [1 - v]P - Z^{Corp} - iD^{Corp}_{-1} \quad (46)$$

Los intereses abonados por las empresas y la amortización de préstamos tienen

un efecto similar sobre las empresas, reduciendo la inversión al acentuarse la restricción financiera de las empresas. La amortización de los préstamos empresariales cancela los préstamos y reduce la inversión sin generar ningún efecto positivo sobre la demanda agregada. El pago de intereses por las empresas reduce la inversión pero tiene un efecto positivo sobre la renta de las familias capitalistas que apoya el consumo de éstas.

Al resolver el modelo se obtiene la siguiente expresión para el output

$$Y = \{-[b + \alpha_2[1 - b]][1 - s_p]zID^{Corp}_{-1} - Z^{Cons} - Z^{Corp} - iD^{Cons}_{-1} - iD^{Corp}_{-1} \quad (47)$$

$$+ \alpha_3[iD^{Corp}_{-1} - Z^{Corp}] + \alpha_4\{q[iD^{Cons}_{-1} - iD^{Corp}_{-1}] + iD^{Corp}_{-1}\} /$$

$$\{1 - [b + \alpha_2[1 - b]][1 - s_p] - \alpha_3vs_p - \alpha_4qs_p - [1 - v]s_p\}$$

Esta compleja expresión es realmente fácil de entender y proporciona una adecuada comprensión de las dificultades por las que ahora atraviesa la economía.

El primer término del numerador es negativa y refleja el hecho de que la *financiarización* de las compras apalancadas reduce la participación salarial al dificultar las demandas salariales. Esto reduce el gasto tanto de las familias trabajadoras como capitalistas $(-[b + \alpha_2[1 - b]][1 - s_p]zID^{Corp}_{-1})$.

El segundo término del numerador $(-Z^{Cons})$ también es negativo. Representa el efecto negativo sobre el consumo del desapalancamiento de las familias trabajadoras.

El tercer término del numerador $(-Z^{Corp})$ también es negativo. Representa el efecto negativo sobre la inversión del desapalancamiento de las empresas. Estos pagos aumentan la restricción financiera sobre las

empresas e implican una reducción de la inversión por una cuantía equivalente. También tienen un efecto negativo sobre los dividendos, ya que los beneficios se usan para amortizar préstamos y no para abonar dividendos, lo que reduce la renta y el consumo de las familias capitalistas $(-\alpha_3Z^{Corp})$.

El cuarto término del numerador $(-iD^{Cons}_{-1})$ también es negativo. Representa el efecto negativo del pago de intereses sobre el consumo de los trabajadores.

Finalmente, el quinto término del numerador $(-iD^{Corp}_{-1})$ también es negativo. Representa el impacto negativo de los intereses de la deuda sobre la inversión de las empresas. Al igual que la amortización de los préstamos, estos pagos acentúan la restricción financiera sobre las empresas.

Frente a estos efectos negativos hay dos efectos positivos. En primer lugar, los intereses pagados por las empresas van a parar a las familias capitalistas, aumentando su renta y su consumo $(\alpha_3iD^{Corp}_{-1})$. En segundo lugar, los intereses pagados por los trabajadores aumentan los beneficios, elevando la riqueza financiera y el consumo de los capitalistas. Por razones anteriormente discutidas en relación de las valoraciones del mercado de activos y el teorema Modigliani – Miller, el efecto del servicio de la deuda empresarial sobre la riqueza financiera y el consumo de los capitalistas resulta ambiguo $(-\alpha_4q iD^{Cons}_{-1} + iD^{Corp}_{-1})$.

Todos estos canales muestran cómo los efectos de la *financiarización* se ramifican por toda la economía. La *financiarización* afecta a la participación salarial y a la redistribución funcional de la renta; redistribuye la renta entre las familias trabajadoras y capitalistas; transforma los beneficios en intereses pagados a las familias capitalistas;

primero fomenta el consumo y la inversión a través del endeudamiento y luego los frena mediante el desapalancamiento y el pago del servicio de la deuda.

Un elemento distintivo del régimen de estancamiento es que la participación de los beneficios puede ser muy alta, pero las empresas y la economía pueden ver como se reducen los beneficios. Esto se debe a que las empresas sufren una restricción al endeudamiento y están forzadas a desapalancarse, y porque la renta de los beneficios debe dedicarse al pago de intereses. Esta situación puede generar una economía política problemática, en donde el objetivo de las empresas es aumentar los beneficios para lo cual comprimen los salarios. Sin embargo, la realidad económica fuerza a las empresas a recapitalizarse, no a aumentar la participación de los beneficios.

El descenso de los tipos de interés puede tener un efecto positivo potencialmente grande sobre el consumo y la inversión al reducir la carga del servicio de la deuda tanto de los trabajadores ($-iD^{Cons}_{-1}$) como de las empresas ($-iD^{Corp}_{-1}$). Sin embargo, un problema es que, aunque la autoridad monetaria puede reducir los tipos de interés oficiales, los tipos de interés de mercado pueden aumentar debido a los mayores diferenciales asociados al riesgo crediticio derivado de un elevado apalancamiento y de la menor actividad económica (Palley, 2008b).

Por último, está la cuestión de lo que le ocurre al crecimiento. La acumulación de deuda empresarial y familiar puede iniciar un proceso de estancamiento caracterizado por altas tasas de paro. El crecimiento también caerá si la inversión cae proporcionalmente más que la renta.

9. CONCLUSIONES

La *financiarización* ha sido un rasgo clave de la economía norteamericana en los últimos treinta años. El proceso de *financiarización* ha sido un proceso evolutivo a largo plazo, marcado por la transición a lo largo de diferentes fases. Las etapas iniciales e intermedias se caracterizaron por condiciones económicas relativamente sólidas alimentadas por el endeudamiento empresarial y familiar. Sin embargo, ahora la economía americana parece afrontar un prolongado estancamiento debido a la carga de la deuda acumulada y al cambio desde un proceso de apalancamiento a otro de desapalancamiento.

La *financiarización* no debe considerarse un fenómeno aislado de otros fenómenos económicos que han tenido lugar. En particular, debería ser vista como un soporte del paradigma neoliberal desarrollado en los ochenta para hacer frente a los retos afrontados por el capital a finales de los sesenta y en los años setenta (Palley, 2009b). El paradigma neoliberal redistribuyó renta de los salarios a los beneficios, pero también redistribuyó renta salarial desde los trabajadores a los directivos/capitalistas. Esa redistribución suponía una amenaza a la demanda agregada y la *financiarización* ayudó a compensar la menor demanda generada por dicha redistribución.

El hecho de que el proceso de *financiarización* fuera a largo plazo y que tuviera un efecto expansivo en las etapas iniciales e intermedias hizo que fuera extremadamente difícil oponerse a este proceso. Cuando la situación es incluso medianamente buena es difícil dar impulso al cambio de políticas, ya que tanto estas políticas como el proceso político tiene un sesgo inherente contrario a adoptar cambios en situaciones bue-

nas. Los costes políticos de dicho cambio son directos e inmediatos, mientras que los beneficios radican en evitar un hipotético problema futuro.

Este sesgo político se reforzó por el hecho de que las fases expansivas del proceso de *financiarización* pudieron durar bastante tiempo. Aquí es donde la innovación y la desregulación financiera se tornaron importantes, pues permitieron que el proceso de acumulación de deuda y apalancamiento durara más de lo que razonablemente se esperaba. Además, esta duración fue ampliada por la masiva burbuja inmobiliaria generada al final de esta etapa. El resultado final demostró que quienes advertían sobre los efectos del proceso de *financiarización* fueron tildados de *Casandras*, aunque, como Cassandra, sus predicciones resultaron acertadas.

Por último, la imposibilidad de predecir los procesos evolutivos como el de la *finan-*

ciarización tiene importantes implicaciones para la representación y el estudio de la economía. Estos procesos son fundamentalmente innovadores y cambian la estructura de la economía. Esto implica que la econometría estándar de análisis de series temporales se enfrenta a grandes dificultades para estudiar series sujetas a continuas rupturas estructurales, por lo que los métodos de análisis de series temporales son de escasa utilidad para predecir el futuro, pues el futuro está gobernado por un proceso difícilmente predecible dada la continua innovación. Los análisis de sección transversal aprehenden elementos de una etapa concreta pero este enfoque no proporciona una comprensión adecuada de la esencia del proceso que como todo proceso es dinámico, vale decir, histórico. Esto demuestra que un enfoque de etapas de desarrollo y hechos estilizados resulta muy valioso, pues nos da un conocimiento cabal del origen del proceso y de la dirección de su avance.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BHADURI, A. y MARGLIN, S. (1990): «Unemployment and the Real Wage: The Economic Basis for Contesting Political Ideologies», *Cambridge Journal of Economics*, 14: 375 – 393.
- BRAINARD, W. y TOBIN, J. (1968): «Pitfalls in Financial Model Building», *American Economic Review*, 58: 99 – 122.
- BRONARS, S.G. y DEERE, D.R. (1991): «The Threat of Unionization, the Use of Debt, and the Preservation of Shareholder Wealth», *Quarterly Journal of Economics*, CVII: 231 – 254.
- CHICK, V. (1986): «The Evolution of the Banking System and the theory of Saving, Investment and Interest», *Economies et Societes, Monnaie et Production*, 3: 95 – 110.
- DE LONG, J.B. y SUMMERS, L.H. (1991): «Equipment Investment and Economic Growth», *Quarterly Journal of Economics*, 106: 445 – 502.
- DUTT, A.K. (2005): «Conspicuous Consumption, Consumer Debt and Economic Growth», en SETTERFIELD, M. (ed.), *Interactions in Analytical Political Economy: Theory, Policy and Applications*, M.E. Sharpe, Armonk, NY.
- 2006 «Maturity, Stagnation and Consumer Debt: A Steindlian Approach», *Metroeconomica*, 57: 339 – 364.
- EPSTEIN, G. (2001): «Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy», manuscript, Department of Economics, University of Massachusetts, Amherst, MA.
- HEIN, E. (2008a): «Rising Shareholder Power – Effects on Distribution, Capacity Utilization and Capital Accumulation in Kaleckian/Post-Kaleckian Models», en Hein, Niechoj, Spahn, y Truger (eds.), *Finance-led Capitalism? Macroeconomic Effects of Changes in the Financial Sector*, Metropolis – Verlag, Marburg: 89 – 120.
- 2008b. «Shareholder Value Orientation, Distribution and Growth – Short- and Medium-Rub Effects in a Kaleckian Model», *Metroeconomica*, próxima publicación.
- HEIN, E. y VAN TREECK, T. (2007): «Financialization in Kaleckian/Post-Kaleckian Models of Growth and Distribution», IMK Working Paper, Dusseldorf, Germany.
- FERRI, P. y MINSKY, H.P. (1992): «Market Processes and Thwarting Systems», *Structural Change and Economic Dynamics*, 3: 79 – 91.
- MISHEL, L., BERNSTEIN, J. y ALLEGRETO, S. (2007): *The State of Working America 2006/2007*, Ithaca, NY Cornell University Press.
- MODIGLIANI, F. y MILLER, M.H. (1958): «The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment», *American Economic Review*, 48: 261 – 97.
- PALLEY, T.I. (1994): «Debt, Aggregate Demand, and the Business Cycle: An Analysis in the Spirit of Kaldor and Minsky», *Journal of Post Keynesian Economics*, 16: 371-90.
- 1997: «Endogenous Money and the Business Cycle», *Journal of Economics*, 65: 133-149.
- 2005: «Class Conflict and the Cambridge Theory of Distribution», en GIBSON, B. (ed.), *The Economics of Joan Robinson: A Centennial Celebration*, E. Elgar, Cheltenham.
- 2008a: Financialization: What it is and Why it Matters», en Hein, NIECHOJ, SPAHN, y TRUGER (eds.), *Finance-led Capitalism? Macroeconomic Effects of Changes in the Financial Sector*, Metropolis – Verlag, Marburg: 29 - 60.
- 2008b: «Asset Price Bubbles and Monetary Policy: Why Central Banks Have Been Wrong and What Should Be Done», Working Paper No. 4, IMK Economics Institute, Dusseldorf, Germany.
- 2009a: «A Theory of Minsky Super-Cycles and Financial Crises», Working Paper No. 5. IMK Economics Institute, Dusseldorf, Germany.
- 2009b: «America's Exhausted Paradigm: Macroeconomic Causes of the Financial Crisis and Great Recession», New America Foundation, Washington DC.
- SKOTT, P. y RYOO, S. (2008): «Macroeconomic Implications of Financialization», *Cambridge Journal of Economics*, 32: 827 – 862.

En el corazón del problema: la deuda de los hogares en la banca contemporánea y la crisis internacional

Este trabajo se apoya en la economía política marxista para conceptualizar el fenómeno de las actuaciones bancarias como desencadenantes de la crisis actual. El argumento central es que el aspecto más relevante de los recientes cambios en las actividades bancarias ha sido el giro dado hacia las rentas salariales como fuente de los beneficios bancarios. Esto se resume en dos ideas: 1) el enfrentamiento entre las familias y las empresas financieras que lleva a un sobre-endeudamiento familiar en un contexto de relaciones sociales desventajosas para los deudores; y 2) hay razones teóricas que sostienen que haya dificultades para la recuperación ya que afecta a la demanda de los consumidores. De ahí se deduce que es probable que las recesiones muestren una duración inusualmente prolongada en ausencia de una intervención estatal importante en los mercados laboral y financiero.

Lan hau politika-ekonomia marxistan oinarritzen da banku-eragiketak kontzeptualizatzeko gaur egungo krisiaren eragile gisa. Argudio nagusia da banku-eragiketetan azken aldian egon diren aldaketen alderdirik garrantzitsuena bankuen irabazien iturria izateko soldata-errentetara egin den aldaketa izan dela. Bi ideiatan laburbildu daiteke hori: 1) familien eta finantza-enpresen arteko liskarra, familiak gehiegi zorpetzea eragiten duena zordunentzat kaltegarria den gizarte-harremanen testuinguruan; eta 2) arrazoi teoriko batzuen arabera zailtasunak egongo dira berreskuratzeko, kontsumitzaileen eskaerari eragin zaiolako. Bertatik ondorioztatu da ziurrenik atzeraldiak luze iraungo dutela, estatuak ez badu esku-hartze garrantzitsurik egiten lan eta finantza-merkatuetan.

This paper, drawing on Marxist political economy, conceptualizes the phenomenon of activities of banks as determinants of the current crisis. The main argument is the most significant aspect of recent changes in banking activities has been the turn towards individual wage income as a source of bank profits. This can be summarized in two ideas. 1) the conflict between households and financial firms that leads to an over-indebtedness of the former during a context of disadvantageous social relations for borrowers, and 2) the existence of theoretical reasons that argue that the economic recovery is difficult because the negative impact on the household consumption. Hence, it is argued that the recession will have an unprecedented length in the absence of a significant public intervention in the labour and financial markets.

ÍNDICE

1. Introducción
 2. La reorientación de la banca
 3. Sobre el contexto social de la deuda
 4. La deuda, la crisis y la recuperación
 5. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: Análisis marxista, beneficio de la deuda, endeudamiento familiar.

Keywords: Marxist analysis, profits of debt, household indebtedness.

N.º de clasificación JEL: E44, E48, E52

1. INTRODUCCIÓN

La economía mundial está sufriendo actualmente una de las crisis más severas y singulares de la historia del capitalismo industrial. La sola idea del incumplimiento en los pagos de las hipotecas por parte de las personas más pobres de la clase trabajadora de Estados Unidos, hubiese sido impensable hace tan sólo 25 años. La extensión y peculiaridad de la crisis ha centrado la atención en las operaciones de los bancos líderes internacionales y en los factores económicos y políticos determinantes de la implosión de las hipotecas en los Estados Unidos y de su extensión a nivel internacional.

Numerosas contribuciones han intentado conceptualizar, basándose en diversos marcos analíticos, tanto los cambios recientes de las actividades de los bancos como los factores determinantes de la crisis

actual. Los cambios en la banca han sido ampliamente documentados. Berger *et al.* (1995) proporcionaron evidencias sistemáticas tempranas de pérdidas constantes por parte de los bancos comerciales de Estados Unidos en los negocios tradicionales de préstamos a las corporaciones y de captación de depósitos, atribuyéndolas tanto a la desregularización financiera y al aumento de la competencia como al desarrollo tecnológico. Allan y Santomero (2001) han destacado el cambio en los modelos de negocios bancarios desde los márgenes de interés neto hacia las comisiones de servicio, interpretando dichos cambios como un desplazamiento en la importancia relativa de los servicios de gestión del riesgo y de las funciones tradicionales de recopilación de la información. Erturk y Solari (2007), han incidido acerca de la importancia del emprendizaje bancario en el desarrollo de las nuevas líneas de negocios bancarios dentro de un contexto de cambios

de los escenarios financieros y del crecimiento de la competencia procedente de los mercados de capitales.

La aparición de la crisis ha desencadenado el creciente desarrollo de una extensa literatura sobre sus factores determinantes, demasiado numerosos para examinarlos aquí en detalle. En líneas generales, las contribuciones más relevantes sitúan el nacimiento de la crisis en la combinación de «fallos del mercado» o «fallos regulatorios», conceptualizados ambos fallos en relación al funcionamiento ideal de mercados perfectos¹. Los economistas políticos heterodoxos y radicales han buscado identificar, de una manera más profunda, las tendencias y los procesos inherentes a los mercados capitalistas y al capitalismo contemporáneo. Numerosas contribuciones han enfatizado y desarrollado la conceptualización de Hyman Minsky sobre las tendencias endógenas en competencia, que generan estructuras financieras cada vez más frágiles en las empresas². Recientemente, Foster y Madoff (2008) han atribuido la crisis al cambio estructural en la economía de Estados Unidos, la cual se aleja de las actividades productivas orientándose hacia las actividades financieras. Los autores identifican este cambio como una respuesta del capitalismo a las tendencias que se encuentran en el capitalismo contemporáneo y que le conducen hacia el estancamiento crónico³.

¹ Los problemas de incentivos planteados en la creación y titulación de las hipotecas han sido propuestos como causas de los «fallos de mercado», al igual que la ausencia de mercados líquidos para los CDO emitidos sobre la base de las hipotecas residenciales o de la correspondiente confianza en modelos estadísticos para el establecimiento de los precios. Una conceptualización del «fallo regulatorio» subyace de forma notoria en la extensa contribución reciente de Brunnermeier *et al.* (2009).

² Entre estas contribuciones destacan Whales (2007), Wray (20007, 2008), Kregel (2008).

³ Planteado por Baran y Sweezy (1968).

Sin embargo pocas contribuciones han buscado un conocimiento integrado de la crisis actual como resultado de las prácticas de la banca contemporánea⁴. Este ensayo plantea una modesta contribución a este nuevo punto de vista basándose en la economía política marxista⁵.

Nuestro argumento es que el aspecto más relevante de los recientes cambios en las actividades bancarias ha sido el giro hacia las rentas salariales como fuente de los beneficios bancarios. El préstamo bancario se ha reorientado, alejándose de los préstamos a las empresas y acercándose hacia diversas formas de consumo y de hipotecas familiares. De igual forma, se han incrementado los negocios propios de la banca de inversión para todos los bancos, guiados fundamentalmente por el aumento en los servicios de fondos de inversión minoristas⁶.

Estos desarrollos se han visto condicionados por amplios cambios económicos y financieros del capitalismo durante las últimas tres décadas. La liberalización financiera, el auge de los inversores institucionales y el cambio de comportamiento financiero de las corporaciones no financieras, erosionó la banca tradicional y forzó a los bancos a buscar nuevos negocios y nuevas fuentes de financiación. El estancamiento salarial, la creciente desigualdad y el continuo aumento de la provisión privada de necesidades básicas, tales como vivienda, educación, salud y jubilación, han forzado a los asalariados a acudir a los bancos y a otros intermediarios financieros para cubrir sus necesidades básicas y obtener cierta protección frente a los riesgos que ahora corren por su

⁴ Una destacada excepción es Kregel (2008).

⁵ Basada en los recientes desarrollos de Dos Santos (2009a), Dymski (2009) y Lapavistas (2009).

⁶ Véase Wilhelm y Morris (2007).

cuenta. Aunque estos procesos se ven más claros en Estados Unidos, sus rasgos principales son evidentes en las economías avanzadas y en las de ingresos medios.

La crisis actual podría ser entendida como una crisis de los distintos tipos de banca que emergió de estos cambios. En primer lugar, se desencadenó por la debacle de las hipotecas *subprime*, que se desarrolló cuando los bancos buscaron extender los préstamos a las familias más pobres de la sociedad norteamericana. La debacle tuvo consecuencias financieras relacionadas con la titulización, con el acceso a los mercados de dinero, con los altos niveles de apalancamiento de los bancos y con la naturaleza potencialmente destructiva de la competencia financiera. Pero detrás de estos procesos se halla el aumento del préstamo a las familias asalariadas y las nuevas relaciones sociales que ello genera.

En segundo lugar, los recientes préstamos a las familias han situado el endeudamiento de las mismas en niveles récord en numerosas economías. En estos países la crisis actual ha visto como muchas familias sobre-endeudadas afrontan crecientes dificultades para abonar la carga de su deuda. La extensión a nivel mundial de los fallidos por numerosos consumidores finales es la característica principal de la actual recesión internacional, y condiciona significativamente la posibilidad de una recuperación económica.

Una aproximación marxista de estos hechos proporciona dos ideas descritas con detalle en este ensayo. En primer lugar, al enfrentar a las familias que intentan garantizarse el acceso al consumo con unas empresas financieras que buscan maximizar sus beneficios, el endeudamiento familiar crea en este contexto unas relaciones so-

ciales sistemáticamente desventajosas para los deudores. Estas desventajas refuerzan las altas tasas de interés impuestas por los prestamistas y la sostenida rentabilidad hasta hace poco disfrutada por los intermediarios financieros en el préstamo al consumo. Las altas tasas de beneficio, a su vez, contribuyeron al desarrollo de niveles excesivos de préstamo y de inestabilidad en el proceso de competencia en los mercados financieros.

Segundo y más importante, existen buenas razones teóricas para esperar que una crisis desencadenada y caracterizada por el sobre-endeudamiento familiar, creará dificultades para el proceso de recuperación. Marx (1909) identificó varios mecanismos a través de los cuales la pérdida de valor de los capitales (incluyendo los salarios pagados al capital variable) generada por una crisis sectorial, crea las propias bases para la recuperación de la rentabilidad. Esta recuperación mejora la solvencia de las empresas endeudadas, facilita la estabilidad financiera y fomenta la expansión y la recuperación económica. Por contraste, una crisis pone en movimiento una serie de procesos macroeconómicos que deterioran la posición financiera de las familias asalariadas. La misma reducción de los salarios reales, sobre los que se sustentaría una eventual recuperación, puede sumergir a las familias sobreendeudadas en apuros, creando mayores problemas financieros y limitando, aun más si cabe, la demanda familiar. En un escenario como éste, es probable que las recesiones demuestren una duración inusualmente prolongada en ausencia de una intervención estatal importante en los mercados laboral y financiero.

El resto del artículo se desarrolla de la manera siguiente. El apartado dos documenta los cambios en la conducta bancaria

y la consiguiente reorientación de los sistemas de crédito hacia los créditos a las familias. También ofrece una discusión de los factores generales de naturaleza política, laboral y financiera que condicionan estos desarrollos. El apartado tres ofrece una conceptualización de las diferentes relaciones sociales asociadas con el préstamo a las empresas capitalistas y a los asalariados, basada en los esquemas marxistas de reproducción. Sobre estos planteamientos, el apartado identifica posibles bases para los sistemáticos crecientes tipos de interés aplicados en los préstamos al consumo de las familias asalariadas.

El apartado cuatro ofrece varias consideraciones analíticas básicas, sugiriendo que la recuperación de una recesión caracterizada por los altos niveles de endeudamiento familiar y con problemas financieros puede presentar severas dificultades. El apartado cinco presenta las conclusiones del artículo.

2. LA REORIENTACIÓN DE LA BANCA

La banca de las economías capitalistas avanzadas ha sufrido importantes transformaciones durante los últimos 25 años. La actividad prestamista se ha reorientado, alejándose de los préstamos a las empresas y dirigiéndose hacia diversas formas de préstamos al consumo e hipotecarios a las familias. Los negocios de la banca de inversión también se han incrementado en todos los tipos de bancos, conducidos principalmente por los servicios de los fondos de inversión al por menor. Tal y como documentan Dos Santos y Lapavitsas (2009), estos desarrollos pueden ser entendidos como la representación de un cambio importante en las fuentes de los beneficios bancarios, los

cuales se alejan de los beneficios de las empresas productivas y se acercan hacia las rentas salariales de las personas corrientes

Estos desarrollos han generado niveles récord de deuda familiar. El crecimiento del endeudamiento ha impuesto a las familias asalariadas mayores costos por servicio de la deuda, incluso en las economías donde las tasas de interés han experimentado descensos claros en los últimos 25 años. Esta creciente carga de deuda, ha transformado la creciente participación de los ingresos salariales en los ingresos y beneficios para los bancos.

Mientras que estos procesos han sido mucho más claros en Estados Unidos, muchos de sus aspectos centrales son evidentes en Gran Bretaña y en otras economías de la OCDE. Estos hechos son también evidentes en numerosas economías de ingresos medios, donde los bancos líderes norteamericanos y europeos, han dirigido estos cambios, en los últimos 15 años⁷. Esta sección recoge brevemente dichos cambios en el comportamiento de la banca, su impacto en la asignación global del crédito y en la carga de la deuda familiar. Ofrece también una discusión sobre los determinantes de estos desarrollos.

2.1. Las nuevas actividades bancarias

Basado en un estudio de información empresarial de nueve importantes bancos internacionales, Dos Santos (2009a) presenta una imagen del sistema bancario orientado hacia la extracción de beneficios a partir de las rentas salariales. Los ingresos y las actividades se centran fundamentalmente en el

⁷ Véase Dos Santos (2009b).

préstamo a los individuos, en las comisiones aplicadas a las cuentas corrientes, en la provisión de seguros al por menor y en los servicios de fondos de inversión. Los préstamos

personales son, claramente, una gran parte de la actividad prestamista de los bancos internacionales punteros, especialmente en los de Estados Unidos.

Cuadro n.º 1

Préstamos personales sobre la cartera total de préstamos. 2006 (dic.)
(en %)

HSBC	CITIGROUP	BANK OF AMERICA	RBS	PARIBAS	DRESDNER	SMFG
40,5	77,7	76,3	24,0	33,0	20,1	26,8

Fuente: Dos Santos (2009a).

Pero, estas cifras subestiman la importancia de este tipo de préstamos. La propia organización de bancos como Citibank, HSBC y Bank of America, revelan su orientación hacia el crédito personal. En el 2006, el segmento de negocios «Consumidor Global» de Citibank generó unos beneficios de 12.100 millones de dólares, el 56% del total de sus beneficios. Los ingresos por tarjetas de crédito y préstamos al consumidor alcanzaron los 13.500 millones de dólares americanos, el 31,6% de todos sus ingresos. Citigroup también hizo públicos unos beneficios de 230 millones de dólares procedentes de su división de préstamos a estudiantes en los Estados Unidos⁸.

Este mismo año, el segmento de «Servicios de Finanzas Personales» de HSBC, centrado en créditos para el consumo e hipotecas, generó unos beneficios de 9.500 millones de dólares, el 42,9% del total de beneficios, por delante de las divisiones co-

merciales y de inversión bancaria, que obtuvieron, respectivamente, el 27,3% y el 26,3% de los beneficios totales. Un elemento central de estos resultados es la red de tarjetas de crédito de HSBC con más de 120 millones de tarjetas alrededor del mundo. Este año, el segmento de «Consumidor Global y Pequeños Negocios» del Bank of America, centrada principalmente en el crédito al consumo e hipotecario y en las cuentas al por menor, representó el 65,6% del ingreso anual neto de intereses.

Las comisiones de las cuentas al por menor también se han convertido en una gran fuente de ingresos bancarios generados por la renta salarial. En 2007, el Bank of America y Citigroup obtuvieron cerca de 30.000 millones de dólares por estas comisiones y HSBC y Barclays 23.600 millones de dólares. Los cargos por descubiertos, las comisiones por pagos diferidos, los cargos en tarjetas de crédito, son aplicados como comisiones pero son en realidad costes del préstamo a las familias. Entre el 2005 y 2006, el Bank of America atribuyó el

⁸ Toda la información sobre bancos individuales procede de sus Informes Anuales.

Cuadro n.º 2

Comisiones totales abonadas a los fondos de inversión en Estados Unidos
(en miles de millones de dólares)

1980	1985	1990	2000	2001	2002	2003	2005	2005	2006
0,0	0,2	1,1	3,4	11,0	8,9	9,1	10,3	10,6	11,8

Fuente: Investment Company Institute.

importante aumento en sus ingresos a la compra del operador británico de tarjetas de crédito MBNA, el cual generó el aumento en el servicio por excesos en las tarjetas de crédito, adelantos de efectivo y por las comisiones por retrasos. De la misma manera, Furnace (2004) informó que en Estados Unidos, las comisiones por retrasos en los pagos de las tarjetas de crédito, aumentaron desde niveles casi insignificantes en 1990 a más de 1.000 millones de dólares en 1996 y casi a 9.000 millones de dólares en 2003. Otras comisiones tienen que ver con el acceso a los nuevos servicios, tales como los cajeros automáticos, la banca telefónica o por internet, cuyos altos costos de instalación han sido transferidos satisfactoriamente a los clientes⁹.

Por último, los bancos se han beneficiado de la provisión de pensiones privadas mediante el desarrollo masivo de nuevos servicios minoristas en los fondos de inversión. A nivel mundial, a finales de 2006 los fondos gestionados mantenían un total de 63,8 billones de dólares en activos¹⁰. Incluso la aplicación de pequeñas comisiones sobre estos volúmenes de negocio pueden generar grandes ingresos. Así, en Estados

Unidos, las comisiones por gestión de fondos de pensiones han crecido considerablemente desde 1980.

Además de estas cuotas, los gestores de fondos se mantienen en una posición ventajosa para beneficiarse del comportamiento bien formado de la tendencia de los inversores minoristas a comprar mientras los precios son altos y vender cuando son bajos¹¹. Como resultado, la gestión de fondos es extremadamente beneficiosa. En una encuesta internacional, hecha en el difícil año 2002, sobre el resultado en la gestión de fondos monetarios, el Boston Consulting Group (2003) indica que el 64% de los fondos comunicaron márgenes de beneficios antes de impuestos por encima del 20%, y un 42% registró márgenes de beneficios superiores al 30%. Los fondos dirigidos a los inversores al por menor fueron calificados como los más rentables.

2.2. La carga creciente y los beneficios de la deuda

En numerosas economías, estas actividades han convertido a la deuda de los hogares en un componente principal del total

⁹ Ver Lapavistas y Dos Santos (2008).

¹⁰ Dos Santos (2009a).

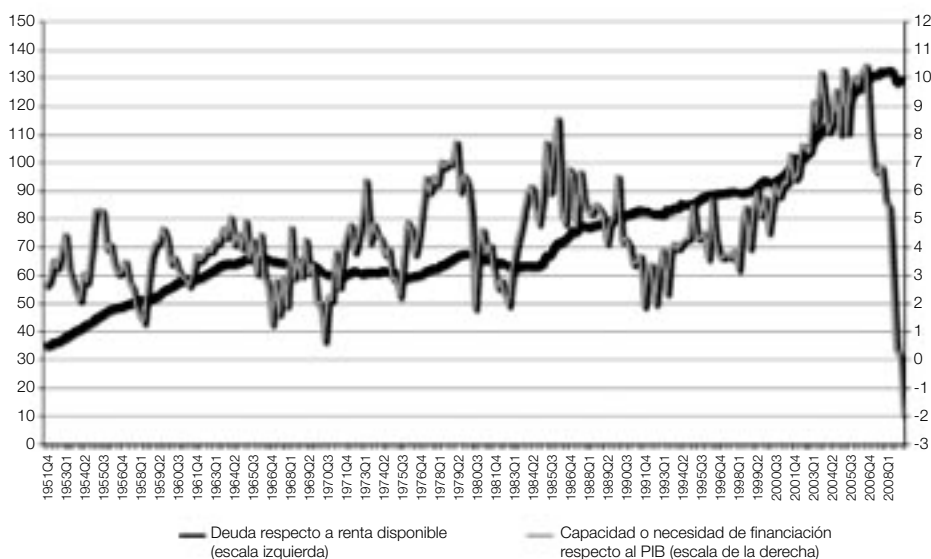
¹¹ *Ibid.*

de la deuda privada. A principios de 2009, en México, Estonia, Rumania y Polonia, países en donde los bancos punteros internacionales han dominado los mercados, los créditos a las familias se mantuvieron en porcentajes del 40,0%, 46,6%, 49,8% y 54,1%, respectivamente, del total de los créditos bancarios¹². A finales de 2007, en Gran Bretaña las deudas familiares alcanzaron el 78,9% del total de deuda privada

no financiera y el 160% de la renta bruta disponible¹³. A mediados de 2006, la deuda familiar en Estados Unidos alcanzó el 58,3% del total de pasivos de la deuda privada no financiera. A principios de 2008, alcanzo también la cifra récord del 133% de la renta disponible, manteniéndose alrededor del 130% en la segunda mitad de 2008, a pesar de los recortes agresivos en los tipos de interés básicos¹⁴.

Gráfico n.º 1

Deuda y necesidad de financiación de los hogares de los Estados Unidos
(desde el 1.º trimestre de 1951 hasta el último trimestre de 2008)



Fuente: Reserva Federal.

¹² Calculado a partir de datos proporcionados por los respectivos bancos centrales, excepto para México donde los datos proceden del CNBV.

¹³ Calculados a partir de United Kingdom National Accounts: Blue Book.

¹⁴ Calculados a partir de Flow of Funds of the United States.

Cuadro n.º 3

Deuda familiar media en relación a la renta media en Estados Unidos
1989-2007 (por percentil de renta)

	0-20	20-39,9	40-59,9	60-79,9	80-89,9	90-100
1989	87,5	86,0	84,7	95,9	83,7	60,2
2007	258,5	154,8	170,2	182,5	178	86,7

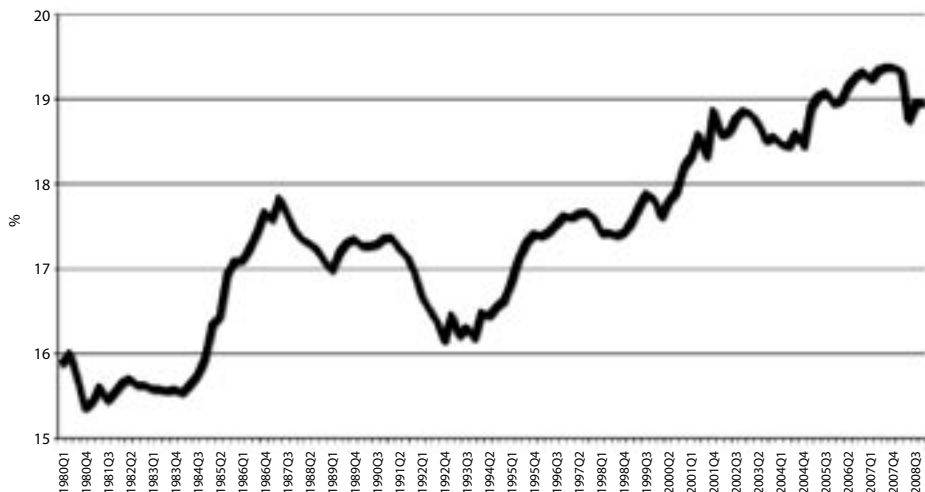
Fuente: Federal Survey of Consumer Finances, 2007 Report.

Todos los estratos de la población norteamericana se han visto afectados, golpeando más fuerte a las familias situadas en el tramo del 20% inferior de la distribución de la renta y más suavemente a los hogares situados en el segmento del 10% superior.

A pesar de la sostenida tendencia de los tipos de interés a situarse en bajos niveles, el coste del servicio de la deuda para las familias ha aumentado considerablemente. El ratio de obligaciones financieras de la Reserva Federal, una estimación de la parte

Gráfico n.º 2

Ratio de obligaciones financieras en Estados Unidos
(primer trimestre de 1980 a último trimestre de 2008, intereses sobre renta disponible)



Fuente: Reserva Federal.

Cuadro n.º 4

Carga de la deuda en relación a la renta familiar 2007, por percentiles de renta
(en %)

0-20	20-39,9	40-59,9	60-79,9	80-89,9	90-100
17,6	17,2	20,3	21,7	19,7	8,4

Fuente: Federal Survey of Consumer Finances, 2007 Report.

de la renta disponible dedicada al pago de intereses y a otros servicios vinculados con la vivienda, alcanzó una cifra récord del 19,39% en el último trimestre de 2007. A pesar de los descensos en los tipos de interés acaecidos desde la fecha, ese ratio era del 19% un año más tarde, una cifra sólo alcanzada durante el *boom* inmobiliario de mediados de 2005.

La distribución de la carga de la deuda se puede cuantificar, con mayor precisión, haciendo uso de los datos de la recién publicada Encuesta norteamericana de Finanzas de las Familias. Dicha publicación muestra cómo esta carga recae fuertemente sobre todas las familias, excepto para aquellas familias situadas en el 10% superior de la distribución de la renta, siendo mayor para las familias de los dos quintiles intermedios.

Tal y como sugieren las anteriores cifras de los principales bancos internacionales, estos han desarrollado líneas de negocio altamente rentables basadas en la apropiación de estos crecientes gastos familiares. Ausubel (1997) proporciona una evidencia robusta de los excepcionalmente altos beneficios obtenidos por los bancos norteamericanos mediante los préstamos de las tarjetas de crédito comparados con los ob-

tenidos en otros tipos de préstamos. Las cifras del Banco de Inglaterra sobre los tipos de interés efectivos muestran entre 2004 y 2008 una prima permanente de tres puntos porcentuales en los préstamos por descubiertos no garantizados a las familias respecto a los préstamos equivalentes concedidos a las empresas no financieras¹⁵.

La rentabilidad de este tipo de préstamo puede deducirse de la agresividad con la que los bancos norteamericanos han comprado desde principios de los noventa empresas independientes vinculadas a este negocio. En 1995, estas empresas controlaban menos del 25% del mercado norteamericano de tarjetas de crédito¹⁶. En 1999, las 10 mayores entidades emisoras de tarjetas de crédito controlaban el 55% del mercado, siendo la mayoría de ellas compañías independientes¹⁷. Desde entonces, los grandes bancos han aumentado su peso en el mercado mediante la compra de Associates, Bank One, la británica MBNA y Provident. En 2004, las 10 mayores empresas de tarjetas de crédito controlaban el 90% del mercado, y sólo una era independiente, y era una empresa no ban-

¹⁵ Esta brecha se ha ampliado en los primeros tres meses de 2009 hasta los cinco puntos porcentuales.

¹⁶ Allen y Santomero (2008).

¹⁷ Land, Mester y Vermilyea (2007).

caria¹⁸. Durante el *boom* inmobiliario de mediados de la primera década del siglo, los bancos norteamericanos realizaron similares compras agresivas de las empresas hipotecarias independientes, lo que dio paso a las fuertes pérdidas cuando la crisis *subprime* explotó.

2.3. Los principales determinantes de la crisis

Durante los últimos 25 años una serie de desarrollos políticos de largo plazo han condicionado el aumento de la deuda familiar, conduciendo a la actual crisis. Como se ha expuesto anteriormente, estos desarrollos han sido más evidentes en Estados Unidos, aunque sus elementos esenciales también se han observado en la mayoría de economías avanzadas y de ingresos medios.

Por el lado de la demanda, una serie de desarrollos registrados en la política social y el mercado laboral, han empujado a los asalariados a acceder al crédito y a otros servicios financieros para satisfacer sus necesidades básicas. Desde perspectivas analíticas diferentes, Iacoviello (2008) y Barba y Pivetti (2008), han relacionado empírica y conceptualmente la creciente desigualdad en la renta y la creciente deuda de los hogares en la economía norteamericana. Lapavistas (2009) y Dos Santos (2009) enfatizan un aspecto estrechamente relacionado: el endeudamiento de los hogares ha aumentado en un contexto caracterizado por un estancamiento salarial y por el creciente papel del sector privado en la provisión de

servicios de vivienda, salud, educación y pensiones. Estos desarrollos han obligado a los asalariados a endeudarse de forma creciente para acceder a servicios de seguros, inversión y gestión de riesgos ofrecidos por bancos y otras entidades financieras.

Por el lado de la oferta, se ha reducido considerablemente la parte del negocio bancario tradicional dedicada a los préstamos a empresas. La liberación financiera intensificó la competencia bancaria en los mercados de capitales, mientras que el aumento en el ahorro relacionado con las pensiones privadas contribuyó a una explosión en la emisión de bonos corporativos que comenzó en los Estados Unidos desde principios de los ochenta. Las corporaciones no financieras han podido confiar en los mercados de bonos y en las ganancias retenidas para financiar sus planes de inversión. Además, la inversión fija real ha tendido a caer en porcentaje del PIB, al tiempo que ha aumentado el peso de operaciones que implican la recompra de acciones, las fusiones y las adquisiciones apalancadas, a menudo financiadas mediante la emisión de bonos¹⁹.

Los bancos se vieron obligados a desarrollar nuevas líneas de negocio, que se basaron en la provisión de servicios de banca de inversión y en la orientación a los clientes particulares. En este proceso, fueron decisivos los avances técnicos y tecnológicos, tales como los programas y métodos de calificación de créditos. Estos permitieron la extensión del crédito al por menor, incluso a aquellos que se encontraban alejados geográficamente de las sedes de los bancos, sobre la base de estimaciones cuantitativas «duras» (*hard*) de solvencia²⁰.

¹⁸ JP Morgan, Citigroup, Bank of America, la independiente Capital One, HSBC y Washington Mutual eran los principales emisores en esa fecha. Véase Akers *et al.* (2005).

¹⁹ Ver Dos Santos (2009a).

²⁰ Ver Lapavistas y Dos Santos (2008).

Como ya se ha mencionado, la rentabilidad relativamente alta de este tipo de préstamos impulsó a los bancos a aumentar su tamaño y su cuota de mercado, a menudo mediante ofertas agresivas de préstamos al consumo e hipotecarios²¹. Dentro del contexto de bajas tasas de interés y de una incipiente burbuja inmobiliaria de mediados de los década del 2000, esto evolucionó hacia un préstamo depredador dirigido a los sectores de la población norteamericana históricamente oprimidos y excluidos²², alimentado por la adopción de técnicas de inversión y financiación propias de la banca de inversión²³. El atractivo de los altos rendimientos, la naturaleza misma de la competencia financiera, y la soberbia acerca del poder descriptivo de las diversas técnicas e instrumentos de la gestión de riesgos, prepararon el terreno para la extensión de tales prácticas en segmentos del mercado *subprime* antes excluidos de estas operaciones bancarias, causando efectos desastrosos.

Por último, los gobiernos apoyaron activamente el endeudamiento familiar como un elemento fundamental de la política macroeconómica. A mediados de los ochenta, en Estados Unidos la inversión productiva fija y la renta del 90% de las familias empezaron a experimentar caídas significativas en su participación en el PIB²⁴. La deuda familiar ofreció una solución macroeconómica

fácil a los problemas de la demanda. Como admitió Alan Greenspan (2007), éste fue un objetivo perseguido como tal desde principios de la década de los noventa. Desde entonces, el endeudamiento ha aumentado de forma constante, como muestra el gráfico n.º 1, mientras que el peso del consumo familiar en el PIB pasó de un 62% en el periodo 1952-1982 a más del 70% en 2002. Mientras duró la burbuja punto.com hubo un breve respiro, pero desde 2001 se acentuó la tendencia a la baja de la inversión y la renta. Desde entonces, como el propio Greenspan cándidamente admitió:

El gasto de los consumidores sostuvo a la economía durante el periodo posterior al 11 de septiembre, y el gasto del consumidor se mantuvo por la compra de viviendas. En diferentes lugares de los Estados Unidos, la propiedad residencial, estimulada por la caída de las tasas de interés de las hipotecas, empezó a ver como su precio se disparaba...Desde 1994, se aceleró la proporción de familias norteamericanas que se convirtieron en propietarios de sus viviendas. El aumento fue especialmente significativo entre los hispanos y los negros, a medida que la creciente riqueza y el estímulo público a los programas de hipotecas *subprime* permitieron a muchos miembros de estas minorías convertirse por vez primera en propietarios de viviendas. Esta expansión... hizo que más gente asumiera como propio el futuro de nuestro país, haciendo más favorables los presagios sobre la cohesión de la nación...

Las ganancias de capital, especialmente las ganancias en efectivo (mediante la venta de la vivienda), se convirtieron en agujeros en los bolsillos de la gente. Algunos estadísticos detectaron cómo la expansión del gasto en consumo equivalía al incremento en las ganancias de capital. Algunos analistas estimaron que entre el 3% y el 5% del aumento anual en el valor de las viviendas se transformaba en una mayor demanda de todo tipo de bienes y servicios.²⁵

²¹ Desde principios de los noventa, las tarjetas de crédito pre-concedidas fueron agresivamente concedidas a estudiantes y adultos jóvenes. Mediante estas estrategias, los emisores de tarjetas buscaban beneficiarse de la tendencia demostrada por parte de los consumidores a continuar empleando la primera tarjeta que obtuvieron, con independencia de los tipos de interés aplicados en comparación con otras tarjetas. Ver Gruper y McComb (1997).

²² Ver Dymski (2009).

²³ Ver Lapavistas (2009b) en este número de *Ekonimiz*.

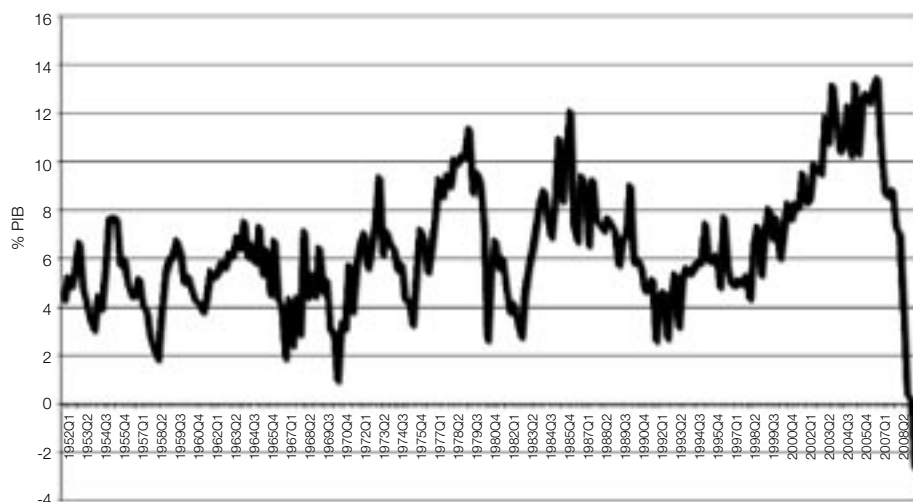
²⁴ Ver los datos del NIPA y IRS, los cuales documentan respectivamente estas tendencias.

²⁵ Greenspan (2007), pp. 229-230.

Gráfico n.º 3

Préstamos para consumo e inversión residencial a las familias en Estados Unidos

(primer trimestre de 1980 a último trimestre de 2008)



Fuente: Reserva Federal.

Mientras tanto, los hogares norteamericanos estuvieron financiando con endeudamiento sus crecientes niveles de consumo e inversión residencial, alcanzando ese endeudamiento sus niveles máximos entre 2003 y 2006.

Las preocupaciones por la creciente importancia y magnitud del endeudamiento y deuda de las familias fueron despreciadas por los funcionarios de la Reserva Federal, que creyeron haber descubierto en el aumento de los precios de las viviendas una maquina de movimiento perpetuo. El aumento de los precios de las viviendas parecía aumentar la riqueza neta de las familias, convirtiendo en sostenibles los elevados niveles de deuda. Como puede verse en el Informe Monetario de la FED al

Congreso de 2004, no se prestó atención (al menos públicamente) al hecho de que era el creciente endeudamiento lo que realmente estaba inflando los precios de las viviendas.

Contra este telón de fondo, la crisis actual se muestra como una crisis de la banca contemporánea, así como en general del régimen económico y de política económica que favoreció este desarrollo. En el fondo de estos procesos subyace un nuevo conjunto de relaciones crediticias que se han convertido en centrales para el nuevo capitalismo, tales como el préstamo a las familias asalariadas. Su característico contenido social y su probable impacto en la crisis y su recuperación, son abordados en los dos próximos apartados.

3. SOBRE EL CONTEXTO SOCIAL DE LA DEUDA

El análisis marxista clásico del préstamo bancario está basado en el concepto distintivo del capital sujeto al pago de intereses (o prestable). El capital monetario prestable (CMP, en adelante) es un tipo peculiar de capital distinto del capital comercial e industrial. Se origina de los fondos ociosos de capital monetario que aparecen en primera instancia en el curso del circuito del capital industrial y comercial²⁶. Estos fondos son movilizados y transformados en capital monetario prestable por parte del sistema crediticio, el cual los canaliza nuevamente al circuito, principalmente en forma de préstamos a las empresas capitalistas.

Las transacciones de CMP implican relaciones de crédito, esto es, el adelanto de valor contra la promesa de la devolución con intereses. De esta manera, los bancos y los otros intermediarios financieros son empresas capitalistas que se especializan en los diferentes aspectos del negocio con el CMP, obteniendo sus ingresos a partir de la diferencia entre el precio pagado por los depósitos y el pagado por los préstamos. El CMP exige la devolución con intereses, y el único objetivo de su circulación es el retorno a su origen incrementado por el pago de los intereses. Su reproducción puede ser descrita de forma esquemática como,

$$M - F - M' \quad (1)$$

Donde M es el valor del CMP original, F la demanda financiera en que se convierte cuando ese capital se anticipa, y M' denota el valor retornado al propietario del CMP.

De forma destacada, el proceso (1) se caracteriza por la identidad cualitativa y la diferencia cuantitativa entre sus puntos de partida y de llegada.

Como intermediarios que negocian con CMP, los bancos son especialistas en prever el éxito en el proceso descrito en (1), tanto en las operaciones de activo como de pasivo de sus balances. En esta especialización, los bancos se enfrentan a las dificultades relacionadas con la naturaleza peculiar de los tipos de interés como precio del CMP. Para Marx (1909)²⁷, el tipo de interés contiene un elemento de irracionalidad. Es un precio peculiar: una expresión del valor en dinero de un flujo futuro de dinero. Tampoco revela una relación socio-económica subyacente o un aspecto material inherente a la reproducción social, entre otras razones porque no es el precio de un bien producido. El interés está, en general, determinado simplemente por la interacción de la oferta y la demanda. Su relativa disociación de las realidades materiales de producción hace que las relaciones definidas sobre el CMP sean altamente susceptibles a la influencia de los patrones más generales de poder socio-político²⁸.

Como resultado, la extensión del CMP a los diferentes tipos de prestatarios conlleva relaciones sociales y económicas muy diferentes. Esto incluye las diferencias en las bases del pago con intereses, las diferencias en la relación entre el valor anticipado a través del préstamo y la reproducción del prestatario, así como en los diferentes objetivos e imperativos de reproducción que determinan las necesidades de crédito de los deudores. Este apartado describe estas diferencias a través de

²⁶ Ver Itoh y Lapavistas (1999).

²⁷ Capítulo 22.

²⁸ Lapavistas (2003).

una comparación basada en un análisis marxista clásico del CMP y del proceso de reproducción de cada una de las clases de prestatarios, al máximo nivel de abstracción, del contenido social del préstamo a las empresas capitalistas y del préstamo a las familias asalariadas.

3.1. El préstamo a las empresas capitalistas

El proceso de reproducción social de las empresas capitalistas en la economía política marxista implica la auto-expansión del valor mediante la apropiación del excedente. Esto se alcanza cuando el capital es transformado en fuerza de trabajo mercantilizada y en medios de producción, $C(lp, mp)$. Estos se combinan para producir nuevas mercancías, cuya venta permite al capitalista obtener beneficios. Un punto clave en este proceso es la apropiación por la empresa capitalista del valor creado por la fuerza de trabajo por encima del valor representado por los salarios. Esquemáticamente,

$$M - C(lp, mp) = M' \quad (2)$$

El éxito de esta reproducción requiere que $M' > M$, lo cual define la tasa de beneficio, y aquí se refiere a una simple factura temporal,

$$\rho = \frac{M' - M}{M} \quad (3)$$

La tasa ρ es la preocupación central de todos los aspectos de la reproducción del capital. Las expectativas sobre su nivel determinan las operaciones de todas las etapas del proceso (2). También deciden los planes de inversión y de demanda de *inputs*, así como el proceso más general de asignación del capital. De manera especial depende de la relación *cuantitativa* entre M

y M' . Para que su reproducción se materialice, el capital debe tener en cuenta necesariamente todos los aspectos de la combinación de *inputs* para producir *outputs* y las transformaciones *cualitativas* que ello conlleva. Sin embargo, las cuestiones específicamente técnicas o de ingeniería no conforman el elemento central del proceso. Este está determinado por la expansión cuantitativa del valor.

Cuando surgen de la financiación a una empresa capitalista, los pagos de intereses por el CMP se consideran una división de los beneficios obtenidos por la empresa, y en tanto que está determinada por esta interacción de la oferta y la demanda de CMP, la división debe implicar la existencia de regularidades, si se desea que la reproducción global sea efectiva. Habitualmente, el tipo de interés debe ser inferior a la tasa de beneficio, lo que asegura que haya devolución con intereses del capital sin que la empresa deudora registre pérdidas en el valor de su capital.

En situaciones normales, la base sistemática del pago de intereses es el aumento en la circulación del capital total logrado mediante la movilización del dinero ocioso y su empleo en los circuitos de capital a través del préstamo. En concreto, las empresas individuales deben poder aumentar el retorno sobre su propio capital apalancándose mediante el endeudamiento, siempre y cuando la tasa de beneficio sobre el capital utilizado supere al tipo de interés. En cualquier caso, el CMP anticipado contribuye a generar la fuente de su propia devolución con intereses, al circular en el circuito del deudor y expandiéndose mediante la apropiación del excedente.

En tiempos de crisis, el tipo de interés puede superar a la tasa de beneficio, plan-

teando un conjunto de relaciones potencialmente diferentes entre el prestamista y el prestatario. La deuda destruye el capital y perjudica la acumulación²⁹. Su devolución plantea elementos de expropiación al prestatario, ya que el pago puede requerir la liquidación de activos y la transferencia desde las empresas deudoras a los prestamistas del valor asegurado independientemente del crédito.

Por último, en la relación social planteada por CMP anticipado a las empresas, los deudores enfocan el préstamo de la misma forma que el capital bancario: buscando asegurar el aumento cuantitativo del capital M en M' . Las relaciones sociales resultantes se definen entre iguales, quienes, en este nivel de abstracción, tienen una habilidad similar en incrementar el valor.

3.2. El préstamo a las familias asalariadas

Los asuntos son fundamentalmente diferentes en las relaciones crediticias entre los bancos y las familias asalariadas. Bajo las condiciones capitalistas, los asalariados no tienen otros recursos para asegurar el acceso al consumo que la venta de su fuerza de trabajo. Esquemáticamente, su reproducción puede ser representada como,

$$C - M - C' \quad (4)$$

Aquí los asalariados venden su fuerza de trabajo C , para obtener su equivalente en dinero M , lo que les permite la compra de bienes de consumo por un valor similar C' .

Esta reproducción es fundamentalmente diferente a la del CMP y del capital industrial. Su propósito no se relaciona con el

cambio de magnitudes cuantitativas, el cual se mantiene constante en cada paso. Su objetivo se sitúa en la diferencia cualitativa entre la mercancía original y el producto al que se ha accedido. El elemento determinante de este proceso es la satisfacción de las necesidades de consumo. El desarrollo de estas necesidades, normas, hábitos y expectativas, tiene lugar a través de complejos procesos sociales no económicos³⁰.

La deuda juega un papel diferente en este caso. Puede permitir a los asalariados acceder a mercancías por un valor C' que excede el valor de sus ingresos actuales y de sus posibles ahorros. El fundamento para el pago de intereses es ahora más complejo que en el caso de la deuda de las empresas industriales y requiere un extenso análisis por separado. Las principales contribuciones ortodoxas, como las del ciclo vital o la hipótesis de la renta permanente de Milton Friedman (1957) señalan a las ganancias en el bienestar del deudor resultante de la suavización del consumo de aquellos consumidores que afrontan sendas de ingresos desiguales o no-estocásticas. Además de no cuestionarse acerca de determinantes de las preferencias del consumo, estas visiones implican un cálculo individual a largo plazo que se parece poco al comportamiento real de los asalariados respecto a la deuda y a un futuro económico incierto³¹.

Recientemente, Cynamon y Fazzari (2008) han planteado una perspectiva que es probable que permita desarrollar una investigación más fructífera. Para estos autores, al igual que los hábitos de consumo, «las preferencias financieras evolucionan

³⁰ Ver, por ejemplo, Lapavistas (2003), Saad-Filho (2002) o Cynamon y Fazzari (2008).

³¹ Véase a este respecto Miles (2004) y Campbell y Cocco (2003).

²⁹ Itoh y Lapavistas (1999).

como normas sociales [e] interactúan con las tendencias culturales y con los cambios institucionales, en la financiación de las familias»³². Desde este planteamiento, las motivaciones y el contenido social de la deuda familiar y el flujo consiguiente del pago de intereses deberían ser entendidos en referencia a la evolución concreta de los hábitos de consumo, de las normas y de las expectativas y de su relación con los salarios.

Dos rasgos que distinguen el endeudamiento de las familias asalariadas condicionan su contenido social. El primero plantea intrínsecamente elementos de expropiación: el dinero prestado a los individuos para consumo o para las hipotecas no genera habitualmente el valor a partir del cual se pagan los intereses³³. El pago de intereses se efectúa a partir de los ingresos salariales de los deudores, representando una apropiación del valor que los deudores han asegurado independientemente del préstamo.

De acuerdo con el segundo, como se recoge en (4), al endeudarse las familias asalariadas fundamentalmente se preocupan por satisfacer sus necesidades cualitativas de consumo. En esta búsqueda, mientras que las familias aseguran el mantenimiento de la equidad cuantitativa en las transacciones, el intercambio de CMP plantea serias dificultades debido a la falta de definición de su valor de intercambio. En este tipo de transacciones, los asalariados se enfrentan a prestamistas maximizadores de beneficios, especializados en la expansión del valor dado en (1), los cuales afrontan esta relación desde una posición claramente favorable.

En el escenario concreto de salarios estancados, creciente desigualdad, y creciente dependencia de la provisión privada de vivienda, salud y educación, los asalariados se han visto obligados a endeudarse para asegurar su propia reproducción. Estos rasgos característicos de la deuda de consumo y este elemento de compulsión social sugieren que las transferencias de renta salarial en forma de pago de intereses pueden ser entendidas como usurarias conteniendo un importante elemento de explotación.

Estos elementos también ayudan a identificar la clase general y las bases históricas concretas de la alta rentabilidad generalmente asociada a este tipo de préstamos. Las altas tasas de beneficios, a su vez, hicieron que este tipo de préstamos favoreciera el desarrollo de excesos en el proceso de competencia en el mercado financiero, conduciendo a la actual crisis. A nivel más general, los elementos de usura y explotación de este tipo de préstamos contribuyeron a generar las debilidades que estallaron abiertamente en agosto de 2007 en los Estados Unidos.

4. LA DEUDA, LA CRISIS Y LA RECUPERACIÓN

La evolución de la deuda, su carga sobre los prestatarios y su sostenibilidad, han sido ampliamente identificados como un factor importante en el origen y en la propagación de las crisis capitalistas. La hipótesis de inestabilidad financiera de Hyman Minsky³⁴, sobre todo, identifica la existencia de tendencias endógenas en el proceso económico competitivo hacia estructuras de endeudamiento empresarial cada vez más

³² Cynamon y Fazzari (2008), p. 1.

³³ Las excepciones obvias se relacionan con las burbujas bursátiles e inmobiliarias.

³⁴ Planteada de forma resumida en Minsky (1992).

frágiles, lo que las sitúa en la base de las crisis recurrentes inherentes al capitalismo. La deflación de la deuda de Fisher (1933) coloca al sobre-endeudamiento empresarial, no solo como el desencadenante, sino también como el mecanismo central de transmisión de las depresiones económicas, al generar urgentes ventas de activos, caída de los precios de los activos, así como una contracción del crédito, de la confianza, los beneficios y la producción³⁵. Hasta los economistas neoclásicos han intentado identificar en la deuda y en sus problemas asociados de transacción, las fuentes potenciales de propagación de los shocks exógenos³⁶.

Estas y otras contribuciones relacionadas han ayudado a analizar un gran número de elementos importantes de la actual crisis³⁷. Pero por sí solas, proporcionan bases débiles para aproximarse al potencialmente diferente papel y origen del sobre-endeudamiento familiar en el desarrollo y posible recuperación de la crisis. Este apartado ofrece elementos iniciales para conceptualizar estas posibles diferencias sobre la base de la economía política marxista.

El énfasis analítico de los análisis marxistas de la crisis no se encuentra en la evolución de la deuda, los tipos de interés o la estructura financiera, sino en las diversas tendencias inherentes al proceso de acumulación que periódicamente reducen las tasas de beneficio³⁸. Las recurrentes reducciones sistemáticas de la rentabilidad no sólo inhiben la inversión y desencadenan crisis industriales, sino que también comprometen la capacidad de las empresas

para hacer frente al servicio de la deuda, creando potenciales tensiones financieras que aumentan el tamaño, la duración y el alcance de la crisis.

Analizado desde el punto de vista de la crisis actual, la comprensión de Marx sobre los beneficios y su papel en los orígenes y salidas de las crisis proporcionan dos importantes conclusiones. En primer lugar, la crisis actual no se originó de forma inmediata como resultado de problemas en la rentabilidad de las empresas capitalistas. Su extensión fue el resultado de los graves problemas financieros internacionales que siguieron a las inesperadas pérdidas bancarias en las inversiones altamente apalancadas vinculadas a las deudas de las familias asalariadas norteamericanas. Algo que resulta una novedad en términos históricos.

En segundo, y más importante lugar, la recuperación de una crisis caracterizada y desencadenada por los niveles sin precedentes de deuda familiar plantea una serie de dificultades particulares. La depresión en los valores de los diferentes tipos de capital durante una crisis clásica industrial ayuda a crear las condiciones para la eventual recuperación de las tasas de beneficios, la estabilidad financiera y la demanda agregada. Las empresas capitalistas capaces de alcanzar la reestructuración financiera y operacional, o simplemente capaces de asegurar el acceso a la financiación, pueden encontrar oportunidades atractivas de beneficio en medio del marasmo general de la depresión. Los asalariados, por contra, no tienen este tipo de oportunidades de beneficio. La deflación de los bienes de consumo no facilita por sí misma la «reestructuración», el desarrollo de nuevas fuentes de ingreso, ni la recuperación eventual de la demanda. De hecho, las mejoras de su situación financiera dependen general-

³⁵ Fisher (1933), p. 342.

³⁶ Véase, por ejemplo, Kiyotaki y Moore (1997).

³⁷ Véase, en particular, Kregel (2008).

³⁸ Véase Day (1981) y Sweezy (1970) para un resumen del tema.

mente de la reducción de su consumo y de un aumento en los salarios, elementos ambos contrarios a una recuperación basada en el mercado.

Este apartado ofrece consideraciones preliminares sobre estos asuntos. En primer lugar, considera el análisis del propio Marx sobre las posibles fuentes de restauración de la rentabilidad en medio de la devastación provocada por una crisis general. Posteriormente considera la situación de una crisis caracterizada por el sobre-endeudamiento familiar.

4.1. **Las crisis tradicionales, las empresas y la recuperación**

Para Marx, el capitalismo es incapaz de generar una acumulación estable y sostenida y del correspondiente desarrollo de las capacidades productivas y de los niveles de vida. La competencia, la distribución individual y la consiguiente anarquía económica hacen que el sistema sea vulnerable a problemas en la rentabilidad, su principio organizador. Marx y las contribuciones a la política económica marxista han planteado diversos procesos inherentes que tienden a erosionar la rentabilidad en el capitalismo contemporáneo. Entre estas se incluyen las tendencias presentes en la acumulación competitiva hacia la sobreinversión y la sobreproducción, la posibilidad de ganancias significativas y sostenidas en los salarios, y las posibles dificultades para realizar el valor de las mercancías producidas debido a problemas de demanda³⁹.

Cualquiera que sean sus causas inmediatas, un declive en la rentabilidad puede crear un efecto dominó en el sistema cuan-

do los recortes en la inversión y en el empleo generan problemas en las numerosas interdependencias sobre las cuales se han desarrollado los planes anteriores de inversión, producción y consumo. En el posterior declive económico, la sociedad capitalista se encuentra con una sobreabundancia de la totalidad del proceso social del capital: los medios de producción y de mano de obra organizados de acuerdo a los imperativos de la extracción de beneficios, las diversas reivindicaciones sobre el excedente resultante, y todas las relaciones sociales implicadas. Esta sobreabundancia de capital genera pérdidas para quienes tienen derechos sobre él. Para Marx, las crisis desencadenan luchas competitivas entre los capitalistas sobre la distribución de estas pérdidas:

[...] las pérdidas no son distribuidas equitativamente entre todos los capitalistas, sino de acuerdo a la suerte de la lucha competitiva, la cual asigna las pérdidas en proporciones y formas muy diferentes en función de las ventajas o posiciones captadas con anterioridad, de forma que un capital se considera improductivo, otro se destruye, y otro tercero se considera afectado pero momentáneamente depreciado, etc.⁴⁰

El objetivo de este proceso competitivo es asegurar que «el equilibrio se restaura haciendo más o menos capital improductivo o destruyéndolo». Los mecanismos principales para esta destrucción requieren no tanto la destrucción física del capital, sino la destrucción de las diversas formas del valor del capital, incluyendo aquellas incluidas en las deudas financieras y en los bienes de capital.

Esa porción del valor del capital que sólo existe en forma de reivindicaciones sobre las

³⁹ Ver Day (1981) o Sweezy (1970).

⁴⁰ Todas las citas de Marx de esta sección proceden de Marx (1909), pp. 297-299.

futuras participaciones del valor-excedente del beneficio, y que consiste en títulos del acreedor sobre la producción y sobre sus diversas formas, sería depreciada inmediatamente por la reducción de las facturas sobre las que se calcula. Una parte del dinero se considera improductiva, y no puede servir como capital. Una parte de las mercancías colocadas en el mercado tan sólo puede completar su proceso de circulación y de reproducción mediante una intensa contracción de sus precios, lo que supone una depreciación del capital representado por esos precios. De igual forma, los elementos del capital fijo están mas o menos depreciados.

El capital variable también se deprecia a través de las reducciones en los salarios, puesto que:

[...] el estancamiento de la producción habría causado el despido de una parte de la clase trabajadora y de ese modo situaría a la parte empleada de la población en una situación tal que les obligaría a aceptar reducciones en sus ingresos muy por debajo del promedio.

Finalmente, Marx comprendió bastante bien que estos procesos, desencadenaban problemas monetarios y financieros que ampliaban y extendían la crisis inicial.

Mientras que Marx incluyó la recurrencia de tales crisis en su crítica al capitalismo, las identificó no como crisis sistémicas terminales sino como parte de un proceso continuo rupturista y desorganizado de crisis y recuperación en el capitalismo. De hecho, así como identificó la acumulación exitosa como germen de la crisis, también señaló los elementos de la misma que favorecerían una eventual recuperación.

[...] La caída de los precios y la lucha competitiva darían a cada capitalista un impulso para elevar el valor individual de su producto total por encima de su valor promedio gracias a las nuevas máquinas, nuevos y mejorados métodos de trabajo, nuevas combinaciones,

lo que implica reducir la proporción variable respecto al capital constante, y, por lo tanto, desprenderse de algunos trabajadores para aumentar la capacidad de producción de una determinada cantidad de mano de obra...La depreciación de los elementos del propio capital constante sería otro factor que tendería a incrementar la tasa de beneficio. La masa del capital fijo empleado, comparada con el variable, se incrementaría, pero el valor de esta masa podría caer. El presente estancamiento de la producción se habría preparado para una posterior expansión de la producción, dentro de los límites capitalistas. [...] Y de esta forma el ciclo se repetiría otra vez».

En términos contemporáneos, un escenario de caídas de precios de los bienes de capital, del factor trabajo y de los títulos corporativos crea oportunidades para restaurar las tasas de beneficio para algunas empresas. Las empresas en mejor situación financiera, o que simplemente poseen un mejor acceso a la financiación, estarán normalmente en una posición mejor para poner en marcha medidas de reestructuración operativa y financiera que aumenten su rentabilidad, mejoren su solvencia y estimulen la demanda.

Además de las medidas reestructuradoras apuntadas por Marx, algunas empresas podrían deshacerse de las áreas operativas especialmente problemáticas. Tales medidas pueden potencialmente generar pérdidas significativas corrientes, pero facilitan tasas de beneficio futuras más altas con las nuevas inversiones desarrolladas⁴¹. De manera similar, un escenario de precios de los activos deprimidos ofrece en particular oportunidades de beneficio ventajosas para aquellas empresas capaces de desarrollar y acometer la producción de nuevas líneas de productos, especialmen-

⁴¹ Ver Donaldson (1994).

te si son capaces de defender rentas monopolísticas⁴².

La caída en los precios de los títulos corporativos abre nuevas posibilidades para la estabilización financiera y económica y para la eventual recuperación. La deuda corporativa depreciada puede ser comprada por inversores más fuertes o por intermediarios financieros. Para los actuales tenedores de esa deuda, estas compras pueden implicar pérdidas significativas o incluso fatales, disminuyendo o eliminando su capacidad de ampliar su endeudamiento y de salir de la crisis. Pero las pérdidas de capital también aseguran a los nuevos titulares beneficios considerablemente más elevados, lo que puede colocarles en posiciones mejores desde las cuales restaurar la actividad crediticia.

La caída en los precios de las acciones puede facilitar las compras de empresas y otro tipo de fusiones y adquisiciones. Estas pueden desarrollarse en combinación con las diversas medidas de reestructuración operativa antes apuntadas. También pueden estar asociadas con la concentración y centralización del capital, a través de las cuales la corporación resultante puede disfrutar de mayores economías de escala o de mayor poder de mercado. En cualquier caso, la compra de acciones puede facilitar una eventual recuperación de la rentabilidad.

En resumen, la destrucción en sus diversas formas del valor del capital facilita los procesos de reestructuración operativa y financiera de algunas empresas productivas. Estas medidas sientan las bases para la eventual recuperación de la rentabilidad, de la solvencia y de los niveles de actividad del conjunto de empresas productivas capita-

listas, preparando el terreno para un nuevo auge de la acumulación.

4.2. La deuda familiar y la crisis actual

Existen razones teóricas convincentes para esperar que en la actual recesión las perspectivas de una recuperación basada en el mercado sean considerablemente más débiles. La particular naturaleza social y económica del endeudamiento familiar plantea obstáculos particulares al proceso de recuperación, que hacen que en ausencia de una importante intervención estatal la recuperación económica sea improbable.

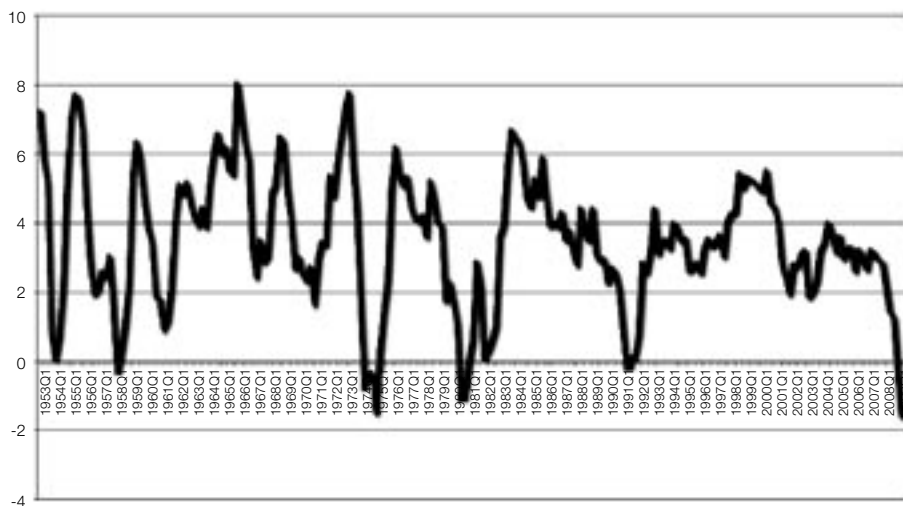
La crisis ha colocado a millones de familias en un estado de considerables problemas financieros. La concesión y titulización al por mayor de los préstamos a las familias ha desaparecido, al tiempo que los préstamos a estas familias mantenidas en los balances bancarios también se han contraído sustancialmente. Todo esto ha recortado el flujo de créditos que eran cada vez más importantes en el mantenimiento del consumo de las familias. Como se muestra en el gráfico n.º 3, el endeudamiento neto de las familias norteamericanas medido como porcentaje del consumo y de la inversión residencial alcanzó niveles récord a mediados de 2005. Como resultado, el colapso del crédito ha provocado caídas escalonadas del consumo, el cual cayó un 1,58% en términos reales en el último trimestre de 2008 respecto a idéntico periodo de 2007.

Estos registros récord de caída en el consumo se han producido a pesar del agotamiento de la política monetaria expansiva, que ha conducido al tipo de interés de la FED a un promedio de 0,15% en abril de

⁴² Tal y como destaca Schumpeter (1976).

Gráfico n.º 4

Tasa de crecimiento interanual del consumo de las familias norteamericanas
(segundo trimestre de 1952 a primer trimestre de 2009)



Fuente: US NIPA.

2009⁴³. Y mientras que la reducción de los tipos básicos ha mejorado sin duda la situación financiera de muchos hogares endeudados; la deuda total y los costes del servicio de la deuda, medidos en relación con la renta disponible, todavía no se han reducido de forma significativa, como así sugieren los gráficos n.º 1 y n.º 2⁴⁴. Del mis-

mo modo, las tasas de morosidad de los préstamos familiares concedidos por los bancos comerciales han seguido aumentando.

Aunque esta evidencia es sin duda preliminar, la evolución de estas variables requiere un seguimiento continuo, ya que la misma señala de manera inequívoca las severas tensiones financieras de las familias. Basándonos en la discusión del apartado 4.1, es posible identificar una serie de consideraciones que sugieren que las familias con apuros financieros crean dificultades particulares al proceso de recuperación basado en el mercado.

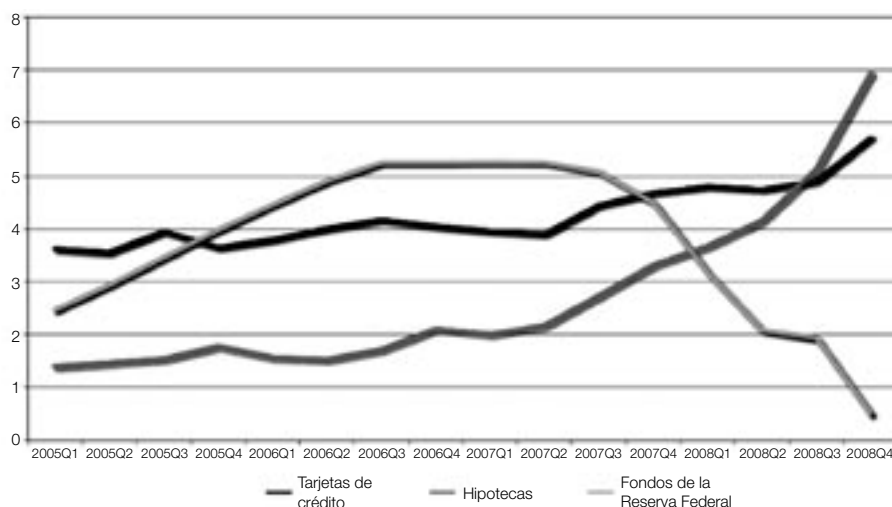
Como sucede con las empresas productivas capitalistas, una recesión afecta directamente a los ingresos de las familias asal-

⁴³ Es de destacar que en los dos anteriores episodios de importantes reducciones en el consumo en 1973-74 y 1980, los tipos de interés básicos de la FED aumentaron de forma significativa.

⁴⁴ A pesar del descenso de los tipos de interés oficiales y de la deflación existente, los tipos de interés promedio de las tarjetas de crédito en Estados Unidos alcanzaban el 13,5% a finales de 2008, sólo ligeramente por debajo del nivel máximo del 15,2% registrado en septiembre de 2007, o del promedio de 14,7% en el bienio 2006-2007. En Gran Bretaña los tipos de interés efectivos de las tarjetas de crédito se situaron en el 12,4%, el más alto desde 2001.

Gráfico n.º 5

Tasas de morosidad y tipo de interés oficial de la Reserva Federal
(primer trimestre de 2005 a último trimestre de 2008)



Fuente: US NIPA.

riadas. El desempleo y la caída real de los salarios tienden a reducir los ingresos salariales de estas familias, al tiempo que la caída de los precios de los activos limita la capacidad de consumo y conduce a descensos potencialmente dramáticos de la riqueza neta de las familias. Sin embargo, a diferencia de las empresas productivas, estos procesos por sí mismos no ofrecen a los hogares asalariados nuevas oportunidades para aumentar sus ingresos y mejorar su solvencia financiera⁴⁵.

Generalmente, la reestructuración operativa y financiera de los hogares tiene un alcance limitado⁴⁶. Los ajustes profundos del

consumo tienden a ser mucho más difíciles y socialmente conflictivos que la reestructuración empresarial. Además, el consumo es un proceso inalienable, y los consumidores individuales no pueden ser «adquiridos» ni «reestructurados» por otros consumidores. Por último, incluso cuando surge el carácter emprendedor entre los consumidores finales, este tiene un alcance inherentemente limitado y es improbable que impulse la actividad económica general.

Como resultado, la mejora de la situación de las familias asalariadas con problemas financieros, se basará exclusivamente en la reducción del consumo y en el aumento de los salarios, lo cual resulta opues-

⁴⁵ La excepción posible obvia es la improbable inflación generada por una nueva burbuja inmobiliaria.

⁴⁶ Las dificultades actuales para vender deudas titulizadas basadas en la deuda de las familias también

apuntan a las dificultades existentes para reestructurar dicha deuda.

to a las necesidades de una recuperación basada en el mercado. Lo más relevante para los objetivos de este artículo es que una recuperación dirigida por las empresas capitalistas productivas se basa fundamentalmente, entre otros factores, en las reducciones generales del salario real. De hecho, la persistencia y la profundidad de la Gran Depresión se atribuyó en gran medida a la inflexibilidad a la baja de los salarios⁴⁷.

Aquí reside una paradoja específica planteada por la recuperación de una grave recesión caracterizada por los problemas financieros de las familias asalariadas (elevado endeudamiento e insolvencia). Una recuperación dirigida por empresas capitalistas se basa en reducciones de los salarios reales. Aunque estas reducciones tengan éxito en el fomento de una eventual recuperación económica, a corto plazo deteriorarán aún más la capacidad de las familias para afrontar el servicio de la deuda, aumentando las tensiones financieras sistémicas. Sin embargo, si los salarios reales no caen pueden generar mayores problemas financieros a las empresas, los cuales, en ausencia de una intervención pública, pueden dar lugar a tasas crecientes de desempleo.

Un retorno eventual de la inflación, a menudo visto como un medio para el proceso de desapalancamiento, también plantea dificultades. El aumento del nivel general de precios puede reducir las cargas reales de la deuda, pero esto dependerá en última instancia de la capacidad de los acreedores para mantener el valor real de la deuda y de la capacidad de los deudores para mantener el valor real de sus ingresos. En particular, en un escenario de recesión a los asalariados no les será fácil mantener el valor

real de los salarios en relación con los bienes de consumo vendidos por los capitalistas y con las demandas de las empresas financieras sobre las familias.

En general, durante las crisis industriales típicas, las caídas de los salarios y la inflación suponen transferencias y cambios de valor desde las empresas financieras y los asalariados hacia a las empresas capitalistas productivas. Debido a que estas empresas monopolizan la apropiación del nuevo valor y que algunas de ellas pueden ser capaces de financiar sus planes económicos con los rendimientos que ese valor tiene sobre los niveles de inversión deprimidos por la recesión, estas transferencias pueden ayudar a preparar el terreno para una eventual recuperación.

La crisis actual presenta un panorama más complejo. El retorno de la estabilidad económica y financiera plantea la necesidad de transferencias de las empresas financieras y productivas a los asalariados. Es improbable que estas transferencias tengan lugar en términos de mercado, ya sea a través de salarios más elevados o de inflación. Sin una intervención importante por parte del Estado, es probable que el proceso de desapalancamiento de las familias siga debilitando el consumo, afecte negativamente al préstamo a las familias, y suponga trastornos para el proceso de recuperación económica.

5. CONCLUSIONES

Sobre la base de la economía política marxista, este ensayo ha tratado de documentar la importancia económica y el carácter distintivo de los crecientes niveles de deuda de los hogares asalariados, mostrándolo como una característica definitoria

⁴⁷ Véase Keynes (1973), Bernanke (1995) o Bordo *et al.* (2000).

de la banca contemporánea, de la política macroeconómica y de la crisis actual. Para los bancos, la deuda familiar está en el epicentro de su actividad haciendo de la renta de los individuos una fuente de beneficios. Esto proporcionó el alimento básico de la fiesta especulativa que provocó la crisis actual, y se encuentra en el corazón de los regímenes económicos y de políticas más amplias que parecen estar quebrándose como resultado de estos cambios.

Desde esta perspectiva, este ensayo desarrolla discusiones analíticas preliminares que ofrecen dos ideas generales sobre la banca contemporánea y la crisis internacional que ayudan a orientar las políticas y los esfuerzos de investigación relativos a la actual recesión económica internacional. La primera es el carácter usurario y explotador de los préstamos a las familias asalariadas, tal y como se desarrollaron en el marco concreto de aumento de la desigualdad y de privatización de las últimas tres décadas, que los hizo muy rentables. La alta rentabilidad hizo que estos préstamos dieran origen a los procesos destructivos de competencia e inestabilidad financiera.

La segunda es que los niveles récord de endeudamiento familiar plantean dificultades específicas para el proceso de recuperación de la recesión actual. En primera ins-

tancia, afectan a la demanda de los consumidores. Pero, lo más importante es que crean un conflicto entre la necesidad de bajar los salarios para apoyar la recuperación de la rentabilidad de las empresas capitalistas y la necesidad de incrementar los salarios para restaurar la estabilidad financiera de los hogares y del conjunto de la economía. No hay razones para esperar que los mercados financiero y laboral resuelvan este conflicto de una manera ordenada y socialmente deseable.

Analíticamente, las discusiones preliminares ofrecidas apuntan a la necesidad de conceptualizaciones sólidas de las relaciones de crédito en el proceso de acumulación, incluyendo el contenido social particular del crédito a las familias asalariadas. En cuanto a las políticas, este artículo señala la necesidad de la intervención estatal para facilitar las transferencias a las familias asalariadas —mediante el aumento real de los salarios reales, la reducción de la desigualdad y el crecimiento de la provisión social de las necesidades básicas— como elemento clave de la recuperación económica. En el contexto actual, está cada vez más claro que es indispensable abordar las cuestiones fundamentales de la equidad socioeconómica para restaurar el crecimiento y la estabilidad económica.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALLEN, F. y SANTOMERO, A. (2001): «What do financial intermediaries do?», *Journal of Banking and Finance*, 25 (2): 271-294.
- AUSUBEL, L. (1997): «Credit card defaults, credit card profits, and bankruptcy», *The American Bankruptcy Law Journal*, 71: 249-270.

- BARAN, P. y SWEEZY, P. (1968): *Monopoly Capital, An Essay on the American Economic Order*, Pelican, London.
- BARBA, A. y PIVETTI, M. (2009): «Rising household debt: Its causes and macroeconomic implications. A long-period analysis», *Cambridge Journal of Economics*, 33(1): 113-137.

- BERGER, A., KASHYAP, A. y SCALISE, J. (1995): «The transformation of the U.S. banking industry: What a long, strange trip It's been», *Brookings Papers on Economic Activity*, 1995(2): 55-200.
- BERNANKE, B. (1995): «The Macroeconomics of the Great Depression: A comparative approach», *Journal of Money, Credit and Banking*, 27(1): 1-28.
- BORDO, M., ERCEG, C., y EVANS, C. (2000): «Money, sticky wages, and the Great Depression», *The American Economic Review*, 9(5): 1447-1463.
- BOSTON CONSULTING GROUP (2003): *Navigating the Maze, Asset Management 2003*, Boston Consulting Group, Boston.
- BRUNNERMEIER, M., CROCKETT, A., GOODHART, C., PERSAUD, A. y SHIN, H. (2009): *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva Reports on the World Economy, 11.
- CAMPBELL, J. y COCCO, J. (2003): «Household risk management and optimal mortgage choice», *Quarterly Journal of Economics*, 118(4): 1449-1494.
- CYNAMON, B. y FAZZARI, S. (2008): «Household debt in the consumer age: Source of growth - risk of collapse», *Capitalism and Society*, 3(2).
- DAY, R. (1981): *The 'Crisis' and the 'Crash'*, NLB, London.
- DONALDSON, G. (1994): *Corporate Restructuring*, Harvard Business School Press, Boston.
- DOS SANTOS, P. (2009a): «On the content of banking in contemporary capitalism», *Historical Materialism*, 17(2), próxima publicación.
- 2009b: «A policy wrapped in 'Analysis'. The World Bank's case for foreign banks», en FINE, B., BAYLISS, K. y VAN WAENBERGE, E.
- DYMSKI, G. (2009): «Racial exclusion and the political economy of the subprime crisis», *Historical Materialism*, 17(2), próxima publicación.
- ERTURK, I. y SOLARI, S. (2007): «Banks as continuous reinvention», *New Political Economy*, 12(3): 369-388.
- FISHER, I. (1933): «The debt-deflation theory of great depressions», *Econometrica*, 1 (October): 337-357.
- FOSTER, J. y MAGDOFF, F. (2008): «Financial implosion and stagnation: back to the real economy», *Monthly Review*, 60(7).
- FRIEDMAN, M. (1957): *A Theory of the Consumption Function*, Princeton University Press, Princeton.
- FURNACE, D. (2004): «Why overdraft income is growing for financial institutions?», *Kentucky Banker Magazine*, Kentucky Bankers Association, Louisville.
- GREENSPAN, A. (2007): *The Age of Turbulence*, The Penguin Press, New York.
- GRUBEN, W. y MCCOMB, R. (1997): «Liberalization, privatization and crash: Mexico's banking system in the 1990s», *Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review*, First Quarter: 21-30.
- HILFERDING, R. (1981): *Finance Capital*, Routledge & Kegan Paul, London.
- IACOVIELLO, M. (2008): «Household debt and income inequality, 1963-2003», *Journal of Money, Credit and Banking*, 40(5): 929-965.
- ITO, M. y LAPAVITSAS, C. (1999): *Political Economy of Money and Finance*, Macmillan, London.
- KEYNES, J.M. (1973): *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Cambridge University Press, London.
- KIYOTAKI, N. y MOORE, J. (1997): «Credit cycles», *The Journal of Political Economy*, 105(2): 211-248.
- KREGEL, J. (2008): «Changes in the U.S. financial system and the subprime crisis», *Working Paper*, no 530, The Levy Economics Institute of Bard College.
- LAPAVITSAS, C. (2003): *Social Foundations of Markets, Money, and Credit*, Routledge, London.
- 2009: «Financialised capitalism: crises and financial expropriation», *Historical Materialism*, 17(2), próxima publicación.
- LAPAVITSAS, C. y DOS SANTOS, P. (2008): «Globalization and contemporary banking: on the impact of new technology», *Contributions to Political Economy*, 27: 31-56.
- MARX, K. (1909): *Capital*, Volume III, Charles H. Kerr & Company, Chicago.
- MILES, D. (2004): *The UK Mortgage Market: Taking a Long-term View*, HM Treasury, London.
- MINSKY, H. (1992): «The Financial instability hypothesis», *Working Paper*, no 74, The Levy Economics Institute of Bard College.
- MORRISON, A. y WILHELM, W. (2007): *Investment Banking, Institutions, Politics, and Law*, Oxford University Press, New York.
- SAAD-FILHO, A. (2002): *The Value of Marx—Political Economy for Contemporary Capitalism*, Routledge, London.
- SCHUMPETER, J. (1976): *Capitalism, Socialism & Democracy*, Routledge, London.
- SWEETZ, P. (1970): *The Theory of Capitalist Development*, Monthly Review Press, New York.
- WHALEN, C. (2007): «The U.S. credit crunch of 2007: A Minsky moment», *Public Policy Brief*, no 92, The Levy Economics Institute of Bard College.
- WRAY, R. (2007): «Lessons from the subprime meltdown», *Working Paper*, no 522, The Levy Economics Institute of Bard College.
- 2008: «Financial markets meltdown - what can we learn from Minsky?», *Public Policy Brief*, no 94, The Levy Economics Institute of Bard College.

Endeudamiento familiar y crecimiento económico: un patrón de crecimiento insostenible

La economía española disfrutó de una considerable «prosperidad» durante el período 1997-2007, basada en una demanda creciente de inversión residencial y consumo por parte de las familias, financiada con deuda bancaria. Pero dicho patrón de crecimiento era insostenible: la elevación de los precios de las viviendas requería un endeudamiento creciente, dando lugar posteriormente a un mayor peso del servicio de la deuda, que restaba demanda en otros mercados. Cuando el endeudamiento familiar deja de crecer al haber alcanzado ya un nivel muy elevado, junto a la subida de los tipos de interés, los altísimos niveles del precio de la vivienda, la saturación de este mercado, y el endurecimiento de las condiciones crediticias, el crecimiento del PIB y el empleo comienzan a disminuir por un problema de falta de demanda efectiva: el ahorro forzoso para hacer frente a los servicios de la deuda no es compensado con nuevo endeudamiento familiar.

Espainiako ekonomiak kontuan hartzeko moduko «oparotasuna» izan zuen 1997-2007 epealdian, familiak egoitza-inbertsioan eta kontsumoan izan zuen eskaria gero eta handiagoa izan zelako, bankuzorren bitartez finantzatuta. Baina hazkuntza-eredu hori eutsiezina zen: etxebizitzaren prezioa gero eta garestiagoa zenez, gero eta zorpetze handiagoa behar zen, eta horrek zorraren zerbitzuaren pisua handiagoa izatea eragin zuen, eskaria kentzen zuela beste merkatu batzuetan. Familia-zorpetzeak hazteari utzi zionez (maila altua lortu zuelako), interes-tasek gora egin zuten, etxebizitzaren prezioa oso garesti zegoenez, merkatuak gainezka egin zuenez eta kreditu-baldintzak zaildu zirenez, BPGd-ren hazkuntza eta enplegua gutxiagotu egin ziren, ez zegoelako eskari efektiborik: zorraren zerbitzuak ordaintzeko nahitaezko aurrezkia ez zen konpentsatzen familia-zorpetze berriarekin.

The Spanish economy experienced a period of substantial prosperity from 1997 to mid 2007, driven by household spending on residential investment and durable consumer goods, funded out of bank debt. However, this pattern of growth was unsustainable: any given rate of growth of output required growing household indebtedness, because of rising house prices which, in turn, led to heavier debt burden service thus subtracting funds which would otherwise have gone to sustaining aggregate demand at a higher level. When household indebtedness stops growing, because its currently rocketing level, plus the rise of the interest rates, the high house prices, the saturation of the dwelling market, and the tightening of credit standards required by banks, GDP and employment shrink because of a lack of effective demand: forced saving to settle debt service is not offset by new household borrowing.

ÍNDICE

1. Introducción
 2. La experiencia española reciente
 3. Una interpretación teórica no ortodoxa
 4. Recomendaciones de política económica
 5. Conclusión
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: Endeudamiento familiar, inversión residencial, crecimiento económico.

Keywords: family leverage, residential investment, economic growth.

N.º de Clasificación JEL: E20, E51.

1. INTRODUCCIÓN

La economía española ha disfrutado de un período de relativa prosperidad desde el primer trimestre de 1997 hasta el segundo trimestre de 2007, para después pasar a un estado de recesión y después a uno de crisis, tanto si lo medimos mediante la tasa de crecimiento del PIB como en volumen del empleo. Tal prosperidad ha estado basada en un gasto creciente de las familias, tanto en inversión residencial¹ como en bienes de consumo duradero, lo que se ha traducido en unos niveles de deuda dividida por renta disponible familiar nunca antes vistos.

Sin embargo, el patrón de crecimiento no era sostenible: la elevación de los precios de la vivienda requería un endeudamiento creciente para poner en marcha el mismo volu-

men de recursos productivos, pero más endeudamiento daba lugar a mayores servicios de la deuda, lo que a su vez restaba impulso a la demanda futura. La consiguiente ralentización del crecimiento del PIB, sobre todo en el sector de la construcción que es muy intensivo en mano de obra, da lugar a una elevación del desempleo, que provoca dos efectos: (i) se reduce la demanda de crédito cuando las perspectivas laborales de los prestatarios se deterioran, lo que afecta negativamente a la actividad general y al mercado de la vivienda en particular; (ii) la oferta de crédito se contrae, porque las entidades de crédito endurecen las condiciones bajo las que se conceden los créditos, al empeorar las expectativas (*animal spirits*) sobre la solvencia de los futuros prestatarios.

En el presente trabajo pretendemos proporcionar una explicación acerca de la experiencia española desde 1997 hasta el presente. Investigamos las causas y conse-

¹ En opinión de Leamer (2007) esto es un fenómeno recurrente en el caso de la economía norteamericana.

cuencias del endeudamiento familiar y la evolución del servicio de la deuda, así como los motivos por los que éste se detiene.

Nuestra principal conclusión es que la economía española ha caído en una fase recesiva una vez que el endeudamiento neto de las familias, en términos reales, alcanza valores negativos. Es decir, cuando el nuevo endeudamiento pone en funcionamiento menos recursos productivos que los que deja de poner en funcionamiento el pago de servicios de la deuda.

El resto del trabajo está organizado del modo siguiente. En el apartado 2, proporcionamos una descripción de la evolución reciente de la economía española distinguiendo dos períodos, uno de prosperidad que va desde 1997 hasta el segundo trimestre de 2007, y otro de recesión y crisis, hasta el presente. Dicha descripción pretende proporcionar una explicación sobre las causas que justifican el cambio de tendencia a partir del endeudamiento de las familias. El apartado 3 integra la explicación anterior en un modelo sencillo que hace depender la evolución del PIB, entre otros factores, de la diferencia entre el nuevo endeudamiento familiar y los pa-

gos por servicio de la deuda, ambos en términos reales. A continuación, en el apartado 4 sugerimos una serie de recomendaciones de política económica frente a la situación actual de crisis. Por último, el apartado 5 recoge las principales conclusiones del trabajo.

2. LA EXPERIENCIA ESPAÑOLA RECIENTE

La economía española tiene un período de prosperidad, que transcurre desde el primer trimestre de 1997 hasta el segundo trimestre de 2007, para luego pasar a un estado recesivo y, a continuación, de crisis.

Dividimos esta sección en dos partes. En la primera, nos centramos en la fase de prosperidad mientras que en la segunda, hablaremos de los factores que provocan el cambio de tendencia.

2.1. El período de prosperidad (1997: 1.º trimestre – 2007: 2.º trimestre)

Desde 1997 hasta mediados de 2007, la economía española ha tenido unas tasas de

Cuadro n.º 1
PIB y empleo
(Tasas de crecimiento en % anualizadas)

		US	EU-27	ESP
PIB	1ºT1997-2ºT2007	3,17	2,52	3,85
	2ºT 2009	-3,9	-4,8	-4,21
Empleo	1ºT1997-2ºT2007	1,29	1,27	3,78
	3ºT 2008-2ºT2009	-4,21	-1,81	-7,06

Fuente: Banco de España, INE y *Bureau of Labor Statistics*.

Cuadro n.º 2

Demanda

(Tasas de crecimiento en %)

	2.º Trimestre 2007	2.º Trimestre 2009
Producto interior bruto a precios de mercado	3,85	-4,2
Gasto en consumo final de las AAPP	4,54	5,1
Gasto en consumo final de los hogares y las ISFLSH	3,96	-5,7
Formación bruta de capital fijo (FBCF)	6,63	-17
FBCF. Productos metálicos y maquinaria	6,36	-31,7
FBCF. Equipo de transporte	10,01	-22,2
FBCF. Viviendas	7,56	-25,5
FBCF. Otras construcciones	5,20	1,2
FBCF. Otros productos. Total	6,98	-15,9
Exportaciones de bienes y servicios	6,46	-15,7
Importaciones de bienes y servicios	9,46	-22,3

Fuente: INE.

crecimiento del PIB y empleo elevadas en relación con los países de nuestro entorno, siendo los motores del crecimiento, desde el punto de vista de la demanda, la construcción, particularmente de viviendas, y los bienes de equipo (productos metálicos, maquinaria y elementos de transporte).

Sin embargo, no toda la demanda ha sido satisfecha con producción interior. De acuerdo con la información recogida en las tablas *input-output* simétricas para la economía española, la demanda de inversión final en bienes de equipo estaba cubierta con un 47% de importaciones en el año 1995, porcentaje que asciende al 59% en los años 2000 y 2005. Por el contrario, la construcción es una demanda que se abastece al 100% con producción interior. Al mismo tiempo, el promedio de la tasa de crecimiento del empleo en el sector de la construcción durante el período de prosperidad ha sido 7,58%, mientras que en el

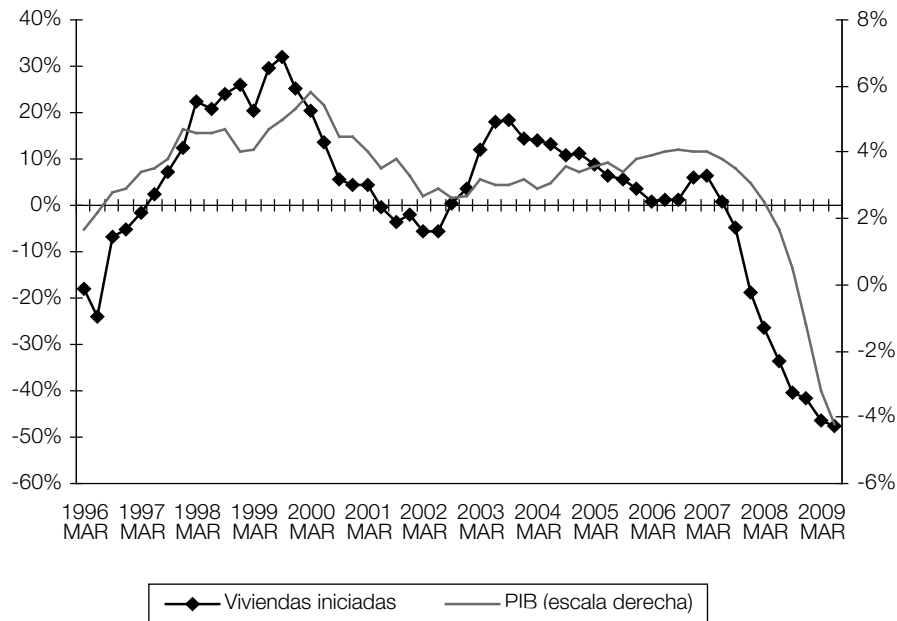
conjunto de la industria (el INE no ofrece datos más detallados por trimestres) el dato correspondiente es 1,91%.

Por último, el gráfico n.º 1 nos muestra la correlación existente entre las viviendas iniciadas y el PIB.

Concluimos por tanto que el PIB ha dependido de la demanda de construcción en general, y en particular de la demanda de inversión residencial. Tal demanda ha inducido una demanda de expansión de la capacidad productiva (a través del mecanismo del acelerador), si bien tal demanda de capacidad no ha producido un arrastre ulterior sobre la producción y el empleo debido a que en buena medida tal demanda ha sido cubierta con importaciones.

Por otro lado, este patrón de crecimiento ha dado lugar a una considerable aumento de los niveles de deuda privada en relación con el PIB.

Gráfico n.º 1
Viviendas iniciadas y PIB
(en %)



Fuente: Banco de España.

Cuadro n.º 3
Ahorro neto
(en % PIB)

	1997	2000	2003	2007 : 1	2009 : 1
Hogares e ISFL	4,64	1,6	0,13	-2,52	0,92
Soc. no financieras	-0,77	-4,26	-3,89	-9,13	-5,7
Sector público	-3,38	-1	-0,23	2,24	-5,29
Balanza por cuenta corriente	1,24	-3,19	-2,95	-8,56	-8,38

Fuente: Banco de España

El cuadro n.º 3 nos muestra que el ahorro neto de las familias y las sociedades no financieras disminuye durante el período de prosperidad y si bien el ahorro neto del sector público aumenta, no lo hace lo suficiente como para compensar el desahorro privado, de modo que el saldo de la balanza por cuenta corriente disminuye considerablemente, alcanzando el déficit exterior el 9,98% del PIB en marzo de 2008.

El resultado de este proceso de acumulación basado en la demanda de las familias, y financiado con deuda bancaria, ha sido una elevación espectacular del cociente entre deuda bancaria y renta disponible, que ha pasado desde aproximadamente el

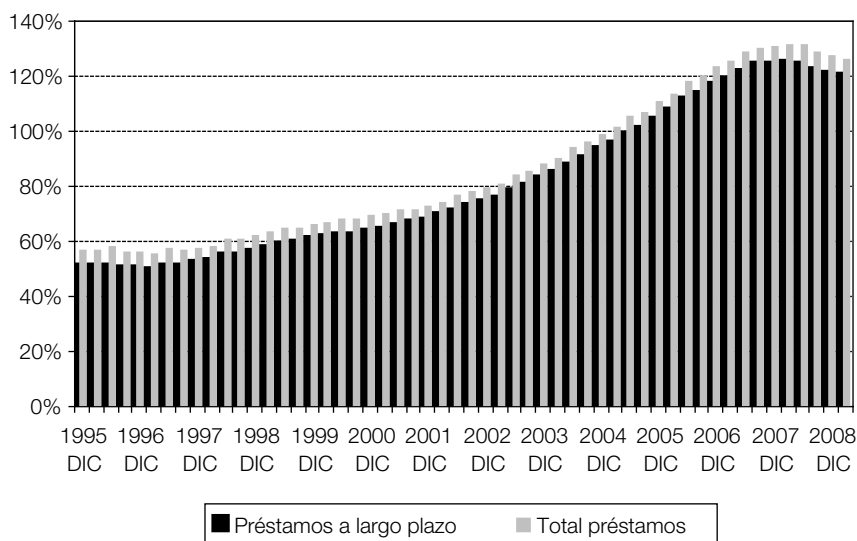
50% en 1995 hasta más del 130% en junio de 2008, para comenzar a disminuir desde entonces.

A la pregunta de por qué las familias se han endeudado tanto en un período de tiempo tan corto, se responde sugiriendo tres factores: tipos de interés en mínimos históricos; factores demográficos e institucionales; y, por último, liberalización y creciente desregulación del sistema financiero. El cuadro n.º 4 recoge información relevante respecto a estos factores.

El tipo de interés, independientemente del plazo de referencia, disminuye notablemente desde 1996 hasta 2005, para después comenzar a ascender. La cuantía de

Gráfico n.º 2

Préstamos bancarios en relación con la renta disponible de las familias (en %)



Fuente: Banco de España.

Cuadro n.º 4

Factores de endeudamiento familiar

	Tipo de interés real ^(a)	Hipoteca media concedida en el año (en €)	Vencimiento (años)	Pago mensual servicio deuda (en €)	Tasa de paro	Precio del m ² de la vivienda libre	Propiedad ^(b)	Población (miles)
1996	3,36%	47.378	18	457	21,6%	694,4		39.669
1999	1,19%	61.829	21	387	15,2%	829,2	82,7%	40.202
2001	-0,71%	75.645	23	495	10,6%	992,7	84,5%	41.116
2003	-1,97%	97.202	25	491	11,4%	1.380,3	84,1%	42.717
2007	0,72%	151.432	28	912	8,6%	2.085,5	86,3% ^(c)	45.200
2009	0,92%	122.004	24	605	17,9%	1.920,9		46.661

Fuente: Banco de España, Asociación Hipotecaria Española, Colegio de Registradores de la propiedad y mercantiles de España, INE, Ministerio de la Vivienda y elaboración propia.

a) Tipo de interés básico deflactado con el deflactor del PIB.

b) Porcentaje de familias propietarias de la vivienda en que habitan.

c) Dato correspondiente a 2005.

la hipoteca media, así como el vencimiento, asciende hasta 2007, de modo que observamos que el pago mensual del servicio de la deuda generada por una hipoteca media permanece aproximadamente estable desde 1996 hasta 2003, para comenzar a elevarse vertiginosamente desde entonces. La tasa de paro disminuye continuamente hasta 2007 para después comenzar a crecer, y la población total aumenta en prácticamente 7 millones de personas desde 1996 hasta 2009. A esto añadimos que la tasa de propiedad en España, como es bien sabido, es muy alta, superando el 85% según el último dato. Por otro lado, tenemos el precio de la vivienda que asciende de un modo impresionante (aumenta un 200% durante el período de referencia: curiosamente –o no tanto– la cuantía de la hipoteca media aumenta más, en un 220%).

Todos estos factores hacen, en definitiva, que el endeudamiento familiar pase del 55% al 130% de la renta disponible en un plazo de tiempo de diez años (1997-2007). El número de viviendas construidas desde 1997 asciende a aproximadamente 6,5 millones de unidades.²

2.2. La crisis (3.º trimestre 2008 – ?)

La economía española muestra una tasa de crecimiento intertrimestral del PIB de 0% en el segundo cuatrimestre de 2008, y en el tercero de -0,6%. Por lo tanto, es oficialmente a partir de entonces cuando podemos hablar de recesión. No obstante, los últimos datos sobre tasas de crecimiento

² Entre 2001 y 2008, de acuerdo con cifras del Ministerio de Vivienda, se construyeron casi 4,1 millones de viviendas.

del PIB y de desempleo así como la evolución que muestra el sector financiero, nos invitan a hablar directamente de crisis (ver cuadro n.º 1).

Si la fase de prosperidad había estado sostenida por el gasto de las familias, financiado con deuda bancaria, deberíamos buscar la principal explicación de la crisis dentro de las causas que frenan el gasto familiar.

Proponemos la siguiente lista razonada.

- A finales de 2005, el Banco Central Europeo comienza a elevar los tipos de interés, como consecuencia de los temores provocados por la elevación del precio del crudo. Comienza a reducirlos a partir de septiembre de 2008. La cuantía de los servicios de deuda de una hipoteca media en 2005 ascendían a 587 euros, mientras que en 2007 eran 912, un 55% más.
- El precio de un metro cuadrado de vivienda libre a finales de 2007 asciende a 2.085,5 euros, mientras que a comienzos de 2005 era 1.685,4 (casi un 24% inferior). Es decir, poner en funcionamiento los recursos productivos necesarios para la construcción de una vivienda suponían un endeudamiento mayor para el comprador, aproximadamente el 24%, que absorberían un 55% más de recursos corrientes en el futuro (por servicios de la deuda).
- El endeudamiento bancario de las familias era de aproximadamente el 100% a comienzos de 2005, mientras que a finales de 2007 ya ascendía a 130%. El esfuerzo financiero para la compra de vivienda, después de deducciones fiscales a finales de 2007 era del 40% de la renta familiar disponible del hogar mediano, siendo el precio de una vivienda media 7,7 veces la renta disponible de un hogar mediano.
- Desde julio de 2006 a junio de 2007 se iniciaron más de 770.000 viviendas (como se ha apuntado más arriba, desde 1997 se han acabado aproximadamente 6,5 millones de viviendas)³. Obviamente, este ritmo de producción no podía mantenerse por mucho tiempo.
- De acuerdo con la Encuesta de préstamos bancarios elaborada por el Banco Central Europeo, a partir de mediados de 2007 se endurecen las condiciones exigidas por los bancos a la hora de conceder préstamos hipotecarios. Concretamente, se elevan los márgenes sobre los tipos de referencia, se reduce la tasa de préstamo sobre valor (*loan to value*) y se aumenta la exigencia en los avales. Sin embargo, y contrariamente a lo que uno podría pensar, no son problemas de liquidez o «restricciones de balance bancario» las que generan la escasez de préstamos. Si bien estos factores son relevantes, parece que lo es más la perspectiva pesimista sobre la evolución de la actividad económica en general, y del mercado de vivienda en particular. De hecho, este pesimismo parece estar precedido de la percepción de que la demanda de financiación por parte de familias comienza a declinar a comienzos de 2007.⁴

³ De acuerdo con el Censo de Viviendas de 2001, elaborado por el INE, en ese período el 14,81% del stock de viviendas estaba desocupado.

⁴ Véase García Montalvo (2009). Nótese también que el exceso de reservas se multiplica por tres en un par de meses a partir de septiembre de 2008 (coincidiendo con la caída de Lehman Brothers), algo que no sucedía desde la introducción del euro a comienzos de 2002.

Estos factores son los que a nuestro juicio explican porqué el gasto de las familias se detiene. Pero no explican porqué la economía ha pasado a tasas negativas de crecimiento. Esto último ha ocurrido porque el endeudamiento familiar necesitaba una economía en crecimiento continuo, y con un desempleo decreciente. Cuando el crecimiento de la economía se detiene y ningún otro agente institucional toma el relevo como locomotora de la economía, el endeudamiento familiar comienza a caer, al tiempo que se contrae el PIB y aumenta el desempleo. Así, por ejemplo, la elevación de la tasa de paro afecta negativamente al endeudamiento, tanto por el lado de la demanda (menores posibilidades de hacer frente a los servicios de la deuda) como por el de la oferta (los bancos tienen en cuenta, a la hora de atender la demanda de crédito, no sólo el riesgo del prestatario sino también el riesgo macroeconómico). Pero, a nuestro juicio, aunque una mayor tasa de paro dé lugar a un menor endeudamiento, la causalidad inicialmente es la inversa, aunque después haya un impacto de doble dirección. Algo similar ocurre con la especulación: cuando los precios de las viviendas suben, el público confía en que continúen subiendo, lo que alienta un proceso especulativo.⁵ La compra de vivienda con la finalidad de realizar una ganancia (de capital) con la venta a un precio superior al de compra, sin intención de residir en ella o alquilarla, puede haber acelerado la actividad o los precios antes de la crisis así como su posterior caída, pero a nuestro juicio no ha sido el detonante de la crisis.

⁵ Si, por ejemplo, un especulador adelanta el 10% del precio de una vivienda cuando ésta comienza a construirse y, digamos, en un año su precio aumenta el 10%, dicho agente obtiene una ganancia del 100% en la venta.

En resumen, durante el período 1997–2007 la economía española muestra unas tasas de crecimiento relativamente elevadas, explicadas por el lado de la demanda, por el elevado ritmo de gasto de las familias financiado con deuda bancaria. Pero este patrón de crecimiento no era sostenible: cada vez más familias tomaban a préstamo cantidades de dinero mayores; pero a medida que los bancos prestaban hipotecas más cuantiosas, a un plazo creciente, la elevación del precio de los inmuebles absorbía tal inyección de liquidez. El crecimiento económico requería tasas crecientes de endeudamiento familiar. Pero el endeudamiento presente da lugar, como es bien sabido, a servicios de la deuda futuros, lo cual va a restar poder adquisitivo a las familias, reduciendo su capacidad de movilizar recursos productivos. Mientras que el nuevo endeudamiento ponga en marcha más recursos que los que deja de poner el pago del servicio de la deuda, consecuencia del endeudamiento pasado, la economía sigue creciendo. Pero cuando el nuevo endeudamiento (en términos reales) comienza a perder ímpetu, la economía se resiente en términos de crecimiento del PIB y del empleo. De igual modo que cuando dejamos de pedalear la bicicleta se para y tiende a irse al suelo, cuando las familias moderan la inyección neta de liquidez (endeudamiento), el crecimiento del PIB tiende a su vez a moderarse, con lo que el desempleo tiende a aumentar, moderando todavía más el endeudamiento y provocando finalmente que la economía se venga abajo. La combinación, a partir de 2006, de:

- la elevación de los tipos de interés,
- una cierta saturación en el mercado de la vivienda,

- el endeudamiento familiar casi al límite (al menos en relación con los países de nuestro entorno),
- los precios de la vivienda que se habían multiplicado por tres en los doce últimos años,
- la crisis financiera internacional, como consecuencia del colapso de las *subprime* norteamericanas,

supone un lastre para el nuevo endeudamiento, al tiempo que –como consecuencia esencialmente del primer factor– los pagos de la deuda comienzan a ser importantes.

3. UNA INTERPRETACIÓN TEÓRICA NO ORTODOXA

3.1. El contexto internacional

Es cierto que los bancos españoles no han seguido el ejemplo norteamericano,⁶ pero como apunta Wray (2009, p. 285) la economía estadounidense tiene tal magnitud que difícilmente podemos abstraernos de lo que ha pasado allí. A continuación se describe de forma resumida la causa de los problemas a los que se enfrenta el sistema financiero de los Estados Unidos (remitimos al lector a Wray, 2008, 2009). Consideramos, en cualquier caso, que hay ciertos rasgos que también se han observado en la economía española.

La caída de los tipos de interés, como consecuencia de lo que Bernanke ha denominado la «gran moderación» (Bernanke, 2004), ha dado lugar a una reducción de los márgenes de rentabilidad bancaria. De un modo u otro, el tipo de interés regula el tipo de beneficio de las entidades de crédito.

La reacción lógica y normal a este hecho, en un entorno competitivo, consiste en intentar compensar la caída de los beneficios bancarios con aumentos en otras partes del negocio. En este caso, esto se concreta en un intento de aumentar la cantidad de préstamos a familias (hipotecas, préstamos para la adquisición de bienes duraderos, o préstamos para consumo) buscando las comisiones correspondientes. Por otro, el aumento del volumen de préstamos, al tiempo que los beneficios no crecen en la misma proporción, reduce el cociente entre los recursos propios y los activos bancarios ponderados por riesgo (*capital adequacy ratio*), pudiendo llegar a caer por debajo de lo que exigen los «Acuerdos de Basilea».

Para solventar este problema, se puede acudir a la titulización de deuda, de modo que las entidades de crédito pueden eliminar de su balance una parte de los activos que ellos mismos han generado, vendiendo los ingresos correspondientes a los futuros pagos por el servicio de la deuda.

Uno de los problemas asociados a este proceso es el de la gestión del riesgo. Cuando los tipos de interés son bajos, la posibilidad de obtención de moderados beneficios con un grado de riesgo razonable se reduce, tanto para los bancos como para los inversores financieros. Como hemos comentado, los bancos pueden incrementar sus beneficios aumentando sus préstamos pero esto conlleva hacer negocios con prestatarios con una calidad de solvencia decreciente, lo que a su vez permite cargar márgenes más elevados. Así, a pesar de que los tipos oficiales son reducidos, los tipos a los que se presta *de facto* son relativamente elevados, lo que incrementa el atractivo de los títulos de deuda (los famosos CDO –*collateralized debt obligations*) basados en esos préstamos. Pero

⁶ Véase, por ejemplo, Álvarez (2008).

también es cierto que aumenta el riesgo de impago por parte del prestatario, lo que les resta atractivo. Para disminuir el problema del riesgo, había que buscar la colaboración de las empresas de calificación de deuda (*rating*), para que dieran su bendición a los nuevos activos financieros (ABS o *asset-backed securities*), y comenzasen a ser adquiridos por fondos (en muchos casos de cobertura) adelantando muy pocos recursos propios, de modo que la adquisición era completada (por medio de apalancamiento) con emisión de más títulos que, a su vez, eran adquiridos por fondos de inversión y de pensiones.

El negocio es rentable mientras los prestatarios iniciales van haciendo frente a los servicios de la deuda bancaria, sobre la que se ha construido una estructura altamente inestable. La combinación de más riesgo y mayor facilidad de crédito da lugar a una elevación del precio de los activos financieros y a un cierto grado de euforia. No obstante, cuando los bancos centrales deciden elevar los tipos de interés, aquellos prestatarios iniciales dejan de hacer frente a sus deudas y todo el edificio financiero se desmorona, el crédito se contrae y la economía colapsa. Es lo que algunos autores han denominado un *Minsky – moment*⁷.

3.2. El caso español: fragilidad financiera y peso de la deuda⁸

A nuestro juicio, y como hemos explicado en el apartado 2 del presente trabajo, la crisis en la que se encuentra la economía

española está causada principalmente por un problema de demanda efectiva, como consecuencia del elevado peso de la deuda contraída en el pasado por las familias. No obstante, durante la fase de prosperidad se acumularon una serie de desequilibrios que, una vez llegada la crisis, van a dar lugar a que la recuperación tarde más en llegar.

Nuestro argumento es el siguiente. El dinero es endógeno, de modo que el sistema bancario genera los medios de pago a demanda de los prestatarios, cargando un tipo de interés que depende de la decisión del banco central. En este sentido, el dinero tiene naturaleza de deuda y se entiende como un flujo, que se crea como consecuencia del crédito y se destruye cuando la deuda se cancela (los créditos crean los depósitos: Moore, 1988; Graziani, 2003).

El precio de las viviendas se determina en un entorno muy poco competitivo y tiende a gravitar en torno a lo que los compradores están dispuestos a pagar. Esto, a su vez, depende de lo que los bancos estén dispuestos a prestar que, de nuevo, depende del valor presente de los flujos que los prestatarios puedan encarar como pago del servicio periódico de la deuda. Así si, por ejemplo, las familias pueden dedicar el 30% de sus ingresos familiares, que ascienden a 50.000 euros anuales, al pago de la hipoteca, y el banco presta el 100% del valor del inmueble, suponiendo un solo pago anual de servicio de deuda, el precio de una vivienda viene dado por la expresión:

$$\begin{aligned} p_H &= \frac{z}{(1+i)} + \frac{z}{(1+i)^2} + \frac{z}{(1+i)^3} + \dots + \frac{z}{(1+i)^n} \\ &= z \left(\frac{(1+i)^n - 1}{i(1+i)^n} \right) \end{aligned} \quad (3.1)$$

Siendo z la cantidad que se paga por el servicio de la deuda en cada plazo (el 30%

⁷ En honor al economista norteamericano Hyman P. Minsky, uno de los más agudos observadores del sistema financiero que teorizó sobre la inestabilidad financiera.

⁸ Lo que sigue a continuación es una versión resumida de Febrero y Dejuán (2009).

de 50.000, o sea, 15.000 anuales), i es el tipo de interés de la deuda y n es el plazo de vencimiento. Si asumimos $i = 3\%$ y $n = 30$ años, el precio de la vivienda resulta aproximadamente 294.000 euros.

Las rentas (beneficio extraordinario) estarán determinadas por la diferencia entre el precio de venta de las viviendas y el coste de edificación, que supondremos aproximadamente estable durante el período de análisis.

Supongamos a continuación que durante un tiempo el porcentaje de fuerza de trabajo ocupada comprando una vivienda se mantiene estable, digamos en una proporción $\lambda = 5\%$, y que esta fuerza de trabajo ocupada crece a un ritmo también estable, de $g = 3\%$. En ese caso, la cantidad de pagos por servicios de la deuda hipotecaria es:

$$\begin{aligned} DSP_t &= \lambda \cdot L_{t-1} \cdot z + \lambda \cdot L_{t-2} \cdot z + \dots + \lambda \cdot L_{t-31} \cdot z = \\ &= \lambda \cdot z \cdot L_t \cdot \left(\frac{1}{(1+g)} + \frac{1}{(1+g)^2} + \dots + \frac{1}{(1+g)^{30}} \right) = \\ &= \lambda \cdot z \cdot L_t \cdot \left(\frac{(1+g)^{30} - 1}{g(1+g)^{30}} \right) \end{aligned} \quad (3.2)$$

Es decir, en cada momento t , van a pagar un plazo de la hipoteca aquellos que compraron una vivienda en un año comprendido entre el año pasado y hace treinta y un años. Este número de personas es un porcentaje constante, λ fijo *ex hipotesi*, de los ocupados en cada período, $L_{t,i}$.

Por otro lado, en el período t (el mismo que hemos considerado en el párrafo de arriba), los que compran piso inyectan al sistema una cantidad de liquidez dada por la siguiente expresión:

$$I_R = \lambda \cdot L_t \cdot p_H = \lambda \cdot L_t \cdot z \cdot \left(\frac{(1+i)^{30} - 1}{i(1+i)^{30}} \right) \quad (3.3)$$

Curiosamente, o quizá no tanto, tenemos que, cuando el tipo de interés y la tasa de crecimiento son iguales, las cantidades de liquidez que abandonan el sistema (*reflux*, como Tooke denominó el proceso por el que se destruye el dinero cuando se cancelan deudas bancarias), determinadas por la expresión (3.2) coinciden en magnitud con las cantidades de liquidez inyectadas en el sistema (*efflux*) con la inversión residencial de acuerdo con (3.3).

Pero, ¿qué ocurre cuando el tipo de interés baja, en relación con la tasa de crecimiento del *output* y el empleo? Que se producen consecuencias en dos ámbitos: en el nivel de la producción y el empleo, y en los mercados financieros.

En el primer ámbito, tenemos que la inversión residencial (3.3) va a superar los pagos por el servicio de la deuda (3.2). Menores tipos de interés animan a más gente a endeudarse (suponemos que el ajuste de los precios de los bienes inmuebles no se produce inmediatamente). Y la misma cantidad de deuda pendiente de pago genera unos servicios de deuda menores al caer el tipo de interés. Esta perturbación da lugar a un aumento de la demanda por al menos cuatro motivos:

- aumentar la renta disponible (después de la carga financiera) de las familias, aumenta el consumo;
- aumenta la demanda de inversión residencial (y también la demanda de bienes de consumo duradero, financiada con deuda bancaria);
- al elevarse (con cierto retraso) los precios de los bienes inmuebles se genera un efecto riqueza, lo que eleva la demanda de consumo;
- si la inversión productiva se explica por la teoría del acelerador (Baddeley,

2003, Dejuán, 2005), ésta aumentará al aumentar la demanda de consumo.

Supongamos, por simplicidad, que se cumple el principio de la demanda efectiva, de modo que el volumen de producción, Y_t , está determinado por la demanda agregada, y que ésta está compuesta de gasto de familias (consumo e inversión residencial) y empresas (inversión productiva). El gasto de familias en consumo se ajusta a la expresión:

$$C_t^H = c_H (wL_{t-1} - DSP_t) + \alpha_0 \Delta W_{t-1} \quad (3.4)$$

Esto es, el consumo depende de los ingresos de las familias con un retardo, siendo w el salario por unidad de trabajo, menos la carga de la deuda corriente, DSP_t , a lo que añadimos un efecto riqueza. Por simplicidad, supondremos que la propensión a consumir está muy próxima a la unidad, de modo que sólo se ahorra para hacer frente a las cargas de la deuda. Al tiempo, dicha carga de la deuda se descompone en intereses sobre la deuda pendiente de pago más una fracción de esta deuda, correspondiente al pago del principal:

$$DSP_t = iD_{t-1}^H + \phi D_{t-1}^H \quad (3.5)$$

La inversión productiva se ajusta a la expresión:

$$I_t^P = I_0 + v(Y_t^e - Y_{t-1}) = I_0 + vY_{t-1}g_t^e \quad (3.6)$$

Siendo I_0 un término independiente, v el acelerador, dado por la relación capital producto y g_t^e la tasa de crecimiento esperada del output.

La inversión residencial es I_t^R . Si toda la inversión residencial se financia con deuda bancaria, entonces, la inversión residencial es igual al incremento de deuda de las familias.

$$I_t^R = D_t^H - D_{t-1}^H = D_{t-1}^H g_t^R \quad (3.7)$$

Si llamamos ω a la parte de la renta que se destina a pagar salarios, podemos llegar a la siguiente expresión:⁹

$$Y_t = (\omega + v g_t^e) Y_{t-1} + \{I_0 + \alpha_0 \Delta W_{t-1} + D_{t-1} (g_t^R - i) - \phi D_{t-1}\} \quad (3.8)$$

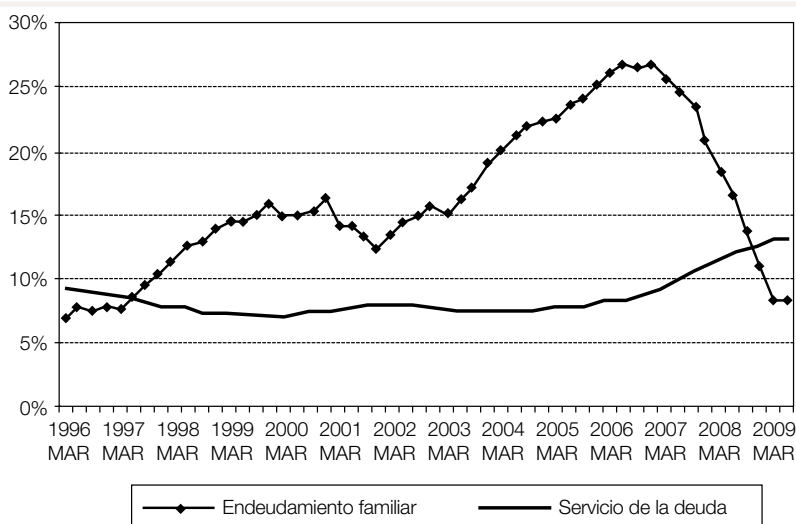
Tenemos pues una ecuación en diferencias de primer grado, de la que nos interesa el último término de la derecha (entre corchetes), especialmente la diferencia entre g_t^R , la tasa de crecimiento real de la inversión residencial, y el tipo de interés real, i . Cuando i cae, entonces la diferencia entre g^R e i aumenta, dando lugar a que aumente la producción en respuesta a la creciente demanda de familias. A esto habría que añadirle que la inversión productiva va a aumentar por el acelerador, aumentando g^e . También hay que añadir que al caer i van a subir los precios de las viviendas, provocando un aumento adicional en el consumo por el efecto riqueza. Nótese además que cuando aumenta el período de vencimiento de las hipotecas, ϕ disminuye (el pago de principal disminuye al poder repartirse entre más períodos).

Por el contrario, cuando la diferencia entre g^R e i disminuye, o se hace negativa, el proceso se invierte contrayendo la economía. Se produce a la vez una disminución de la renta y del endeudamiento familiar. Y cuando el nuevo endeudamiento es inferior al pago de los servicios de la deuda, la contribución de los hogares al crecimiento del output se torna negativa. De acuerdo con nuestros cálculos, esto ocurre en diciembre de 2008, cuando el nuevo endeudamiento supone el 11,16% de la renta

⁹ Palley (2009) llega a resultados similares.

Gráfico n.º 3

Endeudamiento familiar y carga de la deuda en relación con la renta disponible bruta de los hogares
(en %)



Fuente: Banco de España, INE y elaboración propia.

disponible de los hogares, mientras que el servicio de la deuda asciende al 12,62%.¹⁰

Para evitar que el modelo sea explosivo acudimos a los siguientes supuestos.

- El endeudamiento familiar tiene un límite máximo por encima del cual los bancos dejan de prestar.
- La inversión autónoma, I_0 , siempre toma un valor positivo.¹¹

¹⁰ El último dato relativo al pago de los servicios de la deuda, dividido por la renta disponible de los hogares, para la economía española, se refiere al primer trimestre de 2009 y asciende al 13,05%. Para los Estados Unidos, de acuerdo con información proporcionada por la Reserva Federal, el dato es 13,46%.

¹¹ El lector puede incluir en el término I_0 el gasto público y / o las exportaciones, como un mecanismo que colabora en la recuperación de la economía.

Como hemos señalado anteriormente, en España, a partir de finales de 2007, tenemos que la g^R comienza a moderarse, al tiempo que el tipo de interés comienza a repuntar. A la luz de nuestro planteamiento, parece que la posibilidad de moderar la crisis es consecuencia de mantener los tipos de interés muy bajos y, al tiempo, compensar la caída de la demanda de las familias con una política fiscal expansiva (aumentando el término I_0).

Respecto al impacto sobre las sociedades no financieras del creciente endeudamiento familiar, cabría pensar que el exceso de liquidez que las familias han introducido en el sistema ha sido utilizado por las em-

presas para reducir su endeudamiento.¹² Sin embargo, nos encontramos con que ha ocurrido lo contrario: las empresas han apalancado los beneficios crecientes con la finalidad de adquirir más activos financieros. En relación con estos activos financieros, nos encontramos con dos factores que afectan positivamente a su precio. Por un lado, el aumento de la demanda de consumo e inversión residencial de las familias permite la elevación de los beneficios empresariales, principalmente en la construcción pero también en otros sectores que se enfrentan a una demanda creciente. Por otro lado, la propia caída de los tipos de interés da lugar a un aumento del valor presente del flujo de beneficios esperados futuros. A esto, como ya hemos comentado, se une el hecho de que durante el período de prosperidad, los bancos han reducido los niveles de exigencia en lo referente a su política de concesión de préstamos.

Las sociedades no financieras se han visto atraídas por la posibilidad de incrementar sus beneficios por medio de la actividad financiera (lo que se ha venido a denominar *financiarización*).

Con el gráfico n.º 4 vemos, por un lado, que el cociente entre acciones y otros valores en cartera (activos), dividido por los recursos propios muestra una tendencia creciente desde el 35% al 63%, y que evoluciona en paralelo al cociente entre préstamos a largo plazo y recursos propios, cociente que nos informa de la evolución del grado de apalancamiento.

¹² Lavoie y Secareccia (2001) sostienen que, contrariamente al principio de riesgo creciente de Kalecki y Minsky, el endeudamiento de las empresas debería disminuir cuando se eleva el crecimiento del PIB, ya que las empresas generan un volumen mayor de recursos propios que pueden utilizar, en última instancia, para reducir el endeudamiento.

Por otro lado, tenemos que el peso del pago anual de salarios más la formación bruta de capital por parte de las sociedades no financieras supone cada vez un peso menor del total de préstamos (de algo más del 100% al 45%).

En otras palabras, las empresas se endeudan de modo creciente para aumentar la tenencia de activos financieros (fusiones, adquisiciones, o simplemente adquisición de participación en empresas con carácter estratégico) e inmobiliarios (fundamentalmente suelo en zonas de especial ritmo de expansión), con la finalidad de incrementar sus resultados por medio de actividades distintas de la principal. En opinión de algunos autores simpatizantes del concepto de *financiarización* (Stockhammer, 2007, y las referencias allí listadas), el aumento de este tipo de inversiones (de carácter no productivo, sino especulativo) por medio de apalancamiento es la respuesta generalizada a unos resultados macroeconómicos más pobres característicos de la era postfordista (menor crecimiento del PIB, menor crecimiento de los salarios reales, menor ritmo de crecimiento de la productividad, etc.; sólo la inflación presenta mejores resultados).

4. RECOMENDACIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA

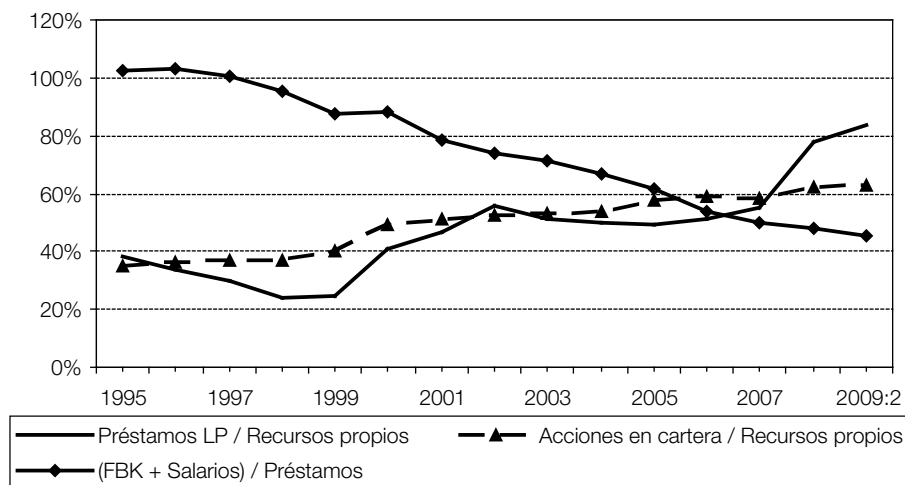
¿Qué se puede hacer para restablecer una tasa de crecimiento razonable, que permita un retorno a una tasa de desempleo por debajo de los dos dígitos?

A la luz de la expresión (3.8) se plantean las siguientes posibilidades:

- Elevación del gasto público financiado con deuda. Esto permitiría reducir el

Gráfico n.º 4

Apalancamiento de las sociedades no financieras (en %)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

endeudamiento privado manteniendo un nivel de producción y empleo no decreciente.

- Tipos de interés lo más bajos posible, de modo que los servicios de la deuda resten los menos recursos posibles al crecimiento económico.
- En línea con lo anterior, generación de inflación, de modo que las deudas, determinadas en términos nominales, supongan una menor cuantía en términos reales.

Todas estas recomendaciones son problemáticas. La caída de la actividad junto con una política fiscal expansiva ha dado lugar a un déficit público esperado de casi el 10% del PIB para el año 2009, con una

tasa de crecimiento (en el momento que escribimos estas líneas) del -4.2%. Los tipos de interés correspondientes a las operaciones principales de financiación están en el 1%, de modo que no se puede esperar que estén mucho más bajos. Por último, la inflación medida por el IPC está en valores negativos. Aunque se espera que ésta torne a valores positivos, una inflación creciente entra en contradicción con el objetivo de equilibrar la balanza comercial que en el pasado reciente ha alcanzado un valor deficitario aproximado del 10% del PIB.

5. CONCLUSIÓN

El período de prosperidad que va desde 1997 hasta 2007 se ha basado en un en-

deudamiento privado creciente, tanto por parte de las familias como de las sociedades no financieras. El endeudamiento de las familias ha ido destinado a «inversión» residencial y bienes de consumo duradero, mientras que el de sociedades no financieras parece haber ido dirigido a la adquisición de activos no productivos (financieros y reales). El endeudamiento familiar ha actuado como el motor de la economía española durante la década de prosperidad proporcionando unos beneficios a las sociedades no financieras que los han apalancado para

la adquisición de activos no productivos que complementen las cuentas de resultados. Las entidades de crédito han estado más receptivas a la demanda de préstamos al tiempo que los agentes privados han recurrido de un modo creciente a la financiación de inversión con recursos ajenos en una época de tipos de interés en mínimos históricos. Cuando la capacidad de arrastre de las familias se debilita, la prosperidad se evapora. El patrón de crecimiento basado en un endeudamiento privado creciente se manifiesta insostenible.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ÁLVAREZ, J.M. (2008): «La banca española ante la actual crisis financiera», *Estabilidad Financiera*, 15: 23 – 38.
- BADDELEY, M. (2003): *Investment. Theories and Analysis*, Palgrave-Macmillan, New York.
- BERNANKE, B. (2004): «The great moderation», *Remarks at the Meeting of the Eastern Economic Association*, 20 de febrero, Washington DC.
- FEBRERO, E. y DEJUÁN, Ó. (2009): «Household indebtedness, economic growth and the monetary circuit», presentado al XIII Conference 'The World Economy in Crisis – The Return of Keynesianism?' Berlín 30–31 de octubre, organizado por The Research Network Macroeconomics and Macroeconomic Policies (FMM), Hans Böckler Stiftung.
- DEJUÁN, Ó. (2005): «Paths of accumulation and growth: towards a Keynesian long-period theory of output», *Review of Political Economy*, 17 (2): 231–252.
- GARCÍA MONTALVO, J. (2009): «El misterio del crédito menguante o cuestión de oferta y de demanda», *Cuadernos de Información Económica*, 208:103–108.
- GRAZIANI, A. (2003): *The Monetary Theory of Production*, Cambridge University Press, Cambridge.
- LAVOIE, M. y SECARECCIA, M. (2001): «Minsky's financial fragility hypothesis: a missing macroeconomic link?» en BELLOFIORE, R. y FERRI, P. (eds.) *Financial fragility and investment in the capitalist economy. The economic legacy of Hyman Minsky, volume II*, Edward Elgar, Cheltenham.
- LEAMER, E. (2007): *Housing is the business cycle*, NBER working paper no. 13428. Cambridge, Massachusetts.
- MOORE, B. (1988): *Horizontalists and Verticalists. The macroeconomics of credit money*, Cambridge University Press, Cambridge.
- PALLEY, T. (2009): *The simple Analytics of Debt Driven Business Cycles*, PERI working paper no. 200, University of Massachusetts, Amherst.
- STOCKHAMMER, E. (2007): «Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime», PERI working paper no. 142, University of Massachusetts Amherst.
- WRAY, L.W. (2008): «Financial markets meltdown. What can we learn from Minsky?» *Public Policy Brief no. 94*, The Levy Economics Institute of Bard College.
- 2009: «Money manager capitalism and the global financial crisis», en HEIN, E., NIECHOJ, T. y STOCKHAMMER, E. (eds.), *Macroeconomic Policies on Shaky Foundations. Whither Mainstream Economics?*, Metropolis-Verlag, Marburg.

‘Financiarización’, o la búsqueda de beneficios en la esfera de la circulación

La *financiarización* de las economías capitalistas avanzadas durante las últimas tres décadas representa la expansión en la esfera de la circulación, mientras la esfera de la producción ha continuado enfrentándose a dificultades en el crecimiento de la rentabilidad y la productividad. En el transcurso de la *financiarización* las relaciones entre el capital industrial/comercial, los bancos y los trabajadores se han reconfigurado en perjuicio de estos últimos. El sector financiero ha conseguido extraer beneficios directamente del capital industrial/comercial y de los salarios, un proceso denominado «expropiación financiera». Las instituciones financieras se han hecho adeptas a la obtención de beneficios procedentes de la intermediación de transacciones en mercados financieros abiertos, esto es, la banca de inversión. La combinación de la expropiación financiera y la banca de inversión son los catalizadores de la crisis que comenzó en 2007.

Ekonomia kapitalista aurreratuen azken hiru hamarkadetako finantzarizazioak zirkulazioaren eremuan izandako hedapena azaltzen du; aldiz, ekoizpenaren eremuak errentagarritasunaren eta produktibitatearen hazkuntzan egondako zailtasunei aurre egiten jarraitu du. Finantzarizazioa egon bitartean, kapital industrial/komertzialaren, bankuen eta langileen arteko harremanak azken horien kalterako birkonfiguratu dira. Finantza-sektoreak zuzenean eskuratu ahal izan ditu onurak kapital industrial/komertzialetik eta soldatetatik; prozesu horrek «finantza-desjabetzea» du izena. Finantza-erakundeak finantza-merkatu irekietako transakzioen bitartekotzatik —hau da, inbertsio-bankutik— eratorritako onurak eskuratzearen jarraitzaile egin dira. Finantza-desjabetzearen eta inbertsio-bankaren nahasketa da 2007an hasi zen krisiaren katalizatzailea.

Financialisation of advanced capitalist economies during the last three decades represents expansion of the sphere of circulation, while the sphere of production has continued to face difficulties of profitability and productivity growth. In the course of financialisation, relations between industrial/commercial capital, banks and workers have been put on a different footing. The financial sector has become capable of extracting profit directly out of wages and salaries, a process called financial expropriation. Financial institutions have also become adept at profit-making through mediating transactions in open financial markets, that is, investment banking. The combination of financial expropriation and investment banking catalysed the crisis that began in 2007.

ÍNDICE

1. El análisis de la 'financiarización': enfoque, método e hipótesis
2. La 'financiarización' y el cambiante equilibrio entre producción y circulación
3. La 'financiarización' como proceso económico
4. Conclusión

Referencias bibliográficas

Palabras clave: 'financiarización', banco, industria, salario, expropiación.

Keywords: financialisation, bank, industry, salary, expropriation.

N.º de clasificación JEL: E44, E58.

1. EL ANÁLISIS DE LA 'FINANCIARIZACIÓN': ENFOQUE, MÉTODO E HIPÓTESIS

La *financiarización* ha tenido un gran atractivo entre los economistas en los años recientes, la cual se acrecentó cuando la crisis estalló y comenzó a expandirse mundialmente (2007-2009). No hay un uso generalmente aceptado del término, aunque ciertamente se refiere al crecimiento extraordinario de las finanzas durante los dos o tres últimos decenios. En la literatura al respecto se pueden encontrar varias aproximaciones analíticas, algunas de las cuales se mencionan más abajo. A pesar de sus diferencias, estos enfoques tienen un punto en común, la asociación de la *financiarización* con un cambio en el equilibrio entre producción y circulación. Este es el punto de partida de este artículo.

Gran parte de las ideas originales sobre la *financiarización* provienen de los trabajos

publicados en la revista de Economía marxista *Monthly Review* que, dirigida por Sweezy y Magdoff, comenzaron ya en los años setenta a prestar atención al crecimiento de las finanzas¹. Para Sweezy (1997) la *financiarización* se debe a la transformación de la acumulación capitalista que comenzó a finales del siglo XIX. La *financiarización* es una de las tres tendencias subyacentes del desarrollo capitalista en el siglo XX junto con el descenso de la tasa de crecimiento y el ascenso de las multinacionales monopolistas. Hay un claro motivo para la *financiarización* en el marco teórico desarrollado por Baran y Sweezy (1966): que en el capitalismo maduro la esfera de la producción es incapaz de absorber en forma de nueva inversión el creciente excedente generado por los monopolios.

¹ Ver Magdoff y Sweezy (1987). Bellamy Foster (2007, 2008) ofrece un esclarecedor registro del uso y significado del término para la *Monthly Review*. Pollin (2004) ha reconocido su deuda con Sweezy por su temprana consideración de la *financiarización*.

Por eso la producción se estanca y el capital busca refugio en la esfera de la circulación, en particular en las actividades especulativas de carácter financiero.

La observación incluida en la obra *Capital monopolista* de Sweezy y Baran (1966) del cambio en el equilibrio entre producción y circulación es particularmente relevante habida cuenta de la relativa ausencia de las finanzas en el *corpus* doctrinal económico actual. El efecto —directo e indirecto— de su argumento puede observarse en innumerables economistas académicos, sean de la escuela marxista, postkeynesiana u otros. De hecho, el argumento no depende en última instancia, de la teoría de la continua expansión del excedente que inunda la esfera productiva. Más bien, resulta ser coherente con varias teorías que identifican disfunciones persistentes en la esfera de la producción. No es sorprendente que la idea de que el capital ha encontrado una válvula de escape en la circulación a raíz de la caída de la producción a mediados de los setenta se haya convertido en moneda de cambio común entre los economistas heterodoxos.

Esta noción está presente, por ejemplo, aunque a veces tácitamente, en la obra de Crotty (1990), Pollin (2007) y Epstein (2005). Además, para estos escritores la *financiarización* está asociada también con la resurrección de la figura del rentista, lo que exacerba la crisis de producción. Los beneficios financieros han aumentado a expensas de los beneficios industriales, y los rentistas son un lastre para los capitalistas industriales. Consecuentemente, la *financiarización* ha inducido unos rendimientos bajos de la inversión, y éstos unas bajas tasas de inversión y de crecimiento en los países desarrollados en años recientes. Recientemente ha surgido una consi-

derable investigación empírica al respecto². Estos trabajos se solapan con el análisis post-keynesiano sobre los problemáticos efectos macroeconómicos de la acumulación impulsada por las finanzas³.

Ahora bien, desde una perspectiva marxista diferente, Brenner (2002) también comparte la noción de que el capital ha buscado refugio en la circulación al estancarse la producción. Brenner, aunque evita la *financiarización* como categoría organizadora, sugiere que las actividades financieras en la esfera de la circulación han crecido como respuesta directa a los problemas de rentabilidad en la esfera de la producción. Por otro lado, el análisis marxista de Dumenil y Levy (2004) también hace hincapié en la búsqueda intensiva de beneficios en la esfera de las finanzas debido al auge del neoliberalismo y a que la rentabilidad en la producción ha sido problemática.

Desde una diferente (y más amplia) perspectiva histórica, la misma idea forma la base del análisis de la *financiarización* de Arrighi (1994). En un análisis histórico, Arrighi argumenta en esencia que las finanzas y la circulación prosperan cuando la producción se estanca. Para él, la *financiarización* representa la decadencia en la larga y cíclica alternancia de las formaciones capitalistas dominantes. La obra de Arrighi es una de las motivaciones del estudio empírico de Krippner (2005) sobre la *financiarización* de la economía norteamericana. Krippner pone de manifiesto la creciente importancia de los beneficios financieros para las corporaciones no financieras durante los últimos cinco decenios.

² Es de destacar Stockhammer (2004) y Orhangazi (2008).

³ Ver Hein, Niechoj, Spahn y Truger (2008).

De forma parecida, la idea de que la circulación ha florecido y se ha expandido a medida que la producción entraba en un periodo problemático también está presente en los trabajos recientes de la escuela de la regulación⁴. Explicando brevemente, se trataría de que, al desintegrarse el «fordismo» la búsqueda de un nuevo régimen de regulación se desplazó a la esfera de las finanzas. El nuevo régimen ha empezado a emerger a través de los mercados financieros, en particular de la bolsa. El enfoque regulacionista entronca con el voluminoso trabajo relativo a los cambios de la gobernanza corporativa desde los años setenta. El principio de «valor de los accionistas» y el correspondiente coroplacismo de las corporaciones han sido extensamente analizados y documentados por economistas, escritores de las escuelas de negocios y sociólogos economistas⁵.

La crisis del 2007-09 ha confirmado el énfasis de los economistas en la *financiarización*, ya que aquella ha emanado de la esfera de las finanzas y se ha trasladado a la producción parcialmente a través de mecanismos financieros. Pero la crisis ha mostrado tener también unos desarrollos inesperados arrojando nueva luz sobre la *financiarización* e invitando a repensar la relación entre producción y circulación. Por eso, sus causas más próximas se deben encontrar en el crédito *subprime* en los EE.UU., exacerbado por la ingeniería financiera dentro del sector financiero. No hay precedentes de una crisis de esta magnitud que haya surgido de las transacciones financieras con los grupos más pobres de la clase trabaja-

dora. Además, su extensión global se debe, en primera instancia, a la titulización asociada con la adopción por la banca comercial de funciones propias de los bancos de inversión. En resumen, la *financiarización* desde el año 2000 ha estado estrechamente relacionada con los ingresos personales de los trabajadores, lo que ha llevado a una transformación del negocio bancario. Esta combinación se ha mostrado letal para ambos sectores, el productivo y el financiero.

Un enfoque marxista que tenga en cuenta estos aspectos de la crisis actual puede ofrecer nuevas visiones sobre la *financiarización*. Como así lo constataron Sweezy y Magdoff, el equilibrio entre la producción y la circulación se ha desplazado a favor de ésta; ahora bien, las causas de ese desplazamiento tienen que ser reconsideradas en términos de las relaciones fundamentales de la acumulación capitalista. Como se indica más adelante, las raíces más profundas de la *financiarización* hay que buscarlas en la relación elemental entre las entidades económicas clave de la acumulación capitalista: las empresas industriales (y comerciales), los trabajadores y las instituciones financieras. Desde este punto de vista, y aún de forma más general si cabe, la *financiarización* se debe a los cambios en las fuerzas y relaciones de producción, combinadas con la transformación del marco institucional y legal de la acumulación capitalista en años recientes.

El enfoque sobre *financiarización* que se propone en este artículo está explícitamente basado en los debates marxistas clásicos sobre el imperialismo y el capital financiero de finales del siglo XIX. La cuestión debatida entonces era la transformación del capitalismo durante el último cuarto del siglo XIX, que se caracterizaba por la emergencia de corporaciones monopolísticas gi-

⁴ Ver Aglietta (2000), Boyer (2000) y Aglietta y Breton (2001). Ver también Grahl y Teague (2000).

⁵ Lazonick y O'Sullivan (2000) son particularmente relevantes. El «valor de los accionistas» ha sido extremadamente importante en el trabajo del grupo CRESC sobre *financiarización*: ver Savage y Williams (2008) sobre estudios recientes acerca de la *financiarización* y las élites.

gantes organizadas con frecuencia en cárteles que operaban en zonas comerciales exclusivas. Entonces, las finanzas globales, dominadas por los bancos monopolísticos, estaban en pleno ascenso. Al mismo tiempo, el predominio británico de los mercados mundiales estaba siendo contestado por Alemania y EE.UU. La contrapartida política de estas tendencias subyacentes eran el militarismo y el imperialismo entre las potencias principales.

Varias teorías marxistas debatían estos fenómenos, pero el análisis de Rudolf Hilferding (1981) destacó sobre las demás. Hilferding, como es bien sabido, sostenía que la transformación del capitalismo se debía al aumento del capital financiero. Se trataba de una amalgama de capital industrial y bancario, creado a medida que las corporaciones monopolísticas se apoyaban cada vez más en la banca para la financiación de su inversión. El capital financiero es dirigido por los bancos y «organiza» la economía de acuerdo a sus intereses, formando bloques comerciales exclusivos y exportando capital monetario. Por tanto, el capital financiero trata de establecer imperios movilizandole la ayuda política y militar del Estado. Lenin (1964) adoptó el análisis de Hilferding, añadió el concepto de «rentistas parásitos», hizo mayor hincapié en el monopolio y estableció así la teoría marxista definitiva sobre el imperialismo del siglo XX.

Está claro que la teoría de Hilferding en su forma original encaja mal con los fenómenos del capitalismo contemporáneo. Pero, por varias razones, su teoría es sólida y puede ser una guía para el análisis de la *financiarización*⁶. Primero, porque Hilferding

busca las causas de la gran transformación de su tiempo en las relaciones fundamentales de la acumulación, más que en el cambio político o institucional. Más concretamente, plantea que, a medida que el tamaño de la producción aumenta, los monopolios empiezan a depender fuertemente de la inversión a crédito de los bancos. En su opinión, ello implica una relación más estrecha entre la industria y la banca y, en consecuencia, la emergencia del capital financiero. Segundo, porque Hilferding es perfectamente consciente de las implicaciones organizativas de este proceso. Por eso, el capital financiero se basa en una densa conexión entre finanzas e industria, por medio de nombramientos compartidos, intercambio de información y la toma de decisiones conjunta.

Tercero, aunque se centra en el auge de las finanzas, Hilferding nunca opta por la oposición entre industriales «activos» y financieros «pasivos». No hay sugerencia alguna en su teoría sobre el rentista que presiona al capitalista industrial reduciendo las tasas de inversión y de crecimiento. Más bien al contrario, el capital financiero es una amalgama y por eso el capital industrial tiene un interés directo en la rentabilidad de las operaciones financieras. Cuarto, el imperialismo no es un resultado arbitrario de la opción política, sino que tiene sus raíces en los procesos económicos. En el mismo sentido, el imperialismo tiene un contenido histórico específico y no es el resultado de, digamos, la propensión humana hacia el engrandecimiento y la dominación de otros.

Para decir la verdad, Hilferding también trata algunos fenómenos económicos de forma instintiva, mientras que exagera su manipulación en otros aspectos. En concreto, su punto de vista de que los grandes

⁶ Hay que tener en cuenta que el sucinto análisis de Hilferding de la esfera de la producción está basado en una evidencia empírica inadecuada.

monopolios dependen crecientemente de los bancos para su inversión financiera es simplemente incorrecto y probablemente el resultado de centrarse excesivamente en las economías alemana y austriaca de su tiempo. Asimismo, la noción de que el capital financiero «organiza» la economía es inverosímil y encaja mal con la gigantesca crisis que tuvo lugar en los años veinte y treinta. Lenin fue más cuidadoso en este punto. Sin embargo, el enfoque y los resultados de Hilferding marcaron el camino y fueron un modelo para el análisis posterior de la *financiarización*.

La *financiarización* tiene analogías evidentes con la transformación del capitalismo al comienzo del siglo XXI: las corporaciones multinacionales dominan actualmente la economía mundial, las finanzas están de nuevo en ascenso global, la exportación de capital ha crecido sustancialmente y un cierto tipo de imperialismo además del clásico se ha consolidado. Pero al mismo tiempo, no hay una fusión de los bancos con la industria, los bancos no son dominantes frente a la industria; y no existen zonas comerciales exclusivas estrechamente relacionadas con imperios territoriales. Sin embargo, el presente periodo sí se caracteriza por la interpenetración de las finanzas y la industria y, más en general, de las finanzas con las actividades de los trabajadores, lo que convierte la obra de Hilferding en un instrumento analítico indispensable.

En el resto del artículo la *financiarización* se discute sobre esta base, a la vez que se recurre a los trabajos teóricos y empíricos más recientes⁷. Se muestra que la *fi-*

nanciarización hunde sus raíces, en primer lugar, en los cambios profundos de las relaciones entre capital financiero e industrial. Más específicamente, las grandes corporaciones industriales y comerciales se han hecho menos dependientes de los bancos para su financiación. Los mercados financieros abiertos han crecido y se han globalizado, y las corporaciones se han financiarizado en el sentido de que han adquirido activos financieros y emitido pasivos financieros comercializables en grandes proporciones.

Por consiguiente, las instituciones financieras se han visto forzadas a cambiar profundamente durante los tres últimos decenios. Sobresalen dos entre los muchos cambios acaecidos: primero, los bancos se han dirigido hacia las rentas de los particulares como fuente de beneficios; y segundo, los bancos han adoptado métodos de la banca de inversión generando beneficios por la vía de las tasas, comisiones y negociando por cuenta propia en los mercados financieros. La *financiarización* de los ingresos de los trabajadores en general es el resultado de la conversión de las rentas individuales en objeto del negocio bancario, lo que a su vez ha supuesto un acicate para el fenomenal desarrollo de las actividades de mercado (fondos de inversión, fondos de pensiones, tarjetas de crédito, etc.) de la banca. Los trabajadores se han visto fuertemente implicados en las actividades del sistema financiero formal tanto en términos de crédito (hipotecario y al consumo) como en términos de activos (fondos de pensiones y seguros). Estos desarrollos se deben en gran medida a la eliminación de las provisiones públicas de bienes y servicios que forman parte del salario real: vivienda, sanidad, educación, pensiones, etc. En consecuencia, las instituciones financieras, han

⁷ Ver especialmente toda la literatura incluida en las referencias bibliográficas sobre la *financiarización* según el enfoque del materialismo histórico.

sido capaces de extraer beneficios directa y sistemáticamente de las rentas del trabajo (remuneración de asalariados). A este proceso se le denomina la «expropiación financiera».

La *financiarización* ha significado ciertamente la búsqueda de beneficios en la esfera de la circulación. No obstante, como se intentará probar en el resto del artículo, éste ha sido un proceso estructural y profundamente enraizado. Finalmente, tiene que hacerse alusión aquí a que la *financiarización* ha sido también de cambios en las instituciones y en los mecanismos de toma de decisiones de política económica, incluyendo al Banco Central. Además la *financiarización* ha supuesto una transformación de las finanzas internacionales –típicamente relacionadas con el papel del dólar como moneda mundial– que ha afectado, globalmente a las relaciones de distribución de poder y del excedente a escala planetaria. Estos desarrollos sin embargo quedan fuera del alcance de este artículo, que se centra en los aspectos nacionales subyacentes de la *financiarización*.

En la segunda parte, se concibe la *financiarización* en términos del equilibrio entre producción y circulación. Se presta una atención especial al cambio tecnológico y a su impacto en la productividad. La tercera parte versa sobre el contenido económico de la *financiarización* y considera: en primer lugar, las relaciones entre las instituciones financieras y las corporaciones industriales y comerciales; en segundo lugar, el giro de las instituciones financieras hacia los ingresos de los trabajadores; y, tercero, el giro de las instituciones financieras hacia las actividades de intermediación en los mercados financieros abiertos. Finalmente, en la cuarta parte se recogen las conclusiones.

2. LA ‘FINANCIARIZACIÓN’ Y EL CAMBIANTE EQUILIBRIO ENTRE PRODUCCIÓN Y CIRCULACIÓN

2.1. La asimetría en el desarrollo de la producción y la circulación

En algunos aspectos, la *financiarización* de los principales países desarrollados durante las tres últimas décadas es evidente hasta el punto de resultar trivial. El sector financiero ha crecido en relación al resto de la economía, incluso en relación con la mano de obra empleada; los activos financieros se han convertido en una gran parte de los activos de las corporaciones no financieras; el préstamo personal para la vivienda, el consumo, la educación y la sanidad ha crecido de forma sustancial, así como los activos particulares mantenidos para las pensiones, los seguros, etc.; los mercados financieros globales se han integrado crecientemente; los flujos de dinero y capitales han alcanzado niveles sin precedentes, y la lista podría alargarse fácilmente.

De forma simple y sumaria, desde los años setenta la esfera de la circulación (en particular, el sector financiero) ha exhibido un mayor dinamismo que la esfera de la producción. No hay duda de que el sector productivo de los países desarrollados ha tenido unos magros resultados durante este periodo, como así lo ponen de manifiesto los menores ratios de crecimiento en comparación con el periodo anterior a 1973. En los países capitalistas desarrollados parece haberse desarrollado una producción renqueante y una vigorosa circulación, en particular, unas finanzas boyantes. Si bien las características particulares de la asimetría varían entre los países desarrollados (también entre países desarrollados y

en desarrollo) su existencia no da lugar a dudas.

Esta asimetría es fundamental para la *financiarización* y forma un punto de partida natural para el análisis. ¿Cuáles son las razones de su surgimiento? Desde una perspectiva marxista, si el equilibrio entre las esferas constituyentes de la economía capitalista se ha alterado significativamente, las causas más profundas tienen que buscarse en los desarrollos de las fuerzas y relaciones de producción. Estos darían cuenta de los diferentes patrones de crecimiento en la producción y la circulación, incluyendo la aparición de nuevos campos de rentabilidad.

A partir de aquí las raíces de la *financiarización* durante los tres últimos decenios hay que encontrarlas, por un lado, en la revolución tecnológica de las telecomunicaciones y la información y, por otro, en la desregulación de los mercados de trabajo y financieros, contando con la ayuda de la intensificación de la explotación del trabajo. Estos factores materiales subyacentes parecen haber impactado en la esfera de la circulación, incluidas las finanzas, con una fuerza especial. Establecer y analizar su funcionamiento con detalle histórico es, por supuesto, una labor enorme, muy lejos del alcance de este artículo. Pero algunas pistas del efecto del cambio tecnológico se pueden adivinar por la trayectoria del crecimiento de la productividad del trabajo durante este periodo. Esto se discute en el apartado 2.2, mientras que el efecto de la desregulación se considera brevemente en el apartado 2.3.

2.2. El cambio tecnológico y el crecimiento de la productividad

La productividad ha continuado creciendo en los EE.UU., Japón y otros países de-

sarrollados desde mediados de los años setenta. Sin embargo, el dinamismo de la expansión capitalista depende de la tasa de crecimiento de la productividad. A este respecto, la asimetría entre la producción y la circulación en décadas recientes tiene que ver con la inestabilidad de la tasa de crecimiento de la productividad y, por tanto, con naturaleza del cambio tecnológico subyacente.

Pero antes de discutir este punto hay problemas conceptuales que afrontar. La productividad en la esfera de la producción es un concepto claro (el *output* físico por trabajador) y depende del progreso tecnológico, de la cualificación de la mano de obra, la organización de la producción, etc. Pero la productividad en la esfera de la circulación es mucho más problemática. Las empresas que se especializan en la circulación son con frecuencia intermediarios (por ejemplo, las instituciones financieras) y por eso no producen *output*. Además, desde una perspectiva marxista no producen realmente valor.

La ausencia de creación de valor en la circulación no es directamente relevante para medir la productividad porque en el caso de ésta se trata del *output* físico por trabajador. Sin embargo, la ausencia de creación de valor limita el impacto económico del crecimiento de la productividad en la esfera de la circulación. El crecimiento de la productividad es importante, en última instancia, porque altera el valor del *output* por unidad de trabajo y, por tanto, tiene un efecto sobre los costes y la rentabilidad en la economía. No obstante, los intermediarios que operan en la circulación tienen un volumen cuantificable de actividades, el volumen de negocio. Además, tienen un gran número de empleados que suponen el grueso de los costes. Por eso, una medida

del volumen de las actividades relativa al trabajo empleado podría ser un indicador válido de cómo movilizan recursos los intermediarios.

A estos problemas conceptuales se añaden dificultades insuperables de cuantificación porque la productividad se refiere a agregados cuantitativos de valores de uso muy heterogéneos. Pero estos conocidos problemas no son una cuestión a tratar en este trabajo. Es suficiente para nuestros propósitos referirnos a las medidas de productividad convencionales, independientemente del método empleado. A este respecto, incluso el concepto y la medida de la productividad total de los factores puede ser de utilidad, aun tratándose de una medida residual de la productividad, cuya definición positiva y medición es claramente problemática. La productividad total de los factores se ha utilizado sistemáticamente y puede proporcionar a pesar de todo una idea del dinamismo del cambio de la productividad⁸.

En esta línea, la literatura convencional ha demostrado que el crecimiento de la productividad para el conjunto de la economía ha sido deficiente desde finales de los años setenta entre los países desarrollados. El crecimiento de la productividad manufacturera ha sido débil, pero la productividad de los servicios ha sido aún más débil. Los EE.UU. son una excepción, durante el breve periodo de finales de los noventa a

principios de 2000⁹. Pero, durante la burbuja del 2001-07 el crecimiento de la productividad del trabajo parece haber descendido de nuevo¹⁰. Es importante advertir que el crecimiento de la productividad también ha tenido problemas en las finanzas. Un bajo crecimiento de la productividad en las finanzas encaja bien con la literatura que examina directamente el coste de los bancos y que pone de manifiesto que los intermediarios financieros han sido ineficientes en los últimos años¹¹. En resumidas cuentas, las nuevas tecnologías y las prácticas laborales asociadas no han conseguido durante las tres últimas décadas situar a la economía capitalista en una senda de crecimiento sostenido y rápido de la productividad, incluido el sector financiero.

Por qué es así no está claro, pero evidentemente tiene que ver con la naturaleza de las tecnologías de la información y la comunicación así como con las prácticas que exigen y promueven. Al margen de las razones para ello, el tímido crecimiento de la productividad no contribuye a la expansión de la esfera de la producción. A largo plazo las ganancias de productividad reducen los costes y generan un aumento en el valor del excedente (relativo) expandiendo la acumulación capitalista. El mediocre crecimiento de la productividad en los últimos decenios está asociado a unos resultados escasos en el sector de la producción, incluyendo una débil rentabilidad. El fortalecimiento de la rentabilidad en la esfera de la producción durante estos últimos decenios

⁸ El método de medición de la productividad ha cambiado drásticamente en los EE.UU. durante las dos últimas décadas con la adopción de «índices o precios hedónicos», que son profundamente insatisfactorios. Pero esto, de nuevo, no tiene relevancia para el propósito de este artículo. A los precios hedónicos se les acusa de ser los «causantes» del superior crecimiento de la productividad por trabajador que del global de la economía norteamericana, una productividad puramente contable.

⁹ La literatura es amplia. Ver de forma muy selectiva Gordon (1999), Jorgenson y Stiroh (2000), Oliner y Sichel (2000), Triplett y Bosworth (2003).

¹⁰ La Oficina de Estadísticas Laborales de EE.UU. ha registrado un descenso constante de la tasa de crecimiento de la productividad del trabajo desde 2002.

¹¹ Ver Berger y Mester (1997, 2003).

se ha debido principalmente al estancamiento de los salarios a la vez que se ha intensificado el empleo de mano de obra, permitiendo así a los capitalistas extraer los beneficios de los aumentos de la productividad laboral que hayan podido tener lugar. La recuperación de la rentabilidad no ha sido, por tanto, el resultado de mejoras dinámicas de productividad mediante el progreso tecnológico, la mejora del capital humano, o las mejoras organizativas.

Al mismo tiempo, el impacto de las nuevas tecnologías en la esfera de las finanzas, ha sido espectacular. Las finanzas pueden no haber sido más eficientes ni productivas en términos de intermediación por empleado, pero han sido capaces de llevar a cabo operaciones antes imposibles. Los cambios son evidentes en el ámbito de la organización interna de las instituciones financieras, la velocidad de las transacciones, la habilidad de la ingeniería financiera, los enlaces entre los mercados financieros, las técnicas de estimación y gestión del riesgo, etc.¹². Y, por último, las finanzas han sido técnicamente capaces de negociar con un gran número de prestatarios.

Estos cambios están en el núcleo de la asimetría entre la producción y la circulación. Frente a un crecimiento renqueante de la productividad, la esfera de las finanzas, estimulado por la nueva tecnología y la cualificación en el laboral, ha sido capaz de expandirse más rápidamente que la producción. De esta manera, las finanzas han generado nuevas fuentes de rentabilidad para el conjunto de la clase capitalista. Estas nuevas vías de realización del beneficio es, una característica vital de la *financiarización*, son particularmente importantes en

un contexto de crecimiento débil de la productividad.

2.3. La desregulación

Las fuerzas y las relaciones de producción no operan en el vacío sino dentro de complejos sistemas institucionales, políticos, de costumbres, etc. Por usar la sintética frase de Trotsky (1923), se trata de «condiciones externas a través de cuyos canales fluye el desarrollo capitalista»¹³. Respecto a la *financiarización*, este «canal» se formó debido a las profundas transformaciones institucionales y legales asociadas con el neoliberalismo desde finales de los años setenta. Destacaremos dos.

La primera es la desregulación de los mercados de trabajo, con el desplazamiento consiguiente de las relaciones de poder en detrimento de la mano de obra organizada. La desregulación del mercado de trabajo incluye una menor protección del empleo y el uso del desempleo y de las reservas de la mano de obra inmigrante como un mecanismo disciplinario. La composición de la fuerza de trabajo también ha cambiado mediante la entrada en el mercado de trabajo de la mujer y del empleo a tiempo parcial, que han coincidido frecuentemente. La flexibilidad en el empleo, la invasión del tiempo privado por el trabajo, el trabajo no remunerado y un trabajo más intensivo han caracterizado este periodo. Entre tanto, los salarios reales se han prácticamente estancado en todos los países capitalistas desarrollados. Los cambios en los procesos de trabajo y en el marco institucional y legal del mercado de trabajo, junto con el estancamiento de los salarios reales, ha contribuido a una

¹² Esto se discute en Lapavitsas y Dos Santos (2008).

¹³ De paso criticaba brevemente la teoría de las ondas largas de Kondratieff.

recuperación parcial de la rentabilidad después de 1982¹⁴.

La segunda es la desregulación de los mercados financieros, un proceso que comenzó a finales de los años sesenta. La liberalización financiera supuso inicialmente medidas para eliminar los controles a los tipos de interés y a los volúmenes de crédito concedidos por las instituciones financieras, principalmente a los bancos de los países desarrollados. La desregulación del límite cuantitativo y del precio del crédito sigue siendo el núcleo de la liberalización financiera. No obstante, a comienzos de los años setenta, la tendencia liberalizadora también se extendió hacia los países en vías de desarrollo, en donde fue adquiriendo gradualmente el carácter de nuevo paradigma del desarrollo.

Una vez puesta en movimiento, la liberalización financiera adquirió un conjunto de nuevas características, como la formación y promoción de mercados de capital, la eliminación de prácticas no competitivas entre *brokers* de mercado, la canalización de los ahorros privados hacia los mercados de capital en forma de fondos de pensiones y seguros, la eliminación de los controles a los flujos de fondos prestables internacionales, promoviendo operaciones transfronterizas entre instituciones financieras, etc. De esta compleja manera la desregulación financiera se convirtió en una parte integral del Consenso de Washington que ha dominado el pensamiento sobre el desarrollo y la política macroeconómica desde finales de los años ochenta.

Brevemente, y de forma general, la *financiarización* es el resultado del desarrollo en

las fuerzas y las relaciones de producción junto con los cambios en el marco institucional y legal de la acumulación. Representa una transformación sistémica de la economía capitalista y como tal ha tenido implicaciones profundas en la vida social. La asunción completa de esta transformación ha emergido gradualmente, en parte porque la retórica y la práctica del neoliberalismo han dirigido la atención hacia la liberalización general de los mercados. Pero el neoliberalismo ha actuado como comandona del capitalismo financiero.

3. LA 'FINANCIARIZACIÓN' COMO PROCESO ECONÓMICO

La *financiarización* representa, por tanto, un cambio en el equilibrio entre la producción y la circulación que se deriva de los cambios en las fuerzas y relaciones de producción así como en el contexto institucional y legal de la acumulación. Esta sección entra en mayor profundidad en las raíces económicas específicas de la *financiarización*, ubicándolas en las relaciones económicas entre las empresas industriales y comerciales, las instituciones financieras y los trabajadores. Como ya se discutió en la primera sección, el enfoque analítico adoptado aquí se deriva de los debates marxistas clásicos sobre el capital financiero y el imperialismo. Siguiendo el espíritu del análisis de Hilferding, las raíces de la *financiarización* van a ser buscadas en las relaciones profundas entre industria, banca y trabajadores.

3.1. El capital industrial y el financiero

El desarrollo del mercado mundial durante los tres últimos decenios presenta dos

¹⁴ Ver Dumenili y Levy (2005) en relación con la senda de la rentabilidad y los factores que la afectan.

tendencias significativas aunque parezcan contradictorias a primera vista. Por un lado, la competencia se ha intensificado a lo largo y ancho de los mercados globales desregulados; por otro lado, la economía mundial ha acabado siendo dominada por las corporaciones multinacionales (CMN). En definitiva, el periodo de *financiarización* representa una elevadísima concentración del poder en manos de las CMN en relación con el comercio mundial y la inversión extranjera directa¹⁵. Sin embargo, el surgimiento de las CMN no ha llevado a la emergencia de bloques comerciales exclusivos, aun a pesar de que el proteccionismo está presente y se emplea frecuentemente contra los países en vías de desarrollo.

Antes al contrario, la competencia en los mercados mundiales parece haberse intensificado sin el control monopolístico de precios y cantidades. Las nuevas CMN también han emergido en los países en vías desarrollo como Brasil, China, Corea, Malasia, India. Incluso han retado a las CMN de los países desarrollados, con frecuencia en los propios mercados de estos, pero también en nuevos mercados de los países en desarrollo¹⁶. Este fenómeno es sintomático del desplazamiento gradual de la capacidad productiva desde los centros tradicionales de la acumulación industrial en el Oeste, hacia Asia, principalmente.

La *financiarización* se ha basado en los cambiantes requerimientos y prácticas de las empresas corporativas dominantes, CMN incluidas. Al contrario de lo que postulaba Hilferding, las corporaciones industriales de gran tamaño se han acostumbra-

do a financiar sus necesidades de inversión recurriendo en menor medida a los bancos. El principal mecanismo es la reinversión de sus propios beneficios, como ya lo planteó Sweezy (1942: p. 267), en las décadas posteriores a la segunda guerra mundial. Hay varios estudios empíricos que así lo constatan a escala agregada¹⁷. Las razones de este fenómeno no están totalmente claras, pero probablemente tengan que ver con la estructura organizativa interna de las CMN así como con el tipo de tecnología que ha predominado en el periodo de la postguerra.

Por otro lado, en cuanto a la financiación externa, las CMN han recurrido crecientemente a los mercados de bonos, la bolsa de valores e instrumentos relacionados. La experiencia de los pasados cuatro o cinco decenios no deja lugar a la duda en relación a las tendencias seculares entre los países principales desarrollados¹⁸. El ejemplo más contundente son las corporaciones japonesas, que solían recurrir de forma masiva a la financiación bancaria durante los años del *boom* posteriores a la guerra, pero que han ido diversificando su financiación de manera creciente hacia los mercados mundiales. Las razones más profundas de este desplazamiento no están, una vez más, claras, pero probablemente tengan que ver con que las corporaciones mismas se encontraron con enormes fondos ociosos bajo su control durante un tiempo a medida que sus beneficios no distribuidos han ido haciéndose significativos. Inevitablemente, las corporaciones han buscado formas rentables para prestar esos fondos cortocircuitando a los intermediarios financieros (bancos).

¹⁵ Ver Morera y Pojas (2009).

¹⁶ Las tendencias recientes se resumen en UNCTAD (2006).

¹⁷ Ver, por ejemplo, Corbett y Jenkinson (1997).

¹⁸ Para algunos datos relevantes ver Lapavitsas (2009).

Los cambios en las necesidades financieras de las grandes corporaciones han favorecido el crecimiento de los mercados de capital (bonos, renta fija en general) a los que las corporaciones pueden acceder como prestamistas y prestatarios. La flexibilidad y el bajo coste hicieron que esos mercados fueran más atractivos en relación a los bancos, impulsando a las corporaciones a diversificar sus fuentes de financiación y dirigirse hacia el mercado. A medida que el cambio hacia los mercados abiertos se ha consolidado, las corporaciones han sido capaces de desarrollar sus propias capacidades para realizar operaciones financieras independientes. Tales capacidades incluyen el tradicional crédito comercial –al que las corporaciones han recurrido siempre de manera importante pero adoptando cada vez formas más complejas– pero también la negociación de títulos valores y divisas.

La sofisticada tecnología de las corporaciones financieras ha sido decisiva en el curso de las sucesivas olas de fusiones y adquisiciones durante los tres últimos decenios. Además de haber captado pequeñas cantidades de fondos financieros netos de los mercados abiertos, las corporaciones se han involucrado intensamente en los mercados de valores, emitiendo y adquiriendo acciones¹⁹. Los activos financieros mantenidos por el sector empresarial han aumentado de forma sustancial entre los países desarrollados. La importancia de este fenómeno para la *financiarización* no se puede exagerar. En lugar de haber conseguido una mayor independencia de los bancos, las corporaciones industriales se han implicado más

en las actividades financieras. La moderna CMN esta «financiarizada» en el sentido de que las transacciones financieras son una parte sustancial de sus actividades y de los beneficios realizados²⁰.

Finalmente, el impulso dado a los mercados financieros por la participación de las corporaciones ha socavado las regulaciones financieras. «El arbitraje en la regulación» (es decir, sortear la regulación) fue muy importante ya en los sesenta y setenta a medida que las corporaciones norteamericanas y otras empezaron a poseer y negociar fondos prestables en los mercados europeos, mercados extraterritoriales más allá del control sobre precios y cantidades que existía por entonces. Este proceso preparó el terreno para la desregulación financiera que tomó carta de naturaleza en los años setenta y ochenta. La desregulación financiera se encontró con el terreno abonado por el espontáneo desarrollo de las fuertes vinculaciones entre las corporaciones industriales y las instituciones financieras (bancos y mercados).

Para recapitular, y usando el léxico de Hilferding y Lenin, durante los tres últimos decenios el capitalismo monopolista se ha hecho más independiente de los bancos, pero también más fuertemente implicado en transacciones financieras. Se ha «financiarizado» en la medida en que ha adquirido funciones que previamente pertenecían a las instituciones financieras. Pero también se ha hecho más autónomo en relación con la esfera de las finanzas. El capital monopolista en la era de la *financiarización* no está dominado por los bancos.

¹⁹ La tendencia es particularmente clara en los EE.UU.; ver Dos Santos (2009)

²⁰ Así se puso de manifiesto para las corporaciones del Reino Unido en la obra previamente mencionada de Kippner (2005)

3.2. Las instituciones financieras y los ingresos de los trabajadores

Estos procesos han tenido implicaciones complejas para los bancos comerciales en los principales países desarrollados y llevado a su gradual transformación. Las oportunidades de realizar beneficios con los préstamos concedidos a las grandes corporaciones se han reducido en la medida en que crecían los mercados de capital abiertos. Este es el núcleo de la desintermediación financiera que emergió como el principal problema para los bancos en los años ochenta y noventa. La desregulación financiera exacerbó la presión sobre los bancos para la eliminación de los controles sobre los tipos de interés. Los depósitos bancarios se hicieron más costosos y, a medida que crecían los mercados financieros, dejaron de ser una forma de captar liquidez. Por los motivos que se discuten más adelante, los ahorros individuales encontraron otras salidas más rentables. El resultado fue el fin de la intermediación financiera tradicional de la postguerra en los países desarrollados, esto es, recabar depósitos seguros para conceder préstamos a la industria y las familias.

Los bancos comerciales han buscado en consecuencia otras vías de obtención de beneficio y en ese proceso se han reinventado a sí mismos. Han buscado toda una variedad de actividades, incluyendo en los años setenta y principios de los ochenta el préstamo masivo a los países en desarrollo, la negociación a gran escala de divisas, las transacciones monetarias en el mercado mundial, las remesas de emigrantes, los préstamos sindicados a CMN, las fusiones y absorciones de empresas, etc. No obstante, destacan dos «innovaciones» que caracterizan la era de la *financiarización*: la

primera, el préstamo a los particulares para hipotecas y consumo; la segunda, haberse metido de lleno en la intermediación financiera para cobrar tasas y comisiones así como para intermediar por cuenta propia (banca de inversión). Ambos han sido determinantes para el desarrollo de la burbuja del periodo 2001-2007 y su consiguiente pinchazo. El primero se trata brevemente en esta sección, el segundo en la siguiente.

El crédito a los trabajadores y a otros individuos no es un fenómeno nuevo; las casas de empeño (e incluso instituciones formales que prestaron a particulares) precedieron al capitalismo industrial. Pero durante el transcurso del siglo XX el préstamo al consumo así como las operaciones financieras más complejas que involucraban la renta personal se convirtieron en operaciones permanentes de las finanzas formales. La *financiarización* desde finales de los años setenta ha sido testigo de una profunda agudización de estos fenómenos. Los ingresos personales de los trabajadores y otros se han «financiarizado». Con esto nos referimos al préstamo para la vivienda, para el consumo, la educación, la salud, etc. También nos referimos a los activos financieros, incluyendo (de nuevo) la vivienda, pensiones, seguros, fondos del mercado monetario, etc.²¹.

La preponderancia del préstamo personal se debe a los desarrollos que conectan la *financiarización* a los cambios en la producción y en la economía en general. Destaca por encima de todos que los salarios reales se han estancado desde los años setenta en adelante en varios países capitalistas desarrollados. En este contexto, el

²¹ Se puede encontrar evidencia relevante para estas tendencias en la edición especial de *Historical Materialism* mencionada más arriba.

consumo se ha visto crecientemente mediatizado por las finanzas. Este fenómeno ha convertido el aplazamiento del pago de bienes adquiridos con los salarios, en una práctica socialmente extendida y aceptada en la mayoría de los países desarrollados. De hecho, los bienes de la cesta salarial se han consumido de forma creciente mediante el descuento de los ingresos salariales futuros. El sistema financiero se ha insertado él mismo en este proceso, extrayendo beneficios directamente de los sueldos y salarios.

Sin embargo existe una contradicción evidente en el núcleo de este fenómeno: la deuda individual ha estado creciendo mientras los salarios reales se han estancado lo que causa a su vez que los medios para garantizar el crédito personal sean si cabe más escasos. Las implicaciones son claras. Dado que el grueso de este endeudamiento ha sido empleado en la adquisición de vivienda, se han creado las condiciones ideales para la generación de burbujas en los países desarrollados (y, en algunos casos, en desarrollo). Las hipotecas parecían estar válidamente respaldadas durante breves periodos de tiempo a través del aumento continuo de los precios de la vivienda, pero esto se ha debido sobre todo al fácil acceso al crédito. La explosión de la burbuja tiene lugar entonces inevitablemente cuando los salarios reales se muestran incapaces de afrontar la devolución del principal y el pago de intereses crecientes de unos préstamos cuyo volumen global crece desmesuradamente. Esto es lo que sucedió en resumidas cuentas en los EE.UU. entre 2001 y 2007 y también en otros países durante las tres últimas décadas.

Al mismo tiempo, y como parte de la agenda neoliberal, se ha producido una retirada gradual de la provisión pública en va-

rias esferas directamente relacionados con la circulación de la renta de los trabajadores por cuenta ajena y de otros grupos. El repliegue de la provisión pública de bienes y servicios ha sido vital en la vivienda, que constituye la gran parte de la deuda de los consumidores. Entre tanto, la propiedad privada de la vivienda –opuesta a la vivienda pública o el alquiler– se ha promovido como un mecanismo de atadura social en EE.UU., Reino Unido y otros países. Pero la provisión pública también ha retrocedido en la salud, la educación, el transporte, en bienes tradicionalmente calificados como públicos, etc. En su lugar, y para hacer frente a esas necesidades sociales, se han hecho contratos privados. De esta manera las finanzas han extendido su alcance al crédito. De hecho, la circulación de los ingresos de los trabajadores, en la medida en que se han mediatizado crecientemente por las finanzas, se han privatizado aun más. La desaparición de la provisión pública en esas áreas, ha promovido la «financiarización» del individuo, alentando la emergencia de las finanzas como mecanismo para hacer frente a esas necesidades sociales.

No obstante, los ingresos de los trabajadores se han financiarizado también en relación con los activos. Hasta cierto punto, el crecimiento de los activos financieros personales, es meramente un resultado automático, producto de la conversión de la vivienda en un activo financiero, que es con diferencia el mayor activo poseído por los trabajadores. Sin embargo, la *financiarización* de la vivienda ha tenido unos efectos perniciosos pues ha ocupado un porcentaje creciente del gasto de los trabajadores respecto de su renta. La vivienda, crea como pasivo una obligación fija a través de la deuda hipotecaria, pero como activo su valor varía al son de los caprichos del merca-

do. Esto ha sido una característica de las burbujas de la *financiarización*. En el transcurso de la burbuja de la vivienda, la riqueza financiera neta de los hogares parece aumentar, lo que alienta aún más el consumo, pero cuando la burbuja explota ocurre lo contrario y limita el consumo.

El crecimiento de los activos financieros personales también se debe a la progresiva retirada de la provisión pública de bienes públicos y a la política neoliberal en general. Las pensiones son el elemento principal del ahorro de los trabajadores, sobre todo a medida que la esperanza de vida se ha alargado en los países desarrollados. La retirada del Estado en la provisión de pensiones ha creado un espacio para la actividad financiera en el ámbito privado, sobre todo a través de los fondos de pensiones. La política neoliberal ha promovido activamente el flujo de ahorro personal hacia los fondos de pensiones, pero también hacia las compañías de seguros y a una serie de intermediarios operativos en los mercados financieros abiertos. Así, la regulación 401K en los EE. UU. y toda una serie de medidas similares en el Reino Unido, ha reconducido activamente los ahorros personales hacia la esfera del capital financiero privado. Para los bancos comerciales y de inversión, esto ha representado aún más oportunidades para la realización de beneficios mediante la intermediación. En pocas palabras, y como se explica más adelante, fueron impulsadas las funciones de la banca de inversión.

La creciente importancia de los ingresos de los trabajadores como objetivo de las operaciones de los bancos significa un cambio central en la realización de beneficios, característica de la *financiarización*. En línea con la economía política clásica, la teoría marxista analiza los beneficios de los bancos como derivación típica de la gestión

de las transacciones monetarias de las empresas (que consiguen alcanzar una tasa de beneficio promedio) así como del préstamo a las empresas (consiguiendo intereses como una parte del excedente empresarial). Los beneficios de los bancos que se derivan de la mediación en el circuito de los ingresos de los trabajadores (como pasivos o activos) constituyen una nueva fuente de beneficios. Tales beneficios financieros están enraizados en la esfera de la circulación y provienen directamente de los sueldos y salarios. Este proceso se ha calificado en otros sitios como «expropiación financiera²²» y es un elemento clave de la *financiarización*.

La expropiación financiera tiene un contenido de expoliación que deriva de las diferencias estructurales entre instituciones financieras y los trabajadores en relación a la disponibilidad de información, poder económico y social, y de las alternativas para realizar transacciones. Por un lado, los trabajadores se han visto cada vez más forzados a acudir a las finanzas privadas a medida que la provisión pública de bienes básicos de consumo salarial se ha retraído. Los beneficios financieros se han extraído de los ingresos salariales por vías que recuerdan las prácticas del pago en especie, excepto que ahora esto sucede a escala social y que los beneficios van a parar a las instituciones financieras y no a los que proporcionan bienes de consumo salarial. Por otro lado, los beneficios financieros se han extraído también de los ingresos de los trabajadores por la vía del préstamo para consumo e hipotecario en condiciones predatorias y de otras formas de cargar comisiones y sobretasas excesivas por la prestación de servicios fi-

²² Ver Lapavistas (2009). Ver también Dymski (2009) y Dos Santos (2009) sobre un análisis del contenido expropiativo del préstamo personal.

nancieros. Estas prácticas son una reminiscencia de la vieja tradición de la usura, llevada a cabo ahora por el sistema financiero formal.

En resumen, la expropiación financiera representa la generalización a escala social de prácticas financieras que se asemejan al pago en especie y la usura. Esto ha permitido a las instituciones financieras relanzar sus beneficios independientemente del valor excedente generado en la esfera de la producción.

3.3. **La mediación de los mercados financieros y el crecimiento de los bancos de inversión**

La segunda tendencia característica de la transformación de los bancos en el proceso de la *financiarización* es el cambio hacia la mediación en los mercados financieros. Los bancos han intentado lucrarse del cobro de tasas y estas comisiones, pero también han hecho beneficios mediante la negociación por cuenta propia, funciones, que son esencialmente de los bancos de inversión, junto con el giro de los bancos hacia los ingresos de los trabajadores, han sido una razón de primer orden de la crisis del 2007-09. El préstamo individual, incluido el préstamo hipotecario, no habría podido generar nunca por sí mismo una crisis capitalista global, como así se aprecia en el relativamente pequeño tamaño del mercado *subprime* de los EE.UU. en comparación con el mercado hipotecario en su conjunto, y aún más comparado con el sistema financiero americano. Pero cuando el préstamo a los particulares fue combinado con el crecimiento de la banca de inversión, se demostró capaz de desencadenar una severa recesión.

La adopción de prácticas propias de la banca de inversión es en parte una reacción de los bancos al crecimiento de los mercados financieros abiertos. Estos mercados son el terreno natural de la banca de inversión, es decir, de bancos que toman prestado a corto en los mercados de dinero al por mayor para invertirlo a largo en títulos, consiguiendo beneficios mediante tasas y comisiones, así como con el negocio por cuenta propia²³. Los beneficios de estas fuentes, en especial la negociación propia, fueron fundamentales para la rentabilidad de los bancos durante la burbuja del 2001-07. El crecimiento de estas actividades bancarias ha sido notable desde finales de los años setenta, se aceleró en los ochenta; y se le dio estatus formal con la abolición de la ley Glass-Steagall en los EE.UU. en 1999 y con legislación similar en otros países.

El giro de los bancos hacia la intermediación en los mercados financieros está relacionado con el desarrollo de tendencias más generales que ya se han discutido antes. En primer lugar, el aumento de los capitales monopolistas en la forma de CMN ha impulsado repetidas oleadas de fusiones y adquisiciones. El capital monopolista puede no haber necesitado importantes fondos financieros para la inversión en los mercados de capital, pero ciertamente ha recurrido a ellos para aumentar la centralización del capital. La cultura del valor de los accionistas también parece haber afectado al comportamiento de las corporaciones industriales/comerciales, forzándolas a orga-

²³ Los beneficios de la banca de inversión son un problema teórico para la economía política marxista. Hilferding (1910, edición de 1981) argumentó que proceden del «beneficio fundacional», es decir del beneficio futuro de las empresas. Esto no es demasiado convincente y sería mejor tratar el «beneficio fundacional» como una parte del capital prestable negociado.

nizar actividades con un ojo puesto en el rendimiento bursátil. La proliferación de compras apalancadas, adquisiciones, recompra de acciones y similares se ha convertido en el terreno natural para el crecimiento de la banca de inversión. En segundo lugar, la canalización del ahorro personal hacia los mercados de capital (al haberse retraído la provisión pública) expandió las posibilidades de negocio para que los bancos de inversión interviniesen en las transacciones asociadas con los fondos de pensiones, compañías de seguro, etc. En tercer lugar, los tipos de cambio flotantes y la volatilidad de los tipos de interés han contribuido a la expansión de los mercados de derivados. La banca de inversión ha encontrado un espacio para la negociación por cuenta propia en estos mercados, incluida la ingeniería financiera.

La titulización de las hipotecas y otros activos representa una combinación de la banca comercial con la de inversión. En síntesis, los activos a largo plazo se transforman en títulos (presumiblemente) líquidos que se «sacan» del balance y son transferidos (aunque no el riesgo, en muchos casos a «fondos» o entes administradores de patrimonio sin personalidad jurídica). Entre tanto, los pasivos se recomponen tomando prestado en los mercados de dinero al por mayor, diluyendo el peso de los depósitos. La «adecuación del capital» (es decir, un volumen de recursos propios mínimos en función de los activos ponderados por su riesgo) se ve efectivamente reducida —a pesar de las regulaciones— mediante prácticas ilegales o bordeando la legalidad consistentes en las operaciones ya descritas de sacar fuera del balance activos de riesgo. Los bancos de EE.UU. y el Reino Unido tomaron la delantera en la expansión de este proceso, mientras continuaban su ac-

tividad bancaria típica de captación de depósitos y concesión de créditos a una diversidad de prestatarios. Por eso, los bancos han continuado actuando como intermediarios financieros pero adquiriendo una fuerte similitud con la banca de inversión. La combinación acabó produciendo la bancarrota efectiva de una amplia e intrincada red de bancos en los países desarrollados.

Una razón del imprevisto desastre fue que como las funciones de banca comercial y de inversión estaban unidas se generaron tensiones entre solvencia y liquidez. Todos los bancos están obligados a mantener un difícil equilibrio entre liquidez y solvencia porque toman prestado a corto plazo y prestan a largo plazo. Sin embargo, las cosas difieren significativamente entre bancos comerciales y de inversión. La liquidez de los bancos comerciales procede normalmente de los depósitos y se mantiene en activos seguros y fácilmente comercializables, además de las reservas obligatorias en cuentas del banco central para poder hacer frente a la retirada de depósitos. Por el contrario, la liquidez de los bancos de inversión surge de los mercados al por mayor y no está sujeta a la demanda de dinero de los tenedores de depósitos. Por otro lado, la solvencia requiere que todos los bancos mantengan un nivel suficiente de capital propio (siguiendo las recomendaciones del Banco de Pagos de Basilea). Este es típicamente mucho menor en el caso de los bancos de inversión, en parte porque actúan como *brokers* y en parte porque los requisitos de capital de los bancos comerciales están regulados para proteger sus funciones monetarias (creación del «dinero bancario»).

Cuando los bancos comerciales se embarcan en la negociación de títulos —para conseguir comisiones o altos beneficios si lo hacen por cuenta propia— buscan normal-

mente liquidez a gran escala para financiar sus operaciones. Si los títulos intermediados, adquiridos o respaldados, resulta que son problemáticos (como fue el caso de los títulos con garantías hipotecarias), la liquidez puede reducirse o simplemente desaparecer, creando problemas potenciales para hacer frente a la retirada de depósitos. El espectro de la quiebra bancaria está siempre presente. Si, al mismo tiempo, los bancos han reducido efectivamente sus requerimientos de capital en línea con la banca de inversión (sacando activos fuera del balance pero siendo los responsables últimos de los mismos) un problema de liquidez debido a títulos de poco rango crediticio, puede convertirse en un problema de solvencia. Para aquellos bancos comerciales que no puedan recapitalizarse fácilmente y obtener así liquidez nueva, el resultado es la bancarrota. Esto fue, en resumen, el dilema de una multitud de grandes bancos comerciales de los países desarrollados en la crisis 2008-09.

Otra razón para combinar las funciones comerciales y de inversión se ha demostrado dañina en la actual crisis y ha conducido a cambios en la gestión del riesgo, es el impacto de las prácticas de búsqueda de información de la banca comercial. Los costes de información de los préstamos concedidos a un gran número de agentes individuales son de una magnitud diferente al de aquellos concedidos a las empresas. Consecuentemente, el giro hacia la renta personal a escala masiva habría sido imposible sin la revolución tecnológica de las telecomunicaciones y la información. Por tanto, los bancos han conseguido hacerse con mecanismos para la gestión del riesgo asociados a los préstamos para la vivienda y personales mediante la calificación crediticia y la consiguiente manipulación estadística de los

resultados²⁴. Esto es una clara muestra del desarrollo de las fuerzas de producción que han favorecido un crecimiento asimétrico de las finanzas en los últimos años.

Pero el cambio tecnológico ha tenido otros efectos más profundos a medida que se extendían las actividades de la banca de inversión. Los bancos comerciales han adoptado esencialmente las técnicas de la banca de inversión en la gestión del riesgo y del conjunto de su balance en general. Las técnicas basadas en la computación estadística intensiva han venido dominando la gestión de la valoración del riesgo (*Value at Risk*). Estas están necesariamente relacionadas con la contabilidad según valor de mercado. Y se han visto impulsadas mediante la imposición a escala global de los requisitos del Banco Internacional de Pagos sobre los ratios de capital.

El resultado general ha sido que los bancos comerciales se han desvinculado aún más de las corporaciones y de los prestatarios en general. Los bancos parecen haber perdido algo de habilidad para recabar información mediante las visitas personales, situando a sus empleados en el interior de las estructuras de las corporaciones, gestionando las cuentas de las corporaciones y las transacciones financieras, etc. Estos métodos «relacionales» han sido tradicionalmente fundamentales en la capacidad de los bancos para estimar el riesgo de los prestatarios. Pero los bancos han ido reemplazando gradualmente estos métodos con «duras» técnicas de recogida de información y gestión del riesgo basada en técnicas intensivas en computación estadística.

²⁴ Ver Lapavitsas y Dos Santos (2008).

Como la crisis actual ha puesto de manifiesto, el resultado ha sido cualquier cosa menos satisfactorio. A medida que fue desapareciendo la gestión del riesgo «relacional», el sistema bancario en su conjunto parece haber experimentado una pérdida neta de capacidad para estimar el riesgo sistémico. Esto se ha exacerbado mediante la subcontratación a otras instituciones del sistema financiero de la debida vigilancia de los préstamos, vigilancia que históricamente habían desempeñado, con el resultado final de que los títulos supuestamente garantizados por hipotecas no fueron debidamente evaluados por nadie. Esto plantea interrogantes en relación con el futuro de la banca en economías capitalistas financiarizadas. Si la banca comercial ha perdido importancia como proveedora de fondos para las grandes corporaciones, si además maneja y explota francamente mal su capacidad de préstamo hipotecario y si finalmente son malos gestionando el riesgo, ¿cuál es su papel en el futuro?

4. CONCLUSIÓN

La *financiarización* es un complejo proceso económico y social que ha surgido en el transcurso de las tres últimas décadas. La esfera de la circulación se ha revelado más dinámica que la de la producción. Por un lado, esto refleja las continuas dificultades que ha tenido la producción durante este periodo, lo que ha llevado a un crecimiento débil de la productividad y a una rentabilidad escasa. Por otro lado, la desre-

gulación profunda del sector financiero y del mercado de trabajo ha acelerado esta dinámica. Como consecuencia han surgido nuevas fuentes de rentabilidad en la esfera de la circulación, sobre todo en las finanzas. Esto es una característica distintiva de la *financiarización*, que constituye una fase del desarrollo capitalista.

Basándonos en el análisis marxista de Hilferding, este artículo ha mostrado que la *financiarización* se ha originado en unas relaciones entre el capital industrial y comercial, los bancos y los trabajadores, radicalmente diferentes. Concretamente las empresas industriales y comerciales se han hecho menos dependientes de los préstamos de los bancos, a la vez que se involucraban en transacciones financieras independientes en los mercados financieros globales. Como resultado, los bancos se vieron obligados a redirigir sus operaciones, sobre todo, orientándose hacia la renta personal como fuente de beneficios y adoptando prácticas de banca de inversión en mercados globales. Mientras tanto los trabajadores se vieron arrojados a los brazos del sistema financiero debido a la retirada de la provisión pública de un conjunto de bienes básicos, como también a través de un cambio legislativo en materia de pensiones y otras formas de ahorro. El resultado ha sido una «expropiación» financiera, es decir, la extracción de beneficio directamente de los salarios. Ha sido la funesta combinación de esa expropiación financiera con la banca de inversión la que ha conducido a la actual crisis.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGLIETTA, M. (2000): «Shareholder value and corporate governance: some tricky question», *Economy and Society*, 29 (1): 146-159.
- AGLIETTA, M. y BRETON, R. (2001): «Financial systems, corporate control and capital accumulation», *Economy and Society*, 30(4): 433-466.
- ARRIGHI, G. (1994): «The Long Twentieth Century: Money, Power, and the Origins of Our Times», *London and New York: Verso*.
- BARAN, P. y SWEETZ, P. (1966): «Monopoly Capital», *New York: Monthly Review Press*.
- BELLAMY FOSTER, J. (2007): «The Financialization of Capitalism», *Monthly Review*, vol. 58, no 11, <http://www.monthlyreview.org>
- 2008: «The Financialization of Capital and the Crisis», *Monthly Review*, vol. 59, no 11, <http://www.monthlyreview.org>
- BERGER, A. y MESTER, L. (1997): «Inside the Black Box: What Explains Differences in the Efficiencies of Financial Institutions?», *Journal of Banking and Finance*, 21: 895-947.
- 2003: «Explaining the Dramatic Changes in Performance of US Banks: Technological Change, Deregulation, and Dynamic Changes in Competition», *Journal of Financial Intermediation*, 12: 57-95.
- BRENNER, R. (2002): «The Boom and the Bubble: The US in the World Economy», *London: Verso*.
- BOYER, R. (2000): «Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis», *Economy and Society*, 29(1): 111-145.
- CORBETT, J. y JENKINSON, T. (1997): «How is Investment Financed? A Study of Germany, Japan, the United Kingdom and the United States», *Papers in Money, Macroeconomics and Finance, The Manchester School Supplement*, LXV: 69-93.
- CROTTY, J. (1990): «Owner-Manager Conflict and Financial Theory of Investment Stability: A Critical Assessment of Keynes, Tobin, and Minsky», *Journal of Post Keynesian Economics*, 12 (4): 519-542.
- DOS SANTOS, P. (2009): «On the Content of Banking in Contemporary Capitalism», *Historical Materialism*, 17.2, forthcoming.
- DUMENIL, G. y LEVY, D. (2004): «Capital Resurgent: Roots of the Neoliberal Revolution», *Cambridge, MA: Harvard University Press*.
- 2005: «The Profit Rate: Where and How Much Did It fall? Did it Recover? (USA 1948-1997)», *CEPREMAP-ENS*, <http://www.jourdan.ens.fr/levy/dle2004y.pdf>
- DYMSKI, G. (2009): «Racial Exclusion and the Political Economy of the Sub-Prime Crisis», *Historical Materialism*, 17.2, forthcoming.
- EPSTEIN, J. (2005): «Financialization and the World Economy», *Edward Elgar Northampton, MA*.
- GORDON, R. (1999): «Has the «New Economy» Rendered the Productivity Slow-Down Obsolete?», *Working Paper*, Northwestern University, mimeo.
- GRAHL, J. y TEAGUE, P. (2000): «The Régulation School, the employment relation and financialization», *Economy and Society*, 29(1): 160-178.
- HEIN, E., NIECHOJ, T., SPAHN, P. y TRUGER, A. (2008): «Finance-Led Capitalism?», *Marburg: Metropolis Verlag*.
- HILFERDING, R. (1981) [1910]: «Finance Capital», *London: Routledge & Kegan Paul*.
- JORGENSEN, D. y STIROH, K. (2000): «Raising the Speed Limit: US Economic Growth in the Information Age», *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 125-211.
- KRIPPNER, G. (2005): «The financialization of the American Economy», *Socio-Economic Review*, 3: 173-208.
- LAPAVISTAS, C. (2009): «Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation», *Historical Materialism*, 17.2, forthcoming.
- LAPAVISTAS, C. y DOS SANTOS, P. (2008): «Globalization and Contemporary Banking: On the Impact of New Technology», *Contributions to Political Economy*, 27: 31-56.
- LAZONICK, W. y O'SULLIVAN, M. (2000): «Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance», *Economy and Society*, 29(1): 13-35.
- LENIN, V. (1964): «Imperialism, the Highest Stage of Capitalism», *Collected Works*, vol. 22, *Moscow: Progress* [1916].
- MAGDOFF, H. y SWEETZ, P. (1987): «Stagnation and the Financial Explosion», *Monthly Review Press*, New York.
- MORERA, C. y ROJAS, J.A. (2009): «The globalisation of financial capital», 1997-2008', *RMF Discussion Paper*, 6, <http://www.soas.ac.uk/rmf>
- OLINER, S. y SICHEL, D. (2000): «The Resurgence of Growth in the Late 1990s: Is Information Technology the Story?», *Journal of Economic Perspectives*, 14, 4: 3-22.
- ORHANGAZI, ÖZGÜR. (2008): «Financialization and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation

- of the US economy, 1973-2004», *Cambridge Journal of Economics*, 32: 863-886.
- POLLIN, R. (2007): «The Resurrection of the Rentier», *New Left Review*, 46, July-August: 140-153.
- SAVAGE M. y WILLIAMS, K. (2008): «Remembering Elites», John Wiley and Sons, London.
- STOCKHAMMER, E. (2004): «Financialization and the slowdown of accumulation», *Cambridge Journal of Economics*, 28: 719-741.
- SWEETZ, P. (1942): «The Theory of Capitalist Development», *New York and London: Monthly Review*.
- 1997: «More (or Less) on Globalization», *Monthly Review*, vol. 49, no. 4, <http://www.monthlyreview.org>.
- TRIPLETT, J. y BOSWORTH, B. (2003): «Baumol's Disease» Has Been Cured: IT and Multifactor Productivity in the US Services Industries», *Brookings Economics Papers*, September.
- TROTSKY, L. (1923): «The Curve of Capitalist Development», www.trotsky.net/trotsky_year/curve_of_development.
- UNCTAD. (2006): *World Investment Report*, United Nations, New York and Geneva.

‘Financiarización’ en un modelo de estática comparativa de distribución y crecimiento ‘postkaleckiano’ con coherencia ‘stock-flujo’

En un modelo analítico de distribución y crecimiento *postkaleckiano* con coherencia *stock-flujo* se han incorporado los siguientes canales de transmisión de la financiarización: 1) Se supone que la *financiarización* afecta, por un lado, a la distribución entre las empresas y los rentistas a corto plazo, y por otro, a la distribución entre el capital y el trabajo a medio plazo, mediante la determinación de un margen de ganancia, elástico respecto de los dividendos, utilizado para la fijación de los precios en las empresas. 2) La inversión de las empresas está influida vía un «canal de preferencias de la dirección» y un «canal de medios internos de financiación». 3) El consumo está afectado por la distribución de dividendos a corto plazo y por la reducción en la participación de las rentas del trabajo a medio plazo. En el modelo que presentamos se estima el efecto total de la *financiarización*, se endogeneiza el ratio financiación externa/capital de las empresas, y se revisa la estabilidad y viabilidad a medio plazo de la estructura financiera y de la acumulación de capital.

Banaketa eta hazkuntzaren eredu postkaleckiar analitikoan, stock-fluxu oinarriarekin, finantzarizazioaren transmisio-kanal hauek sartu dira: 1) Ustez, finantzarizazioak enpresen eta errentadunen epe laburrerako banaketari eragiten dio alde batetik eta, beste alde batetik, kapitalaren eta lanaren epe ertainerako banaketari, enpresetan prezioak ezartzeko erabiltzen den irabazi-marjina (malgua dena dibidenduei dagokienez) zehaztuz. 2) Enpresen inbertsioak «zuzendaritzaren lehentasun-kanalaren» eta «finantziatorako barruko bitartekoen kanalaren» eraginak ditu. 3) Kontsumoak epe laburrerako dibidenduen banaketaren eta epe ertainerako lanaren errentetan duen partaidetza murriztu izanaren eraginak ditu. Aurkeztu dugun eredu finantzarizazioaren eragin osoa ikusten da, kanpoko finantzazioaren eta enpresen kapitalaren arteko ratioa endogeneizatu da, eta finantza-egituraren eta kapital-metaketa-eraren epe ertainerako bideragarritasuna eta egonkortasuna berrikusi dira.

Into an analytical stock-flow consistent postkaleckian distribution and growth model the following transmission channels of ‘financialisation’ are integrated. 1. ‘Financialisation’ is assumed to affect distribution between firms and rentiers in the short run, and distribution between capital and labour through a dividend-elastic mark-up in firms’ price setting in the medium run. 2. Firms’ investment is affected through a ‘management’s preference channel’ and an ‘internal means of finance channel’. 3. Consumption is influenced via distribution of dividends in the short run and via a reduction in the labour income share in the medium run. In the model the total effect of ‘financialisation’ is derived, the development of firms’ outside finance-capital ratio is endogenised, and the medium-run stability and viability of the financial structure and of capital accumulation is checked.

ÍNDICE

1. Introducción
 2. El modelo básico
 3. Efectos a corto plazo del aumento del poder del accionista
 4. Equilibrio y estabilidad a medio plazo
 5. Efectos a medio plazo de la ‘financiarización’ y del aumento del poder del accionista
 6. Resumen y conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: Financiarización, distribución, crecimiento, inestabilidad, modelo *postkaleckiano*.

Keywords: Financialization, distribution, growth, instability, postkaleckian model.

N.º de clasificación JEL: E12, E21, E22, E25, E44.

1. INTRODUCCIÓN

En este trabajo desarrollamos un modelo analítico simple de distribución y crecimiento *postkaleckiano*, que pretende incorporar algunos efectos de la *financiarización*, la cual puede ser entendida según Epstein (Epstein, 2005, p. 3) como el «(...) creciente papel que tienen las cuestiones financieras, esto es, los mercados, los actores y las instituciones en el funcionamiento de las economías nacionales e internacionales». Recientemente, se han propuesto algunos modelos de distribución y crecimiento con coherencia *stock-flujo* en los que se incorporan algunos aspectos relativos a la financiarización.¹ Estos modelos, sin em-

bargo, no se ocupan de estudiar con rigurosidad los cambios en la distribución entre el capital y el trabajo causados por cambios en el régimen financiero, ni tampoco de los efectos macroeconómicos asociados que se producen a través del consumo y la inversión. Estas investigaciones, además, prestan escasa atención a los problemas de inestabilidad relacionados con la estructura financiera del sector empresarial. En este trabajo presentamos un modelo simple que aborda algunas de estas cuestiones.

En el modelo que vamos a desarrollar se incorporan los siguientes canales de *financiarización*: 1) Se supone que la *financiarización* afecta, por un lado, a la distribución de renta entre las empresas y los rentistas a corto plazo, y por otro, a la distribución entre el capital y el trabajo a medio plazo, a través de la definición de un margen de ganancia, elástico respecto de los dividendos, utilizado para la

* Quisiera agradecer a Till van Treeck sus valiosos comentarios. Los errores que pudieran subsistir son, obviamente, míos.

¹ Ver Godley/Lavoie (2007, pp. 378-444), Lavoie (2008), Skott/Ryoo (2008a,b), Taylor (2004, pp. 272-278), y Van Treeck (2009). Para una visión de conjunto ver Hein/Van Treeck (2008).

fijación de los precios en las empresas. 2) La inversión de las empresas está influida por medio de un «canal de preferencia de la dirección» y de un «canal de medios internos de financiación». 3) El consumo está afectado por la distribución de dividendos a corto plazo y por la reducción en la participación de la rentas del trabajo a medio plazo. Lo más relevante del modelo que presentamos es que se endogeniza el ratio financiación externa/capital de las empresas con el objetivo de verificar la estabilidad y viabilidad a medio plazo de la estructura financiera y de la acumulación de capital, considerando diferentes regímenes de acumulación bajo condiciones de financiarización.

2. EL MODELO BÁSICO

Suponemos una economía cerrada, sin actividad económica del Estado. En determinadas condiciones de producción, existe un sólo tipo de bien producido que puede ser utilizado para el consumo y para la inversión. Existe una relación constante entre el volumen utilizado de trabajo (L) y la producción real (Y), esto es, no existe excedente de trabajo ni cambio técnico de forma que se puede tener un ratio trabajo-producción constante (a). También son constantes el ratio capital / producción potencial (v) y el ratio entre el stock de capital real (K) / producción real potencial (Y^v). Suponemos que el stock de capital no se deprecia. La tasa de utilización de la capacidad (u) viene dada por la relación entre la producción real actual y la producción real potencial. El modelo básico puede describirse mediante las siguientes ecuaciones:

1. Fijación de precios y distribución:

$$p = \left[1 + m(e) \right] wa, \quad m > 0, \quad \frac{\partial m}{\partial e} \geq 0, \quad (1)$$

$$h = \frac{\Pi}{pY} = 1 - \frac{1}{1 + m(e)}, \quad \frac{\partial h}{\partial e} \geq 0, \quad (2)$$

$$r = \frac{\Pi}{pK} = \frac{\Pi}{pY} \frac{Y}{Y^v} \frac{Y^v}{K} = hu \frac{1}{v}, \quad (3)$$

2. Financiación del stock de capital e ingresos de los rentistas:

$$pK = B + E^R + E^F, \quad (4)$$

$$\gamma = \frac{B + E^R}{pK}, \quad (5)$$

$$\phi = \frac{E^F}{pK}, \quad (6)$$

$$\Pi = \Pi^F + R, \quad (7)$$

$$R = e(E^R + B), \quad (8)$$

3. Ahorro, inversión y equilibrio del mercado de bienes:

$$\sigma = \frac{S}{pK} = \frac{\Pi - R + s_R R}{pK} = r - (1 - s_R) e \gamma, \quad (9)$$

$$0 < s_R \leq 1,$$

$$g = \frac{I}{pK} = \alpha + \beta u + \tau h - \theta e \gamma, \quad (10)$$

$$\alpha, \beta, \tau, \theta \geq 0,$$

$$g = \sigma, \quad (11)$$

$$\frac{\partial \sigma}{\partial u} - \frac{\partial g}{\partial u} > 0 \quad \Rightarrow \quad \frac{h}{v} - \beta > 0 \quad (12)$$

Denominamos (w) a la tasa de salario nominal y suponemos que las empresas fijan los precios (p) de acuerdo con un margen de ganancia (m) calculado sobre unos costes laborales unitarios constantes hasta la plena capacidad de producción. Siguiendo a Kalecki (1954, pp. 17-18), el margen viene determinado por el grado de competencia en precios en el mercado de bienes y por la correlación de fuerzas entre el capital y el trabajo en el mercado laboral (ecuación

ción 1). Vamos a simplificar los pagos de dividendos e intereses a los rentistas, considerando una única tasa de rendimiento para los bonos y las acciones (e). La participación de los beneficios (h), esto es, la proporción que representan los beneficios (Π) en la producción nominal (pY), está determinada por el margen de ganancia (ecuación 2). La tasa de beneficio (r) relaciona el flujo anual de beneficios con el *stock* de capital nominal (ecuación 3).

En el modelo que proponemos, el ritmo de acumulación se determina por las decisiones de inversión de las empresas, con independencia del ahorro, debido a que suponemos que las empresas tienen acceso a financiación a corto plazo (o a financiación inicial) por motivos de producción. La financiación es proporcionada por un sector bancario desarrollado, el cual no se especifica en el modelo. Suponemos que la financiación a largo plazo del *stock* de capital está compuesta por las ganancias retenidas acumuladas de las empresas (E^r), el crédito a largo plazo concedido por los hogares rentistas (B), y las acciones emitidas por las empresas y en poder de los hogares rentistas (E^r) (ecuación 4). Por tanto, una parte de los pasivos de las empresas ($B+E^r$) está en manos de personas ajenas a la empresa, esto es, en poder de los hogares rentistas, mientras que otra parte (E^r) está controlada por personas vinculadas a la empresa, bien por la dirección de la empresa o bien por los propietarios de la misma.

Dado que en nuestro modelo suponemos que los precios son constantes en los mercados de bienes y financieros —las ganancias de capital están, por tanto, excluidas del análisis— consideramos que el interés de los rentistas consiste en maximizar los pagos por dividendos e intereses a corto plazo, mientras que el objetivo principal de la direc-

ción de la empresa es favorecer el crecimiento a largo plazo de la misma². La participación de los rentistas en el *stock* de capital, esto es, el ratio financiación externa / capital, viene dado por γ (ecuación 5), y ϕ denota el ratio entre las ganancias retenidas acumuladas y el capital, es decir, el ratio entre la financiación interna / capital (ecuación 6). Suponemos que estos ratios son constantes a corto plazo pero variables, y por tanto, determinados endógenamente, a medio plazo.

Los beneficios totales (Π) se dividen en beneficios retenidos de las empresas (Π^r) por un lado, y dividendos e intereses pagados a los hogares rentistas (R) (ecuación 7), por otro. Los pagos de intereses a los hogares rentistas (R) viene dados por el tipo de interés y el *stock* de deuda. El tipo de interés se considera un parámetro de distribución, que actúa como una variable exógena para la generación de ingresos y para la acumulación de capital, y está determinado, principalmente, por las políticas monetarias y por las evaluaciones de liquidez y riesgo que realizan los bancos y los rentistas, en consonancia con la versión «horizontalista» postkeynesiana del dinero y del crédito endógeno³. Los pagos de dividendos, vienen dados por la tasa de dividendos y el *stock* de acciones en poder de los hogares rentistas, y están determinados por la correlación de fuerzas entre los rentistas (accionistas) y las empresas (dirección), estando los primeros interesados en obtener dividendos elevados para mejorar sus ingresos, y los segundos

² En relación con el «conflicto propietario-gestión» dentro de la empresa basado en un análisis microeconómico del *trade-off* «crecimiento-beneficio», ver Crotty (1990), Stockhammer (2005-6), y Hein/Van Treeck (2008).

³ Ver Hein (2008a) para una revisión del enfoque postkeynesiano de la endogeneidad del dinero y su aplicación en los modelos postkeynesianos de distribución y crecimiento.

en conseguir ganancias retenidas para aumentar la inversión real y el crecimiento de las empresas. Con el fin de simplificar el análisis, se obvia el estudio sobre los efectos de la selección de cartera de los rentistas. Dado que hemos considerado una única tasa de rendimiento para los bonos y las acciones (e), ésta, junto con el *stock* de acciones y bonos en poder de los rentistas determina el ingreso de estos últimos (ecuación 8). La tasa de rendimiento de los rentistas se determina por la correlación de fuerzas entre la dirección de la empresa y los rentistas, siendo, por tanto, la variable clave para realizar el análisis de los efectos del aumento del poder del accionista con respecto a la dirección de la empresa y a los trabajadores.

Los cambios en la tasa de rendimiento de los rentistas pueden causar un cambio en el margen utilizado por las empresas para fijar los precios en mercados de bienes competitivos incompletos (ecuación 1). Este cambio en el margen puede producirse si los determinantes del margen están influidos tanto por el aumento del poder del accionista, en particular por el grado de competencia en precios en el mercado de bienes, como por el poder relativo de trabajadores y sindicatos en el mercado de trabajo.

Cuando se produce un aumento del poder del accionista, consideramos que el margen es inelástico con respecto a los dividendos a corto plazo.

Sin embargo, a medio plazo, es posible que dicho margen se vuelva elástico con respecto a los dividendos debido a que se producirá una disminución de la competencia en precios en el mercado de bienes como resultado de la aparición de fusiones, adquisiciones y las OPA hostiles en el sector empresarial y, sobre todo, debido a un debilitamiento del poder de negociación de los

trabajadores fruto de la aplicación de políticas en forma de «ajuste de plantilla» y del aumento del desempleo (Lazonick/O'Sullivan, 2000)⁴. La participación de los beneficios (ecuación 2) con respecto a la tasa de rendimiento de los rentistas se volverá elástica.

Para simplificar el análisis, partimos de la hipótesis clásica del ahorro, esto es, consideramos que los trabajadores no ahorran. Por definición, la parte de los beneficios retenidos se ahorra completamente. La parte de los beneficios distribuidos a los hogares rentistas, esto es, los pagos de dividendos e intereses, se utiliza por los hogares en función de su propensión a ahorrar (s_p). De esta manera, obtenemos la tasa de ahorro (σ) en la ecuación (9), que relaciona el ahorro total con el *stock* de capital nominal. En nuestro modelo, consideramos sólo el consumo que realizan los rentistas con el flujo de los ingresos corrientes. El aumento del precio de las acciones y la subida de la riqueza (bursátil) asociada con la financiarización reducirán la tasa de ahorro general, especialmente si suponemos que las familias pueden pedir préstamos con el respaldo de ciertas garantías. Esto supondría un aumento de la deuda de las familias, lo cual podría afectar negativamente al consumo⁵. Nuestro modelo, no obstante, no se detiene a analizar estas cuestiones.

La tasa de acumulación (g), que relaciona la inversión neta (I) con el *stock* de capital en la ecuación (10), está basada en la función de inversión propuesta por Bhaduri/Marglin (1990)⁶. Suponemos que las deci-

⁴ Ver Dumenil/Levy (2005), Epstein/Power (2003), y Epstein/Jayadev (2005) para una revisión de los resultados empíricos que defienden este supuesto.

⁵ Ver los modelos propuestos por Bhaduri/Laski/Riese (2006), Dutt (2005, 2006), y Palley (1994).

⁶ Ver Hein (2008b) para analizar otro modelo similar con inversión que da lugar a la versión «estancamentista» del modelo de distribución y crecimiento kaleckiano, que está más en línea con las ideas originales de Kalecki.

siones de inversión de las empresas están influidas positivamente por la tasa de utilización de la capacidad y por la participación de los beneficios, debido a que ambas variables aumentan la tasa (esperada) de beneficios. Los beneficios distribuidos, esto es, los pagos de dividendos e intereses a los rentistas, tienen un impacto negativo sobre la inversión ya que producen una reducción de las ganancias retenidas y de los medios propios de financiación de las empresas. Esta circunstancia, además, y de acuerdo con el «principio de riesgo creciente» de Kalecki (1937), limita el acceso a fondos externos en los mercados de capital imperfectos.

Considerando que los accionistas desean obtener beneficios a corto plazo —en comparación con el deseo de la dirección de la empresa de lograr el crecimiento de la misma a largo plazo— un aumento del poder del accionista con respecto a la dirección de la empresa elevará la tasa de rendimiento de los rentistas y reducirá los fondos disponibles para el crecimiento y la inversión real de la empresa. Por otro lado, un aumento del poder del accionista no sólo afectará a los fondos internos y, en consecuencia, a las condiciones financieras de las empresas, sino que además influirá en las preferencias de la dirección. Los *animal spirits* de la dirección de la empresa, reflejados en la constante α de la función de inversión, disminuirá e incluso podría hacerse negativa si la dirección de la empresa se alinea con los accionistas mediante la suscripción de acciones y las amenazas de OPA hostiles en un mercado dinámico controlado por las empresas. Nuestra función de inversión incorpora, por tanto, los dos canales de transmisión del aumento de poder del accionista a la inversión real: el «canal de medios internos

de financiación», y el «canal de preferencias de la dirección»⁷.

El equilibrio de mercado de bienes se determina por la igualdad entre las decisiones de ahorro y las decisiones de inversión (ecuación 11). La condición de estabilidad del mercado de bienes requiere que la respuesta de la tasa de ahorro a los cambios en la utilización de la capacidad productiva sea más elástica que la respuesta de la acumulación de capital (condición 12). Nuestro modelo arroja, de esa forma, los siguientes valores de equilibrio en el mercado de bienes:

$$u^* = \frac{\alpha + \tau h + e\gamma(1 - s_R - \theta)}{\frac{h}{v} - \beta}, \quad (13)$$

$$r^* = \frac{\frac{h}{v}[\alpha + \tau h + e\gamma(1 - s_R - \theta)]}{\frac{h}{v} - \beta}, \quad (14)$$

$$g^* = \frac{\frac{h}{v}(\alpha + \tau h) + e\gamma\left[\beta(1 - s_R) - \theta\frac{h}{v}\right]}{\frac{h}{v} - \beta} \quad (15)$$

En los apartados que siguen, nos referiremos únicamente a los efectos del aumento del poder del accionista sobre equilibrios estables del mercado de bienes en una era de la financiarización. En primer lugar, el aumento del poder del accionista afectará las preferencias de la dirección de la empresa y, en consecuencia, tendrá un efecto negativo sobre los *animal spirits* de la dirección, y, en segundo lugar, dicho poder estará asociado a una mayor tasa de rendimiento de los rentistas.

⁷ En Stockhammer (2004), Orhangazi (2008), y Van Treeck (2008a) se pueden encontrar estimaciones empíricas de funciones de inversión que incorporan estos efectos del aumento del poder del accionista.

3. EFECTOS A CORTO PLAZO DEL AUMENTO DEL PODER DEL ACCIONISTA

Para llevar a cabo el análisis de los efectos a corto plazo del aumento del poder del accionista, suponemos que γ y ϕ están dadas y son constantes. Consideramos, además, que las empresas no son capaces de trasladar los incrementos de los pagos de dividendos a los precios, debido a que los determinantes del margen cambian muy lentamente. Por lo tanto, el margen y la participación de los beneficios se mantendrán también constantes a corto plazo.

Una mejora de la percepción del accionista sobre las decisiones de inversión de la empresa, esto es, una disminución de los *animal spirits* (tal como muestra α en la función de inversión) tiene únicamente efectos negativos sobre las variables endógenas. Esto es así porque la variable *animal spirits* presenta relaciones inequívocamente positivas con las tasas de equilibrio de la utilización de la capacidad, los beneficios y la acumulación de capital, como puede apreciarse en las ecuaciones (13) a (15):

$$\frac{\partial u}{\partial \alpha} > 0, \quad \frac{\partial r}{\partial \alpha} > 0 \quad \text{y} \quad \frac{\partial g}{\partial \alpha} > 0$$

Un aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas, por el contrario, tiene efectos ambiguos. Por un lado, afecta a la inversión de las empresas por medio de la disponibilidad de fondos internos y a través del recurso a la financiación externa. Por otro lado, también influye sobre los ingresos de los hogares rentistas y por ende, sobre el consumo. Suponiendo que el ratio financiación externa / capital, el margen y la participación de los beneficios son cons-

tantes a corto plazo, los efectos que resultan de un cambio en la tasa de rendimiento de los rentistas sobre las tasas de equilibrio de la utilización de capacidad:

$$\frac{\partial u^*}{\partial e} = \frac{(1-s_R-\theta)\gamma}{\frac{h}{v}-\beta}, \quad (13a)$$

la tasa de...

$$\frac{\partial r^*}{\partial e} = \frac{\frac{h}{v}(1-s_R-\theta)\gamma}{\frac{h}{v}-\beta}, \quad (14a)$$

la tasa de...

$$\frac{\partial g^*}{\partial e} = \frac{\gamma \left[\beta(1-s_R) - \theta \frac{h}{v} \right]}{\frac{h}{v}-\beta} \quad (15a)$$

Los efectos de un cambio en la tasa de rendimiento de los rentistas pueden ser positivos o negativos, dependiendo de los valores que tome el parámetro en las funciones de ahorro y de inversión del modelo:

$$\frac{\partial u^*}{\partial e} > 0, \quad \text{si: } 1-s_R > \theta, \quad (13a')$$

$$\frac{\partial r^*}{\partial e} > 0, \quad \text{si: } 1-s_R > \theta, \quad (14a')$$

$$\frac{\partial g^*}{\partial e} > 0, \quad \text{si: } 1-s_R > \theta \frac{h}{v\beta} \quad (15a')$$

Suponiendo que se satisface la condición de estabilidad (12), para que se mantenga el equilibrio en el mercado de bienes es preciso que la ecuación (15a') satisfaga $\frac{h}{v\beta} > 1$. El cuadro n.º 1 presenta los diferentes casos que se obtienen en relación con el equilibrio a corto plazo.

El caso «normal» supone que un aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas tiene un impacto negativo sobre los valores de equilibrio de las tasas de utilización de

Cuadro n.º 1

Casos de corto plazo para un cambio en la tasa de rendimiento de los rentistas

	Caso normal	Caso intermedio	Caso peculiar
	$1 - s_R < \theta$	$\theta < 1 - s_R < \frac{\theta h}{v\beta}$	$\frac{\theta h}{v\beta} < 1 - s_R$
$\frac{\partial u}{\partial e}$	-	+	+
$\frac{\partial r}{\partial e}$	-	+	+
$\frac{\partial g}{\partial e}$	-	-	+

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro n.º 2

Regímenes de acumulación a corto plazo en condiciones de financiarización y de creciente poder del accionista

	Régimen contractivo	Régimen de beneficios sin inversión	Régimen guiado por la financiación
Efecto vía <i>animal spirits</i> de la dirección	Débil/Fuerte	Débil	Débil
Efecto vía tasa de rendimiento de los rentistas	Caso normal	Caso intermedio	Caso peculiar

Fuente: Elaboración propia.

capacidad, beneficio y acumulación de capital, esto ocurrirá cuando $1 - s_R < \theta$. Por lo tanto, este caso se dará con mayor probabilidad cuanto mayor sea la propensión a ahorrar de los rentistas y cuanto mayor sea la capacidad de respuesta de la inversión real de las empresas con respecto a los beneficios distribuidos y por ende, con respecto a los fondos internos. Con esta com-

binación de parámetros, un aumento en la demanda de consumo asociado a una redistribución de ingresos de las empresas en favor de los hogares rentistas no sería suficiente para compensar los efectos negativos producidos en la inversión de las empresas. En el caso «normal», los efectos de un aumento en la tasa de rendimiento de los rentistas sobre las tasas de equilibrio

de la utilización de la capacidad, los beneficios y la acumulación de capital intensifican los efectos negativos del aumento del poder del accionista, debido a la acción de los *animal spirits* de la dirección sobre dichas variables, y si esta situación se mantiene, obtendremos el régimen de acumulación «contractivo» (cuadro n.º 2).

En el caso «peculiar», tenemos una combinación de parámetros distinta $1 - s_R > \theta \frac{h}{v\beta}$. Una baja propensión a ahorrar de los rentistas, una baja respuesta de la inversión con respecto a los beneficios distribuidos y a los fondos internos, y una elevada elasticidad con respecto a la utilización de la capacidad dan lugar a que un aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas tenga un efecto positivo sobre las tasas de equilibrio de la utilización de la capacidad, los beneficios y la acumulación de capital. En este caso «peculiar», el efecto de un aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas sobre las tasas de equilibrio de la utilización de la capacidad, los beneficios y la acumulación de capital, puede compensar con holgura los efectos negativos del aumento del poder del accionista a través de los *animal spirits* de la dirección. Si esta situación se mantiene, obtendremos un régimen de acumulación «guiado por la financiación» (Boyer, 2000), y como consecuencia, el efecto total del aumento del poder del accionista sobre las tasas de utilización de la capacidad, los beneficios y la acumulación de capital será positivo (cuadro n.º 2).

Finalmente, un caso «intermedio» puede surgir si $\theta < 1 - s_R < \theta \frac{h}{v\beta}$. En este caso, un aumento en la tasa de rendimiento de los rentistas estará acompañado por aumentos en las tasas de utilización de la capacidad y de beneficios, pero por una disminución en la tasa de acumulación de capital. Este caso

«intermedio» requiere, por un lado, una baja propensión a ahorrar de los rentistas, lo que impulsa la demanda de consumo ante una redistribución en favor de los rentistas. También requiere una baja capacidad de respuesta de la inversión de las empresas con respecto a los beneficios distribuidos y, por ende, a los fondos internos, lo cual limita los efectos negativos de la citada redistribución sobre la inversión empresarial. Por otro lado, el «caso intermedio» está caracterizado por una baja capacidad de respuesta de la inversión con respecto a la utilización de la capacidad, lo que en conjunto no resulta suficiente para compensar con holgura los efectos negativos de un aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas por medio de los fondos internos. En el caso «intermedio», los efectos negativos del aumento de poder del accionista vía «canal de preferencias de la dirección» (*animal spirits*) se compensan con los efectos de un incremento de la tasa de rendimiento de los rentistas respecto a la utilización de la capacidad y a la tasa de beneficios, pero, sin embargo, el efecto negativo sobre la acumulación de capital se acentúa. En relación con la utilización de la capacidad, se requiere nuevamente que el aumento del poder del accionista esté asociado con un efecto fuerte del aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas y con un efecto débil a través de los *animal spirits* de la dirección. Si estas condiciones se cumplen, obtendremos un régimen de «beneficios sin inversión» (Cordonnier, 2006) (cuadro n.º 2).

4. EQUILIBRIO Y ESTABILIDAD A MEDIO PLAZO

Para analizar el equilibrio a medio plazo en nuestro modelo se necesita tener en cuenta que las empresas tienen la capaci-

dad de trasladar los aumentos en la tasa de rendimiento demandados por los rentistas a los precios y que el margen, y, en consecuencia, la participación de los beneficios brutos (que incluyen los pagos por dividendos e intereses), puede aumentar. Por tanto, con un margen elástico respecto a los dividendos tenemos $\frac{\partial h}{\partial e} \geq 0$, y la participación de las rentas del trabajo disminuirá ante aumentos de la tasa de rendimiento de los rentistas.

Para el análisis a medio plazo, es preciso considerar también los efectos que produce un cambio en la tasa de rendimiento de los rentistas sobre el *stock* de deuda y de acciones en poder de los rentistas, y por ende, sobre los ratios entre la financiación externa e interna y el capital. Dado que $\gamma + \phi = 1$, resulta suficiente con analizar la dinámica de γ . No vamos a considerar las cuestiones relativas a la selección de cartera entre bonos y acciones al que se enfrentarían los hogares si se produjese un cambio relativo en la tasa de dividendo y el tipo de interés. Procedemos de esta manera por dos razones. Por un lado, porque permite simplificar el análisis y, por otro, porque trabajamos con la hipótesis de que la selección de cartera de los hogares está dominada por factores institucionales e históricos, que cambian muy lentamente en el tiempo pese a las variaciones a corto y medio plazo de la tasa de dividendos (en relación con el tipo de interés).

En nuestro modelo, de hecho, los cambios en las decisiones de cartera de los hogares sólo afectan a las decisiones de inversión de las empresas si se ven afectados los medios internos de financiación de las empresas. Sin embargo, en nuestra función de inversión no se considera la existencia de un efecto vía q de Tobin o ratio de evaluación de Kaldor, a diferencia de

lo que aparece especificado en otros enfoques postkeynesianos con coherencia *stock-flujo* (Skott/Ryoo, 2008a, b; Van Treeck 2009).⁸

A nuestro juicio, existen dudas de que en una era de *financiarización* pueda considerarse que un aumento de la q de Tobin, producido por factores tales como el aumento del poder del accionista, la compra de acciones, el aumento de los pagos de dividendos y los cambios forzados en las preferencias de la dirección, provoque un incremento de la inversión real.⁹ Por este motivo, parece suficiente abordar el estudio de los efectos que los cambios en la tasa de rendimiento de los rentistas tienen sobre el ratio financiación externa/capital, y el posterior análisis de los efectos asociados sobre la acumulación de capital.

La acumulación de bonos y acciones en manos de los rentistas viene dada por los ingresos de estos y por la propensión a ahorrar:

$$\Delta(E^R + B) = s_R e (E^R + B) \quad (16)$$

En relación con la tasa de crecimiento de la deuda y de las acciones en manos de los rentistas, tenemos:

$$\frac{\Delta(E^R + B)}{(E^R + B)} = s_R e \quad (17)$$

⁸ Si estos modelos presentan un coeficiente elevado en la q de Tobin en la función de inversión se generarán «beneficios sin inversión» (Van Treeck, 2009) o incluso regímenes de acumulación «contractivos». (Godley/Lavoie, 2007, pp. 378-444; Lavoie, 2008).

⁹ Medlen (2003) ofrece un soporte empírico a las dudas que exponemos. De acuerdo con sus observaciones, en los Estados Unidos (1968-2001) existe una correlación positiva entre la q de Tobin, por un lado, y la relación entre fusiones y la nueva inversión real, por otro. Este es un caso exactamente opuesto a lo que la q de Tobin sugeriría, ya un aumento en la q de Tobin debería estar correlacionado con una inversión real neta mayor en relación con las fusiones y adquisiciones.

Si suponemos que los precios se mantienen constantes, lo que significa que los márgenes y la distribución pueden cambiar pero que no puede modificarse el nivel de precios, entonces, las tasas de crecimiento del ratio financiación externa/capital dependerán de la tasa de crecimiento de la financiación externa y de la tasa de crecimiento del *stock* de capital real. De la ecuación (6), tenemos:

$$\hat{\gamma} = \frac{\Delta(E^R + B)}{(E^R + B)} - \hat{K} = s_R e - g \quad (18)$$

En el equilibrio a medio plazo, el valor de γ está determinado endógenamente y tiene que ser constante, ya que se tiene que cumplir que $\hat{\gamma} = 0$. Incorporando esta condición en la ecuación (18) y haciendo uso de la ecuación (15) se obtiene el siguiente valor de equilibrio a medio plazo para el ratio financiación externa/capital:

$$\gamma^* = \frac{s_R e \left(\frac{h}{v} - \beta \right) - \frac{h}{v} (\alpha + \tau h)}{e \left[\beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v} \right]} \quad (19)$$

Este equilibrio a medio plazo será estable si $\frac{\partial \hat{\gamma}}{\partial \gamma} < 0$. A partir de la ecuación (18) y por medio de la ecuación (15) se obtiene:

$$\frac{\partial \hat{\gamma}}{\partial \gamma} = \frac{-e \left[\beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v} \right]}{\frac{h}{v} - \beta} \quad (20)$$

Teniendo en cuenta que estamos suponiendo que el equilibrio del mercado de bienes es estable, la condición de equilibrio a medio plazo del ratio financiación externa/capital será la siguiente:

$$\frac{\partial \hat{\gamma}}{\partial \gamma} < 0 \quad \text{si:} \quad \beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v} > 0 \quad (20')$$

$$\Leftrightarrow 1 - s_R > \theta \frac{h}{v\beta}$$

La estabilidad de γ requiere una baja propensión a ahorrar de los rentistas, una baja capacidad de respuesta de la inversión de las empresas respecto a los beneficios distribuidos y a los fondos internos y una alta elasticidad respecto a la utilización de la capacidad. Esto equivale a una relación positiva entre la tasa de acumulación de capital y el ratio de financiación externa/capital. De la ecuación (15) obtenemos:

$$\frac{\partial g^*}{\partial \gamma} = \frac{e \left[\beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v} \right]}{\frac{h}{v} - \beta}, \quad (15b)$$

$$\frac{\partial g^*}{\partial \gamma} > 0 \quad \text{si:} \quad \beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v} > 0 \quad (15b')$$

$$\Leftrightarrow 1 - s_R > \theta \frac{h}{v\beta}$$

Es importante resaltar que la estabilidad a medio plazo del ratio financiación externa/capital requiere que el efecto de un cambio en la tasa de rendimiento de los rentistas sobre la tasa de equilibrio a corto plazo de la acumulación de capital sea similar al descrito en el caso «peculiar», tal y como puede observarse en la condición (15a').

5. EFECTOS A MEDIO PLAZO DE LA 'FINANCIARIZACIÓN' Y DEL AUMENTO DEL PODER DEL ACCIONISTA

Estamos ahora en disposición de analizar los efectos a medio plazo de un aumento en la tasa de rendimiento de los rentistas y de una disminución de los *animal spirits* de la dirección. De la ecuación (19), se obtienen los siguientes efectos de un cambio en la tasa de rendimiento de los rentistas sobre el ratio financiación externa/capital de equilibrio:

$$\frac{\partial \gamma^*}{\partial e} = \frac{s_R \left(\frac{h}{v} - \beta \right) - \gamma \left[\beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v} \right]}{e \left[\beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v} \right]} + \quad (19a)$$

$$+ \frac{\frac{\partial h}{\partial e} \frac{1}{v} \left[e(\theta \gamma + s_R) - \alpha - 2\tau h \right]}{e \left[\beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v} \right]}$$

Para realizar una valoración de los efectos de un aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas es conveniente hacer una distinción entre el caso «estable» a medio plazo y el caso «inestable» a medio plazo.

Respecto al caso «estable», en el que se satisface $\beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v} > 0$, obtenemos:

$$\frac{\partial \gamma^*}{\partial e} > 0$$

$$\text{si: } \beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v} > 0, \quad (19a')$$

$$\text{y: } \frac{s_R \left(\frac{h}{v} - \beta \right) + \frac{\partial h}{\partial e} \frac{1}{v} (s_R e - \alpha - 2\tau h)}{\left[\beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v} \right] - \frac{\partial h}{\partial e} \frac{1}{v} e} > \gamma$$

En el caso estable a medio plazo, el efecto de un cambio en la tasa de rendimiento de los rentistas sobre el ratio financiación externa/capital depende de la participación inicial de los rentistas en el *stock* de capital.

En el caso inestable a medio plazo, tenemos que $\beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v} < 0$ y mediante la ecuación (19a) obtenemos:

$$\frac{\partial \gamma^*}{\partial e} < 0$$

$$\text{si: } \beta (1 - s_R) - \rho s_R \frac{h}{v} < 0, \quad (19a'')$$

$$\text{y: } \frac{s_R \left(\frac{h}{v} - \beta \right) - \gamma \left[\beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v} \right]}{\frac{\partial h}{\partial e} \frac{1}{v}} + \quad (19a'')$$

$$+ \frac{\frac{\partial h}{\partial e} \frac{1}{v} e(\theta \gamma + s_R)}{\frac{\partial h}{\partial e} \frac{1}{v}} > \alpha + 2\tau h$$

En este caso, un cambio en la tasa de rendimiento de los rentistas tendrá un efecto adverso sobre el ratio financiación externa/capital de equilibrio, suponiendo que los *animal spirits* (α) no son demasiado fuertes y que el efecto de la participación de los beneficios sobre la inversión de las empresas es débil.

Refiriéndonos a los efectos de un aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas sobre la tasa de la acumulación de capital de equilibrio a medio plazo, obtenemos de la ecuación (18), en la que se cumple la condición $\dot{\gamma} = 0$:

$$g^{**} = s_R e \quad (21)$$

Denominaremos g^{**} tasa garantizada, tasa de acumulación de capital de equilibrio a medio plazo y el efecto de un aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas sobre la tasa de acumulación de capital de equilibrio a medio plazo (dada la propensión a ahorrar de los rentistas) es necesariamente positivo para todos los casos:

$$\frac{\partial g^{**}}{\partial e} = s_R > 0 \quad (21a)$$

Este resultado se obtiene directamente de la condición de equilibrio a medio plazo, que exige que γ sea constante y, por ende, que el *stock* de capital crezca a la misma tasa que el total de deuda y acciones en poder de los rentistas. Un incremento en los pagos de dividendos (y de intereses) a

los rentistas en relación al *stock* de capital, requiere una intensificación del crecimiento del *stock* de capital para obtener un equilibrio a medio plazo¹⁰.

Esta tasa de acumulación de capital de equilibrio a medio plazo la llamamos «tasa garantizada» (g^{**}), porque es la tasa de acumulación que se requiere para mantener constante el ratio financiación/externa-capital. Sin embargo, no se garantiza en absoluto que la tasa de acumulación de capital que equilibra el mercado de bienes se ajuste a dicha tasa.

Podría decirse que nuestra «tasa garantizada» de acumulación se asimila en cierto sentido a la «tasa de crecimiento garantizada» de Harrod (1939). En nuestro caso, sin embargo, dicha tasa no está relacionada con el equilibrio del mercado de bienes, ni con la utilización de la capacidad deseada, sino con una estructura financiera constante del sector empresarial.

Como se ha mostrado anteriormente, cuando nos encontramos en el caso «peculiar» a corto plazo de la tasa de rendimiento creciente de los rentistas (15a'), se satisface la condición de estabilidad para el ratio financiación exterior/capital de equilibrio a medio plazo. La tasa de acumulación de capital que equilibra el mercado de bienes se ajustará a la «tasa garantizada» cuando la tasa de rendimiento de los rentistas aumente, y se alcanzará así el nuevo equilibrio a medio plazo. Este proceso de ajuste se puede alterar, pero no evitar, debido a la influencia de los otros dos efectos añadidos del creciente poder

de los accionistas que se consideran en nuestro modelo.

En primer lugar, a corto y medio plazo, los efectos negativos de una caída en los *animal spirits* producida por un aumento del poder del accionista reducirían el impacto positivo de un incremento de la tasa de rendimiento sobre la acumulación de capital. En segundo lugar, se supone que a medio plazo el margen y, por tanto, la participación de los beneficios, es elástico respecto a la tasa de rendimiento de los rentistas, lo cual tiene un efecto añadido sobre la tasa de acumulación de capital de equilibrio del mercado de bienes, como se deduce de la ecuación (15):

$$\frac{\partial g^*}{\partial e} = \frac{e\gamma \left[\beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v} \right] + \frac{\partial h}{\partial e} \frac{1}{v} (\tau h - \beta u)}{\frac{h}{v} - \beta} \quad (15c)$$

En el segundo término del numerador de la ecuación (15c), se observa que el efecto de un aumento de la participación de los beneficios sobre la acumulación de capital puede ser positivo o negativo, dependiendo de la importancia relativa que la tasa de utilización de la capacidad y la participación de los beneficios tengan en las decisiones de inversión de las empresas. Si la acumulación de capital está guiada por los beneficios, la redistribución a medio plazo en favor de los beneficios brutos producirá un impulso adicional a la tasa de acumulación de capital de equilibrio del mercado de bienes. Sin embargo, si la acumulación está guiada por los salarios, la redistribución en favor de los beneficios brutos reducirá el efecto positivo a corto plazo de un aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas.

¹⁰ Debido a que una creciente tasa de rendimiento de los rentistas también afecta al valor de equilibrio del ratio financiación externa/capital, como se ha mostrado anteriormente, el aumento requerido en el *stock* de capital puede no necesitar al principio ser proporcional al aumento de la financiación externa.

Si por alguna razón el incremento de la capacidad de acumulación producido por un aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas no es suficiente para conseguir el aumento de la «tasa garantizada» de la ecuación (21), el ratio financiación externa/capital crecerá de acuerdo con lo dispuesto en la ecuación (18), y esto dará lugar a un aumento de la tasa de acumulación de capital de equilibrio del mercado de bienes de acuerdo con la ecuación (15), estabilizando de esta manera el sistema. Por tanto, las condiciones del caso «peculiar» de corto plazo son suficientes para la estabilidad a medio plazo del régimen de crecimiento orientado a la financiación.

En los casos «normal» e «intermedio» a corto plazo, la acumulación de capital disminuirá cuando se produzcan aumentos en la tasa de rendimiento de los rentistas, y, por tanto, no se alcanzará el nuevo equilibrio. En otras palabras, la condición de estabilidad para el equilibrio a medio plazo (20) no se satisface. El hecho de que los casos «normal» e «intermedio» a corto plazo sean los casos que más predominan supone que el ratio financiación externa/capital a medio plazo es inestable, y, por tanto, podría decirse que la «tasa garantizada» de acumulación de capital en la ecuación (21) contiene una especie de inestabilidad harrodiana llamada «filo de la navaja» (Harrod, 1939). Nuestra inestabilidad, sin embargo, no está relacionada con la tasa de acumulación de capital vigente que equilibra el mercado de bienes, como sucede en Harrod, sino con la tasa de acumulación de capital que equilibra el mercado de bienes y con la tasa de acumulación necesaria para conseguir un ratio financiación externa/capital constante. Si la tasa de acumulación de capital que equilibra el mercado de bienes en la ecuación (15) fuera por casualidad

igual a la «tasa garantizada» en la ecuación (21), el stock de capital continuaría creciendo a esa tasa. Sin embargo, cualquier desviación que se produjera respecto de la «tasa garantizada» causaría una desviación explosiva respecto de esta tasa. Si la tasa de acumulación de capital que equilibra el mercado de bienes no alcanzara la «tasa garantizada», el ratio financiación externa / capital aumentaría de acuerdo con lo expresado en la ecuación (18), y esto afectaría negativamente de nuevo a la acumulación de capital, según lo dispuesto en la ecuación (15), haciendo que la acumulación de capital cayera por debajo de la «tasa garantizada» y que el ratio financiación externa/capital subiera por encima de la tasa de equilibrio. Si la tasa de acumulación de capital de equilibrio del mercado de bienes excediera de la «tasa garantizada», el ratio financiación externa/capital caería (ecuación 18) lo que afectaría nuevamente de forma positiva a la acumulación de capital (ecuación 15), haciendo que ésta se alejara incluso más de la «tasa garantizada», y así sucesivamente.

Por tanto, el proceso acumulativo de desequilibrio a medio plazo estaría caracterizado bien por ratios crecientes de financiación externa/capital y por ratios de acumulación de capital decrecientes, o bien, mostrará ratios de financiación externa/capital decrecientes y tasas de acumulación de capital crecientes. De esta manera, obtenemos una «paradoja de la financiación externa» que nos recuerda a la «paradoja de la deuda» de Steindl (1976, pp. 113-122)¹¹. Disminuciones (aumentos) en las tasas de acumulación del capital inducen a las empresas a reducir (aumentar) el ratio financiación externa/capi-

¹¹ Sobre la «paradoja de la deuda» ver también Dutt (1995) y Lavoie (1995).

tal, sin embargo, los efectos macroeconómicos de este comportamiento hacen que este ratio aumente (disminuya).

En los regímenes «contractivo» y «beneficios sin inversión», un aumento en la tasa de rendimiento de los rentistas que genere aumentos en la «tasa garantizada» pondrá en marcha un proceso acumulativo de disminución de la tasa de acumulación de capital de equilibrio del mercado de bienes y un proceso acumulativo de aumento del ratio financiación externa/capital. Una disminución de los *animal spirits* de la dirección junto a un aumento del poder del accionista contribuirá a agravar este proceso. Una redistribución en detrimento del trabajo provocada por cambios en el margen (elástico respecto de los dividendos) reforzará a medio plazo este proceso, siempre y cuando la acumulación esté «guiada por los salarios» y, por el contrario debilitará dicho proceso sin remedio si la acumulación está «guiada por los beneficios».

Por último, quedan por examinar los efectos que tiene una disminución de los *animal spirits* de la dirección sobre la inversión real. De la ecuación (19) obtenemos el siguiente resultado en relación con el efecto de los *animal spirits* sobre el ratio financiación externa/capital a medio plazo:

$$\frac{\partial \gamma^*}{\partial \alpha} = \frac{-\frac{h}{v}}{e \left[\beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v} \right]} \quad (19b)$$

En el caso estable a medio plazo, en el que $\beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v} > 0$, obtenemos $\frac{\partial \gamma^*}{\partial \alpha} < 0$. Una disminución de los *animal spirits* asociada a un aumento del poder del accionista producirá un incremento del ratio financiación externa/capital de equilibrio. La inestabilidad a medio plazo implica $\beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v} < 0$ y, por ende, $\frac{\partial \gamma^*}{\partial \alpha} > 0$.

Por tanto, la disminución de los *animal spirits* hará disminuir el ratio financiación externa/capital de equilibrio (inestable).

En relación con los efectos de los *animal spirits* sobre la «tasa garantizada» de acumulación de capital a medio plazo permite obtener de la ecuación (21).

$$\frac{\partial g^{**}}{\partial \alpha} = 0 \quad (21b)$$

Debido a que la «tasa garantizada» de acumulación de capital necesaria para mantener un ratio financiación externa/capital constante se determina exclusivamente por el ahorro que los rentistas atesoran de los pagos de dividendos e intereses que reciben, los cambios en los *animal spirits* de la dirección no tienen efectos sobre dicha tasa. Un cambio en los *animal spirits* sólo afectará a la tasa de acumulación de capital de equilibrio del mercado de bienes. Como se ha apuntado anteriormente, dicho cambio sólo agravará los procesos acumulativos de desviación de la tasa de acumulación de capital de equilibrio del mercado de bienes respecto de la «tasa garantizada» en el caso inestable a medio plazo, y modificará, pero no evitará el proceso de ajuste en el caso estable a medio plazo.

6. RESUMEN Y CONCLUSIONES

Estamos ahora en disposición de resumir los efectos de la *financiarización* en nuestro modelo de distribución y crecimiento *post-kaleckiano*. En nuestro análisis, la *financiarización* se ha entendido como un aumento del poder del accionista frente a la dirección de la empresa y a los trabajadores, dando lugar a unos menores *animal spirits* de la dirección en lo que se refiere a la inversión real, a la mayor tasa de rendimiento de los rentistas a corto plazo, y a la caída

de la participación de las rentas del trabajo a medio plazo.

En el cuadro n.º 3 se resumen los principales resultados que se han obtenido. Hacemos una distinción entre los efectos a corto y a medio plazo, entre el equilibrio estable y el equilibrio inestable a medio plazo, y entre los regímenes denominados «contractivo», «beneficios sin inversión» y «creci-

miento orientado a la financiación». Suponemos que la condición de equilibrio a corto plazo se satisface en todos los casos.

En la combinación de parámetros que da lugar al caso estable a medio plazo y al régimen de «crecimiento orientado a la financiación», obtenemos que la caída de los *animal spirits* de la dirección de la empresa tiene un efecto negativo sobre las tasas de

Cuadro n.º 3

Efectos a corto plazo de la financiarización y del creciente poder del accionista

		Régimen contractivo	Régimen de beneficios sin inversión	Régimen de crecimiento guiado por la financiación
		$\beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v}$		
		—	—	+
Tasa de rendimiento de los rentistas, participación de los beneficios y ratio financiación externa/capital	$\frac{\partial h}{\partial e}, \frac{\partial \gamma}{\partial e}$ (corto plazo)	0	0	0
<i>Animal spirits</i> y equilibrio del mercado de bienes	$\frac{\partial u^*}{\partial \alpha}, \frac{\partial r^*}{\partial \alpha}, \frac{\partial g^*}{\partial \alpha}$ (13, 14, 15)	+	+	+
Tasa de rendimiento de los rentistas y tasas de equilibrio de la utilización de la capacidad y de los beneficios	$\frac{\partial u^*}{\partial e}, \frac{\partial r^*}{\partial e}$ (13a, 14a)	—	+	+
Tasa de rendimiento de los rentistas y tasa de equilibrio de la acumulación de capital	$\frac{\partial g^*}{\partial e}$ (15a)	—	—	+

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro n.º 4

Efectos a medio plazo de la financiarización y del creciente poder del accionista

		Régimen contractivo	Régimen de beneficios sin inversión	Régimen de crecimiento guiado por la financiación
		$\beta (1 - s_R) - \theta \frac{h}{v}$		
		–	–	+
Tasa de rendimiento de los rentistas y participación de los beneficios	$\frac{\partial h}{\partial e}$ (medio plazo)	+	+	+
Estabilidad del equilibrio del ratio financiación externa/capital	$\frac{\partial \hat{\gamma}}{\partial \gamma}$ (20)	+(inestable)	+(inestable)	–(estable)
Tasa de rendimiento de los rentistas y ratio financiación exterior/capital de equilibrio	$\frac{\partial \gamma^*}{\partial e}$ (19a)	+/0/–	+/0/–	+/0/–
Tasa de rendimiento de los rentistas y tasa de acumulación de capital de equilibrio («tasa garantizada»)	$\frac{\partial g^{**}}{\partial e}$ (21a)	+	+	+
<i>Animal spirits</i> y ratio financiación externa/capital de equilibrio	$\frac{\partial \gamma^*}{\partial \alpha}$ (19b)	+	+	–
<i>Animal spirits</i> y tasa de acumulación de capital de equilibrio (tasa garantizada)	$\frac{\partial g^{**}}{\partial \alpha}$ (21b)	0	0	0

Fuente: Elaboración propia.

equilibrio a corto plazo de la utilización de la capacidad, de los beneficios y de la acumulación de capital. Estos efectos negativos, sin embargo, se compensan sobradamente con los efectos positivos de un

aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas, siempre y cuando supongamos que el aumento del poder del accionista está asociado con una reducción relativamente suave de los *animal spirits*. A medio

plazo, el margen y la participación de los beneficios aumentarán, y el ratio de equilibrio financiación externa/capital podría aumentar, disminuir o mantenerse constante dependiendo de los valores iniciales que tenga dicho ratio. El efecto de un aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas sobre la tasa de acumulación de capital de equilibrio a medio plazo, esto es, sobre la «tasa garantizada», es positivo. Y además, dado que estamos considerando un ratio financiación externa/capital de equilibrio estable, la «tasa garantizada» de acumulación de capital tiene que ser también estable, porque así se desprende de la condición por la que el ratio financiación externa/capital es constante. El cambio en los *animal spirits* no tiene efectos a medio plazo en la tasa de acumulación de capital de equilibrio (la «tasa garantizada») y sólo afecta al ratio financiación externa/capital de equilibrio de forma negativa, esto es, el valor de equilibrio a medio plazo de esta ratio aumentará ante una caída de los *animal spirits* de la dirección de la empresa.

De aquí se desprende que un régimen de «crecimiento guiado por la financiación», caracterizado por elevadas o crecientes tasas de utilización de la capacidad, de beneficios y de acumulación de capital, puede ser un régimen viable a corto plazo y también a medio plazo, siempre y cuando coexistan unos bajos *animal spirits* y una elevada tasa de rendimiento de los rentistas. Sin embargo, el régimen de «crecimiento guiado por la financiación» y un ratio financiación externa/capital estable a medio plazo requiere de una combinación específica de parámetros: baja propensión a ahorrar de los rentistas, baja elasticidad de la inversión con respecto a los beneficios distribuidos y, por ende, a los fondos internos, alta capacidad de respuesta de la inversión con respecto a la utilización de la

capacidad, y un efecto débil de un cambio de los *animal spirits* sobre la inversión.

En la combinación de parámetros más realista, que da lugar al caso inestable a medio plazo y a los regímenes de «beneficios sin inversión» y «contractivo»¹², los efectos negativos a corto plazo sobre el equilibrio real de un aumento del poder del accionista vía las preferencias de la dirección se ven reforzados por los efectos de un aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas con respecto a la acumulación de capital.

Los efectos de un aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas sobre las tasas de utilización de la capacidad y de beneficios de equilibrio a corto plazo podrían ser negativos, lo que daría lugar al caso «normal» a corto plazo y al régimen «contractivo». Por otro lado, dichos efectos también podrían ser positivos y compensar holgadamente el efecto negativo del aumento del poder del accionista vía los *animal spirits* de la dirección, en cuyo caso obtendríamos el caso «intermedio» y el régimen de «beneficios sin inversión».

A medio plazo con un margen creciente y un ratio financiación externa/capital determinado endógenamente, un aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas reduciría el ratio financiación externa/capital de equilibrio, siempre y cuando los *animal spirits* sean débiles y el efecto de los beneficios unitarios sobre la inversión no sea demasiado fuerte. Un aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas elevaría la tasa de acumulación de capital de equilibrio a

¹² Diversos análisis empíricos para Estados Unidos (Van Treeck/Hein/Dünhaupt, 2007; Van Treeck, 2008b) y estimaciones realizadas por Van Treeck (2008a) sugieren que Estados Unidos ha estado dominado por un régimen de «beneficios sin inversión» desde principios de los años ochenta.

medio plazo, esto es, la «tasa garantizada». El efecto depresor del aumento del poder del accionista sobre los *animal spirits* reforzaría el efecto negativo del aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas sobre el ratio financiación externa/capital.

En el equilibrio inestable a medio plazo, los valores de equilibrio del ratio financiación externa/capital y de la tasa de acumulación de capital en los regímenes de «beneficios sin inversión» y «contractivo» sólo se conseguirán por casualidad. Si por casualidad la economía se encontrara en dicho equilibrio, los efectos del aumento del poder del accionista —vía disminución de los *animal spirits* y aumento de la tasa de rendimiento de los rentistas— reducirían probablemente el equilibrio del ratio financiación externa/capital y aumentarían seguramente la tasa «garantizada» de acumulación de capital. El valor del ratio financiación externa/capital excedería el nuevo valor de equilibrio, mientras que la tasa de acumulación de capital no alcanzaría la nueva «tasa garantizada». De esta forma, nos encontraríamos ante un proceso de desequilibrio con aumentos en los ratios de financiación externa/capital y disminuciones en las tasas de acumulación de capital que se refuerzan

mutuamente. El equilibrio a medio plazo muestra, por tanto, las propiedades del «filo de la navaja», y el proceso de desequilibrio, por su parte, presenta la «paradoja de la financiación externa».

Por supuesto, esto no significa que las economías con un régimen de «beneficios sin inversión» o «contractivo» sean acumulativamente inestables, ya que pueden existir otras fuerzas en el funcionamiento de la economía (en particular políticas monetarias y fiscales) que contribuyan a reducir esta inestabilidad. No obstante, basándonos en los resultados de nuestro modelo simple, podríamos defender que en los regímenes «contractivo» y de «beneficios sin inversión» existe una considerable y sistémica inestabilidad potencial a medio plazo en lo que se refiere a la estructura financiera de la economía y a la acumulación de capital. Por ello, si se produce un aumento del poder del accionista puede aparecer, si se dan ciertas circunstancias, un régimen de «beneficios sin inversión», tal como se observó en Estados Unidos a principios de los años ochenta. A medio y largo plazo, no obstante, la estructura financiera de este régimen y la tasa de acumulación de capital resultará frágil e inestable.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BHADURI, A., LASKI, K. y RIESE, M. (2006): «A model of interaction between the virtual and the real economy», *Metroeconomica*, 57: 412-427.
- BHADURI, A. y MARGLIN, S. (1990): «Unemployment and the real wage: the economic basis for contesting political ideologies», *Cambridge Journal of Economics*, 14: 375-393.
- BOYER, R. (2000): «Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis», *Economy and Society*, 29: 111-145.
- CORDONNIER, L. (2006): «Le profit sans l'accumulation: la recette du capitalisme dominé par la finance», *Innovations. Cahiers d'Economie de l'Innovation*, 23: 51-72.
- CROTTY, J. (1990): «Owner-management conflict and financial theories of investment instability: a critical assessment of Keynes, Tobin, and Minsky», *Journal of Post Keynesian Economics*, 12: 519-542.
- DUMENIL, G. y LEVY, D. (2005): «Costs and benefits of neoliberalism: a class analysis», in EPSTEIN,

- G.A. (ed.), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham.
- DUTT, A.K. (1995): «Internal finance and monopoly power in capitalist economies: a reformulation of Steindl's growth model», *Metroeconomica*, 46: 16-34.
- 2005: «Conspicuous consumption, consumer debt and economic growth», in SETTERFIELD, M. (ed.), *Interactions in Analytical Political Economy. Theory, Policy and Applications*, M.E. Sharpe, Armonk, New York.
- 2006: «Maturity, stagnation and consumer debt: a Steindlian approach», *Metroeconomica*, 57: 339-364.
- EPSTEIN, G.A. (ed.) (2005): *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham.
- EPSTEIN, G.A. y JAYADEV, A. (2005): «The rise of rentier incomes in OECD countries: financialization, central bank policy and labor solidarity», in EPSTEIN, G.A. (ed.), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham.
- EPSTEIN, G.A. y POWER, D. (2003): «Rentier incomes and financial crises: an empirical examination of trends and cycles in some OECD countries», Working Paper Series No. 57, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts, Amherst.
- GODLEY, W. y LAVOIE, M. (2007): *Monetary Economics. An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth*, Palgrave Macmillan, Basingstoke.
- HARROD, R.F. (1939): «An essay in dynamic theory», *The Economic Journal*, 49: 14-33.
- HEIN, E. (2008a): *Money, Distribution Conflict and Capital Accumulation. Contributions to 'Monetary Analysis'*, Palgrave Macmillan, Basingstoke.
- 2008b: «Shareholder value orientation, distribution and growth – short- and medium-run effects in a Kaleckian model», revised version, manuscript.
- HEIN, E. y VAN TREECK, T. (2008): «Financialisation' in Post-Keynesian models of distribution and growth – a systematic review», IMK Working Paper 10/2008, Macroeconomic Policy Institute (IMK) at Hans Boeckler Foundation, Duesseldorf.
- KALECKI, M. (1937): «The principle of increasing risk», *Economica*, 4: 440-447.
- 1954: *Theory of Economic Dynamics*, George Allen and Unwin, London.
- LAVOIE, M. (1995): «Interest rates in post-Keynesian models of growth and distribution», *Metroeconomica*, 46: 146-177.
- 2008: «Financialisation issues in a Post-Keynesian stock-flow consistent model», *Intervention. European Journal of Economics and Economic Policies*, 5: 331-356.
- LAZONICK, W. y O'SULLIVAN, M. (2000): «Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance», *Economy and Society*, 29: 13-35.
- MEDLEN, C. (2003): «The trouble with Q», *Journal of Post Keynesian Economics*, 25, 693-698.
- ORHANGAZI, Ö. (2008): «Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: a theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973-2003», *Cambridge Journal of Economics*, 32: 863-886.
- PALLEY, T. (1994): «Debt, aggregate demand, and the business cycle: an analysis in the spirit of Kaldor and Minsky», *Journal of Post Keynesian Economics*, 16: 371-390.
- SKOTT, P. y RYOO, S. (2008a): «Macroeconomic implications of financialization», *Cambridge Journal of Economics*, 32: 827-862.
- 2008b: «Financialization in Kaleckian economics with and without labor constraints», *Intervention. European Journal of Economics and Economic Policies*, 5: 357-386.
- STEINDL, J. (1976): *Maturity and Stagnation in American Capitalism*, 2nd edition, Monthly Review Press, New York, London.
- STOCKHAMMER, E. (2004): «Financialisation and the slowdown of accumulation», *Cambridge Journal of Economics*, 28: 719-741.
- 2005-6: «Shareholder value orientation and the investment-profit puzzle», *Journal of Post Keynesian Economics*, 28: 193-215.
- TAYLOR, L. (2004): *Reconstructing Macroeconomics. Structuralists Proposals and Critiques of the Mainstream*, Harvard University Press, Cambridge/Mass., London.
- VAN TREECK, T. (2008a): «Reconsidering the investment-profit nexus in finance-led economies: an ARDL-based approach», *Metroeconomica*, 59: 371-404.
- 2008b: «The political economy debate on 'financialisation' – a macroeconomic perspective», *Review of International Political Economy*, forthcoming.
- 2009: «A synthetic stock-flow consistent macroeconomic model of financialisation», *Cambridge Journal of Economics*, forthcoming.
- VAN TREECK, T., HEIN, E. y DÜNHaupt, P. (2007): «Finanzsystem und wirtschaftliche Entwicklung: neuere Tendenzen in den USA und in Deutschland», IMK Studies 5/2007, Macroeconomic Policy Institute (IMK) at Hans Boeckler Foundation, Duesseldorf.

Objetivos empresariales, regímenes de crecimiento macroeconómico y finanzas

Partiendo de la teoría postkeynesiana de la empresa, identificamos distintos agentes interesados (*stakeholders*) dentro y fuera de la empresa, y evaluamos sus intereses potencialmente conflictivos. Dependiendo del poder negociador de estos agentes, podemos distinguir distintos regímenes de crecimiento macroeconómico caracterizados por la prioridad atribuida a la consecución de los objetivos por parte de los grupos sociales dominantes. Así como en un trabajo anterior hemos analizado las diferentes configuraciones institucionales del capitalismo, que denominamos fordismo y financiarización, en el marco de un modelo macroeconómico consistente *stock-flujo*, en éste nos centramos en relacionar la dinámica de crecimiento económico con la actualización de la teoría postkeynesiana de la empresa. Basándonos en este análisis microeconómico, resaltamos el riesgo de fragilidad financiera y la inestabilidad macroeconómica derivada del capitalismo financiarizado.

Enpresaren teoria postkeynesiarra oinarri hartuta, hainbat agente interesdun (stakeholders) identifikatu ditugu enpresa barruan eta enpresatik kanpo, eta gatazkatsuak izan daitezkeen haien interesak ebaluatu ditugu. Agente horien negoziazio-gaitasunaren arabera, hazkuntza makroekonomikoaren hainbat erregimen bereiz ditzakegu, horien ezaugarri nagusia gizarte-talde nagusiek helburuak lortzeari emandako lehentasuna dela. Aurreragoko lan batean kapitalismoaren hainbat konfigurazio instituzional aztertu genituen (fordismoa eta finantzarizazioa), stock-fluxuan oinarritutako eredu makroekonomikoaren eremuan. Oraingo honetan, aldiz, hazkuntza ekonomikoaren dinamika enpresaren teoria postkeynesiarrarekin lotzea da gure asmoa. Azterketa mikroekonomiko hori oinarri hartuta, kapitalismo finantzarizatutik eratorritako ezegonkortasun makroekonomikoa eta finantza-hauskortasunerako arriskua nabarmendu behar dira.

Building on the established Post Keynesian theory of the firm, we identify different stakeholders inside and outside the firm, and we assess their potentially conflicting objectives. Depending on the bargaining power of these different stakeholders, we can distinguish different macroeconomic growth regimes characterized by the priority given to the realization of the dominant class's objectives. In previous work (Dallery and van Treeck, 2008), we have analysed these different institutional configurations of capitalism, which we call Fordism and financialisation, within a formal stock-flow consistent macro model. Here, we focus more specifically on linking macroeconomic growth dynamics to our reassessment of the Post Keynesian theory of the firm. Based on this microeconomic analysis, we stress the risk of financial fragility and macroeconomic instability involved with financialised capitalism.

ÍNDICE

141

1. Introducción
 2. La teoría postkeynesiana de la empresa. La empresa como el escenario de conflictos en un sistema capitalista
 3. De la teoría de la empresa a los regímenes históricos de crecimiento económico
 4. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: financiarización, empresa postkeynesiana, fragilidad financiera, inestabilidad macroeconómica.

Keywords: financialization, postkeynesian firm, financial fragility, macroeconomic instability.

N.º de clasificación JEL: D21, E12, G30.

1. INTRODUCCIÓN

El artículo gira en torno a la idea de que el peso de las finanzas en la economía, a la vez que determina los objetivos de las empresas a un nivel microeconómico, resulta clave para entender las tendencias históricas de los regímenes de crecimiento macroeconómico (Minsky, 1986 [2008]).

Basándonos en la teoría postkeynesiana de la empresa (Eichner, 1976; Galbraith, 1967; Marris, 1964; Wood, 1975; Lavoie, 1992), identificamos diferentes *stakeholders* (grupos interesados) dentro y fuera de la empresa, y evaluamos sus objetivos potencialmente contradictorios. Dependiendo del poder negociador de estos agentes, podemos distinguir diferentes regímenes de crecimiento macroeconómico caracterizados por la prioridad atribuida a la consecución de los objetivos de la clase dominante. En

un trabajo previo (Dallery y van Treeck, 2008), se han analizado las diferentes configuraciones institucionales del capitalismo, que denominamos fordismo y financiarización, en el marco de un modelo formal macroeconómico *stock-flujo*.

En este artículo, nos centramos de forma más concreta en relacionar la dinámica de crecimiento macroeconómico con nuestra revisión de la teoría postkeynesiana de la empresa. En este marco, distinguimos cuatro grupos de *stakeholders*, cada uno con sus propios objetivos: los accionistas propietarios de la empresa persiguen objetivos de tasa de beneficio, los gestores que gobiernan la empresa persiguen objetivos de crecimiento, los trabajadores que venden su fuerza de trabajo persiguen objetivos de salario real, y finalmente los bancos que proporcionan recursos para financiar los proyectos empresariales persiguen objetivos de apalancamiento.

La teoría postkeynesiana de la empresa proporciona un marco analítico social e institucionalmente idóneo, en el que el logro de un determinado objetivo por un grupo concreto puede llevar al incumplimiento de los objetivos de uno o más de los restantes grupos (Dallery y van Treeck, 2008).

La desregulación del sistema financiero supone un cambio en las relaciones de poder dentro de la empresa, con lo que los objetivos y políticas de la empresa también evolucionan hacia un modelo más orientado a las finanzas, lo que favorece los objetivos de los accionistas, es decir, la rentabilidad (a corto plazo). Un objetivo esencial de este trabajo es discutir en qué medida la «financiarización»¹ modifica la relación entre la acumulación de capital y la rentabilidad tanto a nivel micro como macroeconómico. Para entender cómo la financiarización afecta a la dinámica de la economía capitalista, debemos basarnos en la definición microeconómica de los objetivos de las empresas y en el logro macroeconómico o no de dichos objetivos.

La historia de la interconexión entre finanzas y desarrollo macroeconómico global es más un sendero tortuoso que una línea recta. Para entender el capitalismo actual, se puede establecer un paralelismo con la dinámica macroeconómica de los años veinte, cuando los países industrializados también aplicaron una desregulación de hondo calado del sistema financiero. Crotty (1990, p. 762) destaca cómo el mismo J.M. Keynes analizaba las consecuencias sobre la dinámica económica capitalista del creciente sector financiero:

Planteo que Keynes sentó las líneas maestras en dos etapas distintas de una teoría de

la evolución del desarrollo capitalista (y que anticipaba la transición hacia una tercera), en donde se suponía que cada etapa poseía instituciones y prácticas de los agentes únicas que distinguían sus procesos y resultados de otras etapas. En concreto, Keynes plantea que el capitalismo del siglo XIX difiere del capitalismo posterior a la I Guerra Mundial en su estructura institucional y social (clases) así como en los patrones de comportamiento de los agentes. Debido a estas diferencias institucionales, el capitalismo del siglo XIX exhibió un impresionante crecimiento económico y estabilidad, mientras que el capitalismo del siglo XX fue más propenso al estancamiento-depresión y a los estallidos de extrema inestabilidad.

La preocupación actual respecto a la macroeconomía de la financiarización, en su calidad de etapa más reciente del desarrollo del capitalismo, reside en la continuidad de los intereses teóricos y empírico-históricos de Keynes, tal y como se refleja en la anterior cita de Crotty (1990). En nuestra opinión, las diferentes etapas del desarrollo capitalista identificadas por Keynes pueden distinguirse a partir de las diferencias en las instituciones financieras y en la gobernanza empresarial. En particular, Keynes distinguía entre un tipo de *capitalismo emprendedor* del siglo XIX, en donde las empresas estaban dominadas por individuos ricos que eran en gran medida independientes de los financiadores externos, y el *capitalismo financiero* de entreguerras del siglo XX, donde los accionistas dominaban el conflicto propietario-gestor y «la empresa se convertía en una burbuja dentro de un torbellino de especulación» (Keynes, 1936 [1997, p. 159]). Keynes también anticipaba y defendía avanzar hacia una tercera etapa de desarrollo, que daría paso a una especie de *capitalismo gestionado*, en el que la especulación a corto plazo estaría prohibida mediante las regulaciones de los mercados

¹ Para una definición de financiarización, véase Epstein (2005).

financieros y en la que los gestores privados y el Estado habrían controlado y estabilizado el proceso de acumulación real. Aunque Keynes no vivió lo suficiente para analizar con mayor profundidad este tipo de capitalismo, los autores postkeynesianos han seguido desarrollando sus planteamientos teóricos y proporcionando políticas para moldear la «tercera» etapa de desarrollo del capitalismo, la cual ha sido frecuentemente denominada como la era fordista (Aglietta, 1976; Boyer, 1990), o la edad dorada del capitalismo (Marglin y Schor, 1990).

Sin embargo, parece que en los últimos treinta años hemos sido testigos de una cuarta etapa del capitalismo que comparte muchos rasgos con la segunda etapa de desarrollo descrita por Keynes. En este trabajo, extendemos el método de análisis histórico de Keynes a la moderna financierización, y estudiamos el paso del régimen de crecimiento fordista al régimen de crecimiento dominado por las finanzas.

El trabajo se estructura en los siguientes cuatro apartados. En el segundo apartado, presentamos el marco microeconómico de la teoría de la empresa, y los diferentes objetivos de cada grupo de *stakeholders*, tal y como se señalaba en la introducción. En el tercer apartado, aplicamos la teoría postkeynesiana de la empresa para exponer la dinámica macroeconómica del capitalismo gestionado (o la era fordista) y la del capitalismo financierizado. En primer lugar, mostramos los canales a través de los cuales se gestionó un círculo virtuoso de alto crecimiento y rentabilidad, salarios reales crecientes y bajas tasas de apalancamiento para satisfacer a los diferentes *stakeholders* durante la edad dorada del capitalismo fordista.

A continuación, estudiamos el actual capitalismo dominado por las finanzas y sus desequilibrios. En particular, intentamos demostrar los mecanismos causales micro-macro necesarios para explicar el «enigma inversión-beneficios», esto es, el divorcio macroeconómico entre la (alta) rentabilidad y la (reducida) acumulación de capital que se ha observado en diversos países durante los últimos decenios (p.ej., Stockhammer, 2005-6). También discutimos las contradicciones macroeconómicas inherentes de un régimen de crecimiento dominado por las finanzas así como los mecanismos microeconómicos que pueden ayudar, al menos temporalmente, a paliar estas contradicciones. En la cuarta sección presentamos de manera sucinta las conclusiones alcanzadas.

2. LA TEORÍA POSTKEYNESIANA DE LA EMPRESA. LA EMPRESA COMO EL ESCENARIO DE CONFLICTOS EN UN SISTEMA CAPITALISTA

En este apartado, repasaremos y valoraremos los principales rasgos de la teoría postkeynesiana de la empresa. En especial, nos centraremos en los conflictos entre los distintos grupos o *stakeholders* (accionistas, gestores, trabajadores, bancos) que tratan de imponer sus propios objetivos como los objetivos de la empresa. Como el principal propósito del artículo es un análisis de la financierización, analizaremos con más profundidad el conflicto gestor-propietario, el cual ha dado lugar un tema de una prolífica literatura que aborda los problemas principal-agente y los relativos a la gobernanza empresarial, especialmente a partir del trabajo de Jensen y Meckling (1976).

2.1. La teoría postkeynesiana de la empresa como marco general del análisis de los objetivos y políticas empresariales

En su *Tratado sobre el dinero*, Keynes (1930, vol. II, p. 149) resume su teoría de la inversión de la siguiente manera:

Así, para que la empresa sea activa, deben satisfacerse dos condiciones. Debe haber una expectativa de beneficios; y debe ser posible para los empresarios obtener el control de los suficientes recursos para ejecutar sus proyectos.

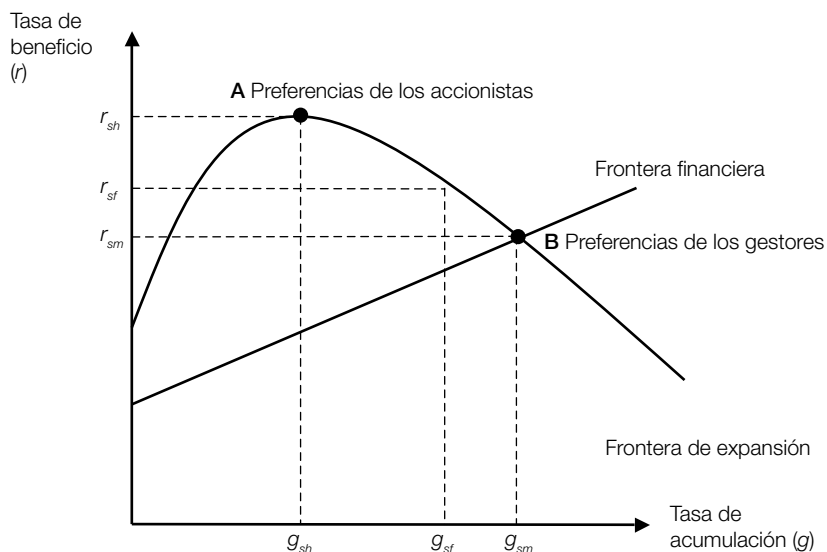
La teoría canónica postkeynesiana de la empresa se basa en una idea muy parecida. Como se muestra en el gráfico n.º 1,

la decisión de inversión de la empresa se determinará por la interacción de la frontera de expansión y la frontera financiera, tal y como éstas son percibidas por la empresa. Mientras que la frontera de expansión determina la rentabilidad esperada de la empresa como una función de su tasa de crecimiento, la frontera financiera indica la tasa máxima de crecimiento que la empresa puede alcanzar dadas sus decisiones en materia de financiación y de fijación de precios, las cuales están sujetas a conflictos con los trabajadores y con los rentistas.

El gráfico n.º 1 sirve como punto de referencia para el resto del artículo. Esta representación aparece por primera vez en

Gráfico n.º 1

La empresa postkeynesiana y el conflicto accionista-gestor



Fuente: Dallery y Van Treeck (2008, p. 9).

Wood (1975). Aquí, usaremos su moderna configuración (Lavoie, 1992; Dallery, 2008), y presentaremos un modelo básico que supone dejar de lado diversas complejidades. Su principal virtud es que puede ser pedagógicamente representada como un simple diagrama de dos curvas que relaciona las tasas de beneficio y de acumulación.

El primer componente de la teoría tradicional de la empresa es la restricción financiera, representada en el gráfico n.º 1 por la frontera financiera. Los beneficios son un prerrequisito para la inversión pues son un medio para financiarla internamente. A su vez, los beneficios son vistos por los bancos como un indicador de las garantías que ofrece la empresa como deudor; además, una empresa rentable tendrá más fácil el aumentar sus recursos emitiendo nuevas acciones. Partiendo de la igualdad contable entre fuentes y empleo de los recursos, planteamos que la empresa individual debe decidir su gasto en inversión productiva y en inversión financiera, dados sus beneficios no distribuidos y los fondos procedentes del nuevo endeudamiento neto y de la emisión de nuevas acciones:

$$(\Pi - iD) + x_s I + x_d I = I + x_f I + (1 - s_f)(\Pi - iD) \quad (1)$$

$$\Leftrightarrow s_f(\Pi - iD) + x_s I + x_d I = I + x_f I$$

siendo s_f el ratio de retención de beneficios, Π los beneficios de la empresa, i el tipo de interés, D el stock de deuda, I la inversión física, y x_s , x_d y x_f la emisión neta de nuevas acciones, la nueva deuda neta y la inversión financiera, respectivamente, cada una de ellas expresadas como un ratio respecto a la inversión física. Reordenaremos esta ecuación para tener el margen mínimo de beneficios (π) necesario para financiar una tasa de crecimiento dada del stock de capital (g):

$$\pi = \frac{\Pi}{Y} = \left(\frac{I}{K} \frac{K}{Y^*} \frac{Y^*}{Y} \right) \left(\frac{1 + x_f - x_s - x_d}{s_f} \right) + \left(\frac{K}{Y^*} \frac{Y^*}{Y} \right) i \frac{D}{K} \quad (2)$$

$$\Leftrightarrow \pi = \left(\frac{gv}{u} \right) \left(\frac{1 + x_f - x_s - x_d}{s_f} \right) + \left(\frac{v}{u} \right) id$$

donde v es el ratio del stock de capital respecto a la producción de plena capacidad, u es la tasa de utilización de la capacidad productiva de la empresa y d es el ratio de la deuda en relación al stock de capital. Cuanto más desea invertir la empresa, mayor es el margen de beneficios necesario para financiar el objetivo de acumulación. Además, la empresa necesitará un mayor margen de beneficios en caso de fuertes inversiones en los mercados financieros, si el tipo de interés es alto o si el ratio deuda/capital es elevado. Por el contrario, la empresa podrá asegurar su inversión más fácilmente, si tiene un alto ratio de retención de beneficios, si financia una parte importante de la inversión mediante nueva deuda neta o mediante ampliaciones de capital.

El margen de beneficios es un determinante clave para la política de precios de la empresa. Dado que se supone que la empresa postkeynesiana fija los precios de acuerdo a un mecanismo basado en incorporar un añadido a los costes, se puede derivar la fórmula general del establecimiento de los precios basado en el margen de la empresa (*mark-up*) de la siguiente forma:

$$p = (1 + m) \frac{w}{\mu} \quad (3)$$

donde m es el *mark-up*, w los costes laborales y μ la productividad del trabajo. En ausencia de empleo no relacionado directamente con la actividad productiva, es posi-

ble establecer una relación simple entre el *mark-up* y el margen de beneficios:

$$\pi = \frac{m}{1+m} \quad (4)$$

Se deduce que la frontera financiera puede estar asociada al comportamiento de los precios de la empresa. La frontera financiera indica el margen mínimo de beneficios necesario para asegurar la inversión. Desde esta perspectiva, la necesidad de asegurar la inversión mediante altos márgenes entra en conflicto con la necesidad de expandir las ventas mediante precios bajos.

En el resto del trabajo, expresaremos la frontera financiera en función de las tasas de beneficio para poder colocarla en el mismo plano que la frontera de expansión, por lo que la frontera financiera de la expresión (2) se transforma en:

$$r = g \left(\frac{1 + x_f - x_s - x_d}{s_f} \right) + id \quad (5)$$

La restricción financiera proporciona ahora la tasa mínima de beneficio necesaria para implantar cualquier tasa de acumulación. Gráficamente, el área a la derecha de la restricción financiera es insostenible, pues la empresa es incapaz «de conseguir los recursos suficientes para ejecutar sus proyectos» (Keynes, 1930, vol. II, p. 149). Por el contrario, las empresas situadas a la izquierda disfrutan de oportunidades financieras para realizar un gasto adicional.

El segundo componente de la teoría de la empresa es denominado por Lavoie (1992) la frontera de expansión. Indica el nivel máximo de rentabilidad que puede esperar una empresa para una tasa dada de inversión. Muestra una relación cóncava entre la acumulación y los beneficios esperados. Típicamente, las tasas de acumulación y beneficios están relacionadas positivamente

cuando las tasas de crecimiento son bajas y negativamente cuando las tasas de crecimiento son altas (gráfico n.º 1). Formalmente, la lógica de la frontera de expansión puede ser ilustrada mediante la descomposición contable habitual de la tasa de beneficio:

$$r = \frac{\Pi}{K} = \frac{\Pi}{Y} \frac{Y}{Y^*} \frac{Y^*}{K} = \frac{\pi u}{v} \quad (6)$$

Cuando las tasas de acumulación son bajas, la empresa puede incorporar ganancias de eficiencia gracias a la implantación de nuevas tecnologías de producción. El aumento de la productividad permite a la empresa mejorar su margen de beneficios sin aumentar su precio (ver ecuaciones 3 y 4), con lo que la tasa de beneficio aumenta para una tasa de utilización de la capacidad productiva dada. Cuando las tasas de acumulación son altas, la empresa está obligada a reducir su precio y, por tanto, su margen de beneficios si quiere aumentar sus ventas manteniendo constante su nivel de utilización.² La *posición* de la frontera de expansión se explica por la tasa de utilización de la capacidad productiva, por las distintas influencias macroeconómicas sobre el margen de beneficios que surgen de los conflictos con los trabajadores o por la intensidad de la competencia en el mercado. Además, una empresa con mejor tecnología (con un ratio más bajo de capital respecto a la producción máxima) se beneficia de una ventaja competitiva sobre sus

² Lavoie (1992, p. 115) destaca la importancia del «efecto Penrose»: «No existen economías de escala de gestión negativas, sino que hay costes crecientes de crecimiento. El segmento negativo de la frontera de expansión [...] se debe así en parte a las dificultades inherentes de la gestión para enfrentarse de manera eficiente con el cambio y la expansión». De forma más convincente, Woods (1975) explicaba esta relación negativa por la necesidad de la empresa de reducir su margen de beneficio si desea crecer a una tasa más rápida, debido a la competencia con otras empresas por la cuota de mercado y a los costes crecientes de venta, como los costes de publicidad.

rivales, y esto implica que su frontera de expansión estará situada por encima de la de sus competidores. La empresa podrá, para cada tasa de acumulación, aplicar un margen de beneficios más alto que sus rivales.

2.2. Los objetivos microeconómicos de los diferentes 'stakeholders' y su importancia macroeconómica

La posición de las fronteras financieras y de expansión, así como la forma en la que la empresa afronta las diferentes restricciones existentes a sus decisiones de inversión, dependen de forma crítica de los intereses y de las relaciones de poder entre los distintos *stakeholders* de la empresa. Desde esta perspectiva, la teoría postkeynesiana de la empresa es claramente una teoría institucional e históricamente contingente. En particular, podemos identificar tres tipos de conflictos dentro de la empresa: a) el conflicto entre el propietario y el gestor sobre la política de inversión, b) el conflicto entre trabajadores y capitalistas sobre la distribución de la renta, y c) el conflicto gestor-accionista-acreedor sobre la financiación de la inversión. En el resto de la sección, discutiremos cómo el resultado de estos conflictos puede haber afectado al desarrollo macroeconómico durante el periodo fordista y durante la financiarización.

a) *El conflicto entre propietarios y gestores sobre la política de inversión (maximización de beneficios frente a crecimiento a largo plazo)*

El conflicto gestor-propietario surge del postulado de la existencia de un *trade-off* entre la rentabilidad esperada y el crecimiento. El propio Keynes (1936) defiende que en la primera etapa del desarrollo capi-

talista, la cual denominamos *capitalismo emprendedor*, las expectativas de beneficio no fueron un papel clave en las decisiones de acumulación de la empresa:

En anteriores épocas, cuando las empresas eran básicamente propiedad de quienes las gestionaban o de sus amigos y socios, la inversión dependía de una oferta suficiente de individuos de carácter optimista y con impulsos constructivos que entendían los negocios como una forma de vida, sin confiar en un cálculo preciso de los posibles beneficios. Los empresarios practican un juego mezcla de habilidad y oportunidad, cuyos resultados promedio son desconocidos para los jugadores. Si la naturaleza humana no sintiera la tentación de arriesgarse, ni la satisfacción de construir una factoría, un ferrocarril, una mina o una hacienda, no existiría tal inversión si ésta fuera el resultado de un frío cálculo.

(Keynes, 1936 [1997, p. 150]).

En contraste, en el *capitalismo financiero* del periodo de entreguerras, los accionistas se habían convertido en los actores dominantes en el seno de las empresas y las presiones por la rentabilidad expresadas a través del mercado bursátil anularon el deseo de expansión del emprendedor individual:

Así, ciertas clases de inversión están gobernadas por la expectativa promedio de aquellos que participan en el mercado bursátil, más que por las expectativas genuinas del emprendedor profesional. Como resultado del aumento gradual de la proporción de las acciones en la inversión agregada de capital de la comunidad, la cual es propiedad de personas que no gestionan o que no tienen un especial conocimiento de las circunstancias, presentes o futuras, del negocio en cuestión, la importancia del conocimiento real de la valoración de las inversiones por aquellos que las poseen o de aquellos que contemplan su compra ha declinado.»

(Keynes, 1936 [1997, p. 151-3]).

En nuestra opinión, se puede efectuar una comparación similar para las etapas tercera y

cuarta del desarrollo del capitalismo, es decir, el fordismo y la financiarización. En la teoría tradicional postkeynesiana de la empresa, se plantea que la gestión de las grandes empresas (la «megacorporación» de Eichner, 1976) es en gran medida autónoma en sus decisiones de inversión. El principal interés de esta gestión (la «tecnoestructura» de Galbraith, 1967) ha sido tradicionalmente identificado con el crecimiento de la empresa, sujeto únicamente a restricciones no severas de rentabilidad reforzadas por los rentistas. Las siguientes citas aclaran este aspecto:

[...] la propiedad de las empresas [...] se limita a la clase capitalista. Esta puede dividirse entre emprendedores y rentistas. Este último grupo, aunque tiene un interés en la propiedad de la empresa, no participa activamente en su control. [...]. Los emprendedores son controladores y propietarios de parte de las empresas y toman las decisiones sobre el funcionamiento de las empresas.

(Sawyer, 1985, p. 72).

Una vez que la tecnoestructura está asegurada por un nivel mínimo de ganancias, entonces se plantea la elección de los objetivos. Nada es tan imprescindible como la necesidad de sobrevivir. Sin embargo, no hay dudas sobre cómo se ejerce esta elección. Consiste en alcanzar la mayor tasa posible de crecimiento corporativo medida por el aumento de las ventas.

(Galbraith, 1967, p. 177).

En la empresa madura, la tecnoestructura fija los precios no a aquel nivel que maximiza los beneficios sino al nivel donde más contribuye a la seguridad de la tecnoestructura y al crecimiento de la empresa.

(Galbraith, 1967, pp. 252-3).

Según el gráfico n.º 1, se puede defender que en la era fordista, en donde los gestores tenían el control pleno de las políticas de acumulación de las empresas, el crecimiento se maximizará en el punto de intersección entre las fronteras de expansión y financiera (La-

voie, 1992, p.117; 2004, p. 52; Dallery y Van Treeck, 2008), es decir, operando la segunda restricción financiera de Keynes.

El supuesto de maximización del crecimiento no implica que los beneficios no sean importantes para la gestión. Tanto los accionistas como los gestores buscan los beneficios, pero para los gestores estos son medios para alcanzar un fin, mientras que para los accionistas son un fin en sí mismos. En un ambiente de incertidumbre radical (Knight, 1921; Keynes, 1936; Davidson, 1996), la empresa individual debe adoptar políticas estratégicas para sobrevivir a largo plazo (Dunn, 2001). En particular, estas políticas deben reducir la incertidumbre, y la mejor forma de lograrlo es mediante el crecimiento. Mientras crece, la empresa aumenta el poder sobre su entorno (clientes, competidores, proveedores y el Estado). Pero para poder crecer y acumular al ritmo deseado por los gestores, la empresa necesita asegurarse los medios necesarios para financiarse. Los beneficios son así un prerrequisito para el crecimiento pues solventan la restricción financiera que opera sobre la acumulación. Así, en el gráfico n.º 1, los gestores derivan un objetivo implícito de la tasa de beneficio, r_{sm} , a partir de su objetivo de crecimiento, g_{sm} .

La prioridad dada por los gestores al crecimiento ha sido criticada por la literatura de la Nueva Economía Institucional relativa a los problemas de agencia, o más recientemente por la literatura dedicada a las nuevas reglas de gobernanza empresarial (por ejemplo, Jensen y Meckling, 1976; Fama, 1980; OECD, 1998). El argumento es que existe una especie de tamaño óptimo de la empresa, y que los gestores siempre van más allá de ese tamaño óptimo generando una administración nítidamente improductiva y, más generalmente, un uso ineficiente de los recursos y, por tanto, una pérdida de eficiencia.

Desde esta óptica, hay que disciplinar a los gestores para evitar un crecimiento excesivo de la empresa. En términos del gráfico n.º 1, cuando los accionistas dominan por completo a los gestores, la empresa alcanzará una tasa de crecimiento g_{sh} , en un intento de lograr la tasa de beneficio más alta posible, r_{sh} , dados los niveles de demanda, productividad y competitividad. Pero, como discutiremos en la siguiente sección, existe un efecto composición a nivel macroeconómico. De hecho, si un recorte de la inversión para reducir el tamaño de la empresa y aumentar la rentabilidad tiene éxito a nivel microeconómico, el mismo comportamiento a escala macroeconómica puede llevar a una depresión. De nuevo, hay que resaltar que la inversión es un componente clave de la demanda agregada. Si todas las empresas reducen la inversión, la demanda agregada se deprimirá, y el aumento de la rentabilidad, razón última de esta política, desaparecerá.

b) *El conflicto entre trabajadores y capitalistas sobre la distribución de la renta (reducción de costes salariales frente a aumento renta salarial real)*

Respecto a la empresa individual, se supone que los trabajadores demandan un alto nivel de salarios, basado en una idea de un objetivo de salarios reales. Para simplificar el marco analítico, suponemos que los trabajadores realmente demandan una determinada tasa de salario real en el plano macroeconómico, lo que supone que, en el plano microeconómico, están interesados en alcanzar una determinada participación de los salarios en el valor añadido de su empresa. El conflicto surge porque a su vez los salarios son percibidos como una renta para los trabajadores y como un coste para las empresas. Como renta,

para los trabajadores los salarios deben aumentar, ya que les mejora su capacidad de gasto y sus niveles de vida. Como coste, para la empresa individual los salarios deben moderarse, porque, para unas condiciones de precios y productividad dadas, unos mayores salarios significan menos beneficios (ver ecuación 3). Como se ve en el gráfico n.º 1, desde el punto de vista de la empresa individual unos salarios reales más elevados implican un desplazamiento hacia abajo de la frontera de expansión. Sin embargo, en el plano macroeconómico, el consumo que surge de los salarios alimenta la demanda y, por tanto, los beneficios (la frontera de expansión del gráfico n.º 1 se desplaza hacia arriba). Este efecto agregado de la demanda, también llamado la «paradoja de los costes», está en el corazón de la macroeconomía postkeynesiana, y explica la posibilidad de un crecimiento «guiado por los salarios» en el sentido de Bhaduri y Marglin (1990): la empresa individual está interesada en minimizar su masa salarial, pero si todas las empresas actúan en la misma dirección, la demanda agregada se deprimirá, y la empresa individual no conseguirá el aumento en los beneficios mediante el freno de su masa salarial.

c) *El conflicto a tres bandas entre gestores, accionistas y bancos en torno a la estructura financiera de las empresas*

El tercer conflicto al que antes aludíamos implica a los gestores, los accionistas y los bancos y se refiere a la estructura financiera de las empresas. La preferencia de los gestores por el crecimiento implica una necesidad de fondos para financiar la inversión. Debido a su aversión al endeudamiento, que implica fragilidad financiera y depen-

dencia de los bancos, el mecanismo de financiación preferido por los gestores es la autofinanciación mediante los beneficios retenidos. Los accionistas, interesados en el valor de mercado de la empresa, se oponen a nuevas emisiones de acciones para financiar la inversión, ya que esto ampliaría el número de perceptores de dividendos. Pero los accionistas también se oponen a la autofinanciación, porque, en calidad de propietarios de las empresas, demandan que los beneficios les sean abonados a ellos bien en forma de dividendos o de acciones procedentes de la autocartera de la empresa.

En resumen, los accionistas quieren que las empresas moderen el gasto en inversión y financiarlo mediante deuda. La cuestión es que los accionistas no están básicamente preocupados por la supervivencia a largo plazo de las empresas. Más bien, su interés se centra en la rentabilidad de su cartera diversificada de activos (Crotty, 1990). Como resultado, desearían incrementar al máximo el apalancamiento, y ello con independencia de la fragilidad financiera que supone para una empresa concreta.

Pero, de nuevo, existen efectos de «agregación» en el plano macroeconómico. Por un lado, el crecimiento macroeconómico puede ser «guiado por la deuda», cuando las empresas de forma simultánea aumentan la distribución de beneficios, y, por lo tanto estimulan el consumo personal, y llevan a cabo más y más proyectos de inversión, como resultado, digamos, de un *boom* en el mercado bursátil o de unas expectativas de beneficio marcadamente optimistas. En este escenario, los bancos pueden estar dispuestos a garantizar nuevos préstamos incluso por encima del umbral máximo de endeudamiento tolerado en el pasado. Por otro lado, sin embargo, esta menguante prudencia por

parte de empresas y bancos conduce a una creciente fragilidad financiera del sistema. En caso de que se produzca un pequeño bache en el crecimiento económico, esta ausencia de cautela podría conducir a una recesión originada por una cadena de bancarrotas (Minsky, 1986 [2008]). La dinámica macroeconómica se desplazaría entonces desde un régimen de crecimiento «guiado por la deuda» a uno de «carga de la deuda» (Taylor, 2004). A largo plazo, los mayores ratios de apalancamiento pueden, por lo tanto, estar asociados con un menor crecimiento a escala macroeconómica (véase, Steindl, 1952; Lavoie, 1995; Hein, 2006; Dallery y Van Treeck, 2008; van Treeck, 2009).

3. DE LA TEORÍA DE LA EMPRESA A LOS RÉGIMENES HISTÓRICOS DE CRECIMIENTO ECONÓMICO

Tras esta presentación general de las diferentes interacciones entre los objetivos de los *stakeholders*, presentamos en este apartado un análisis esquemático de las dos últimas etapas de desarrollo del capitalismo, haciendo uso del gráfico n.º 1. Por un lado, en el apartado 3.1., estudiamos el capitalismo gerencial (o gestionado) que parece haber prevalecido durante la edad dorada del capitalismo, también conocida como la era fordista. Por otro, en el apartado 3.2., presentamos la dinámica micro y macroeconómica que supone el nuevo capitalismo dominado por las finanzas.

3.1. El sistema cooperativo del fordismo o el capitalismo gestionado

Durante las tres primeras décadas siguientes al fin de la Segunda Guerra Mun-

dial, los países industrializados establecieron una especie de *capitalismo gestionado* en el cual los gobiernos se comprometían a gestionar la demanda agregada y el Estado del bienestar. Respecto a la empresa, como ha quedado descrito, los gestores dominaron el conflicto con los acreedores, y los trabajadores lograron una favorable posición negociadora frente a los capitalistas. Los accionistas jugaron un papel esencialmente pasivo en los potenciales conflictos con los gestores y los acreedores, como antes señalamos.

Aunque la empresa fordista formula un objetivo de crecimiento, éste último puede traducirse en un objetivo implícito de la tasa de beneficio, r_{sm} , sobre la base del gráfico n.º 1. En equilibrio, la empresa individual decide acumular a la tasa $g^* = g_{sm}$, con una tasa de beneficio $r^* = r_{sm}$ la cual financia y legitima el objetivo de acumulación. Ahora bien, si hacemos que $r^* = r_{sm}$ sea una condición para el equilibrio a largo plazo, surge la cuestión de cómo reacciona la empresa a las desviaciones del equilibrio. En diversos trabajos Lavoie (1992, 2002, 2003) ha planteado que el objetivo de la tasa de beneficio de las empresas puede ajustarse a la tasa efectiva de beneficio en la medida en que los objetivos no se cumplen. Aunque Lavoie no aporta ninguna base de comportamiento para este proceso de ajuste, en nuestra opinión revela una manera gerencial, o fordista, de pensar la empresa, de acuerdo con la cual los objetivos de rentabilidad se subordinan a los de crecimiento, y donde, según Lavoie (1992, p. 107), «los accionistas tienen un papel puramente pasivo». Siguiendo la notación del gráfico n.º 1, podemos describir el proceso de ajuste propuesto por Lavoie de la siguiente forma:

$$\Delta r_{sf} = \Delta r_{sm} = \rho_1 (r^*_{-1} - r_{sm,-1}). \quad (7)$$

De acuerdo con la ecuación (7), las empresas ajustan su tasa objetivo de rentabilidad, r_{sf} , a la tasa real de beneficios que permiten las condiciones de demanda, productividad y distribución (ver ecuación 6). Si combinamos este mecanismo de ajuste con los argumentos planteados en la sección precedente, podemos describir la dinámica esencial del crecimiento fordista de la siguiente manera (ver gráfico n.º 2). Supongamos un aumento permanente de los salarios reales, debido a un aumento en el poder de negociación de los trabajadores.

En el plano microeconómico de la empresa, esto implica mayores costes y, por tanto, menores beneficios. Inicialmente, la frontera de oportunidad se desplaza hacia abajo. Pero en el plano macroeconómico, los mayores salarios reales estimulan el consumo, dado que la propensión al ahorro de la renta salarial es menor que la de la renta proveniente de los beneficios.

Cuando la economía está «guiada por los salarios», el efecto expansivo de los mayores salarios compensa sobradamente el efecto contractivo de los mayores costes. Por lo tanto, la frontera de oportunidad se desplaza hacia arriba. Para una tasa de acumulación dada, la empresa es más rentable de lo inicialmente esperado. Entonces, los gestores reaccionarán aumentando la inversión, ya que la mayor rentabilidad permite financiar nuevos planes de inversión. Volviendo al plano macroeconómico, esto de nuevo estimula la demanda, y, como resultado, la frontera de oportunidad se desplaza otra vez hacia arriba. Al final del proceso, la tasa de beneficio realizada es igual a la tasa definida como objetivo. Los gestores descubren que es posible una mayor tasa de acumulación, pero esto, visto desde el lado financiero, requiere una tasa de beneficio permanentemente más

elevada. Dado que los trabajadores dominan el conflicto por la distribución, la única manera para las empresas de realizar la necesaria mayor tasa de beneficios es aumentando la tasa de utilización.³ Obviamente, debe existir una tasa máxima de utilización aceptable para los gestores.

Nótese que es probable que el mayor crecimiento resultante del dominio creciente de los trabajadores en el conflicto distributivo afecte a la frontera financiera (gráfico n.º 2) y al conflicto mantenido entre gestores, accionistas y acreedores sobre la estructura financiera. Tal y como plantean, entre otros, Lavoie (1995), Hein (2006), Dallery y van Treeck (2008), en determinadas circunstancias es probable que una mayor tasa de acumulación esté asociada a un menor ratio deuda/capital de las empresas, resultado éste que es reminiscente de la «paradoja macroeconómica de la deuda» destacada por Joseph Steindl. Aunque las empresas individuales aumentan su endeudamiento, los positivos efectos macroeconómicos sobre los beneficios y el *stock* de capital derivados de la mayor inversión son tales que el ratio de apalancamiento de las empresas disminuye (disminuye el parámetro d de la ecuación 5). La frontera financiera del gráfico n.º 2 se desplaza hacia abajo, posibilitando un aumento adicional de la acumulación.

Al final, aparentemente la macroeconomía del capitalismo gestionado produce un círculo virtuoso de crecimiento y beneficios. Además, estas dinámicas son cooperativas

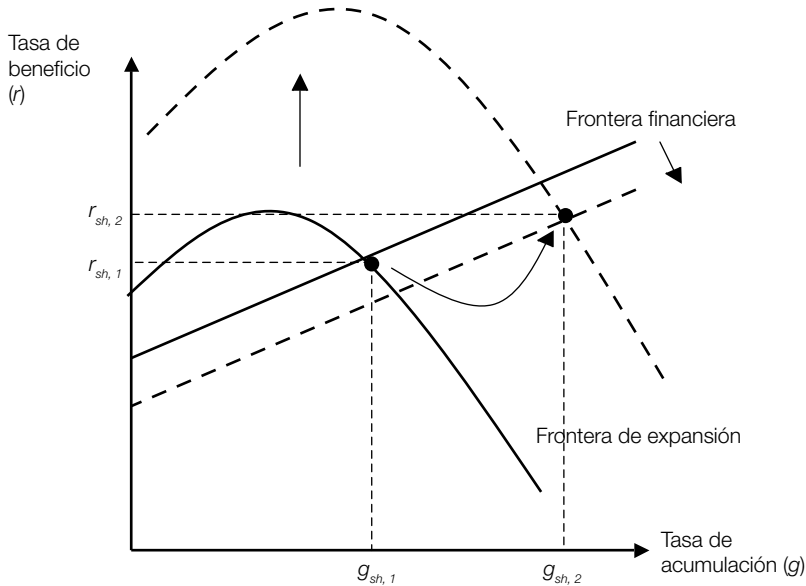
ya que los trabajadores reciben mayores salarios, los gestores aplican políticas de crecimiento y los accionistas perciben altos beneficios, a la vez que los bancos están satisfechos con los bajos ratios de apalancamiento de las empresas. Ahora bien, la naturaleza cooperativa del capitalismo no significa que todo ocurra en un marco de perfecta armonía: los conflictos siguen sucediéndose dentro de las empresas. Lo que muestra es que las configuraciones institucionales del capitalismo gestionado (los acuerdos sobre salarios y beneficios) pueden llevar a resultados cooperativos para los diferentes *stakeholders* de las empresas. Aun cuando estos grupos pueden tener *ex-ante* intereses diferentes, los acuerdos macroeconómicos del capitalismo gestionado permiten una reconciliación parcial *ex-post* de dichos intereses contrapuestos.⁴

Esta imagen gloriosa del capitalismo cooperativo debe matizarse para evitar una imagen excesivamente idealizada. En concreto, existen diferentes factores que limitan la escala de la mencionada dinámica. Esos límites se encuentran en las críticas tradicionales efectuadas a la economía keynesiana. En primer lugar, cuanto más ricos son los trabajadores más ahorran. Entonces, los efectos positivos macroeconómicos de los mayores salarios se aminoran al reducirse el efecto multiplicador. En segundo lugar, el razonamiento es válido en una economía cerrada. Pero en el periodo posterior a la Segunda Guerra Mundial, la globalización ha supuesto una apertura creciente de las economías. En un entorno

³ Como señalan Lavoie (2002, 2003) y Missaglia (2007, p. 79), el proceso de ajuste descrito en la ecuación 7 es estable porque cuando las empresas revisan al alza la tasa de beneficio marcada como objetivo, la participación de los beneficios aumenta, lo cual frena el aumento en la tasa de beneficio en un sistema guiado por los salarios.

⁴ Dallery y Van Treeck (2008) plantean que un elemento clave para la posibilidad de una reconciliación (parcial) de los intereses contrapuestos de los diferentes grupos sociales es el supuesto de la existencia de una tasa endógena a largo plazo de utilización de la capacidad productiva.

Gráfico n.º 2

Micro y macroeconomía del capitalismo gestionado

Fuente: Dallery y Van Treeck (2008).

mundial competitivo no-cooperativo, los efectos negativos microeconómicos de los elevados salarios (costes laborales) pueden ser mayores que los efectos positivos generados sobre la demanda debido al consumo de bienes extranjeros⁵. En tercer lugar, el *stock* de capital puede haber alcanzado un tamaño en el cual los bienes de capital adicionales pueden ser menos rentables. Gráficamente, los dos primeros límites implican un desplazamiento hacia abajo de la frontera de oportunidad, mientras que el tercer límite genera una caída

más acentuada de la parte de pendiente negativa de la frontera de oportunidad.

Estos límites, así como una revolución ideológica y política de cuño conservador, han contribuido a un cambio radical en el marco institucional y en la dinámica macroeconómica de los países industrializados a partir de principios de los ochenta. Este será el tema del siguiente apartado.

3.2. El sistema conflictivo del capitalismo financiarizado

La edad dorada del capitalismo generó resultados cooperativos para los distintos

⁵ Puede objetarse a esta crítica que en su conjunto la Tierra es una economía cerrada, y que, por tanto, está guiada por los salarios.

agentes durante casi treinta años. Por el contrario, con el proceso de financiarización, la orientación del accionista por el valor se ha convertido en la referencia central de las prácticas de gobernanza corporativa, subordinándose los intereses del resto de *stakeholders* a los de los accionistas. Paradójicamente, la desregulación de los mercados financieros tuvo lugar cuando todo el mundo creyó que se beneficiaría de ella. Para los trabajadores, la creciente sofisticación de los mercados financieros apareció en un momento en el que buscaban invertir sus mayores ahorros; para los bancos, les ofrecía nuevas oportunidades de beneficios; para los gobiernos, era la promesa de una financiación óptima de sus crecientes endeudamientos; para los accionistas, suponía, en primer lugar, la forma de recuperar el poder dentro de las empresas (disciplinando a la dirección) y, en segundo lugar, conseguía así imponer una nueva distribución de la renta y la riqueza a escala macroeconómica.

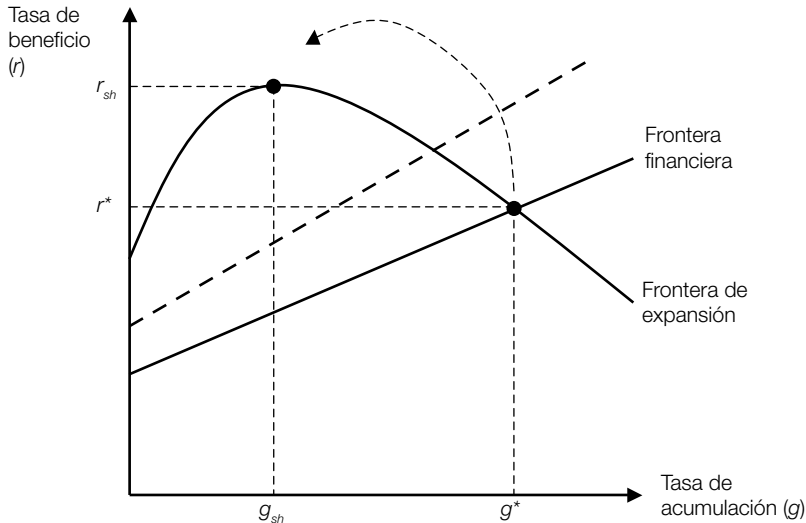
En el ámbito de las empresas, el único grupo para el cual la desregulación de los mercados financieros no era a priori favorable para sus intereses era el de los gestores. Este grupo apoyó finalmente ese proceso gracias a la nueva orientación dada a sus regímenes retributivos. De hecho, los directivos vieron cómo sus remuneraciones evolucionaban desde una base orientada al crecimiento a una base orientada hacia la rentabilidad. El objetivo de esta revolución era impedir a los gestores embarcarse en la creación de emporios que malgastaran el dinero de las empresas en inversiones arriesgadas. El nuevo grupo dominante en las empresas (los accionistas) estableció reglas de gobernanza corporativa que dictaban cuáles iban a ser las nuevas prácticas empresariales a seguir por los directivos: reducción de tamaño y concentración en la actividad central de la em-

presa, selección drástica de las inversiones rentables, distribución de dividendos, reparto de acciones procedentes de la autocartera, altos niveles de apalancamiento, etc.

La microeconomía de este *capitalismo financiarizado* puede representarse mediante el diagrama de la empresa empleado en la sección precedente (gráfico n.º 3). La nueva política inversora defendida por los accionistas representa un movimiento a la izquierda a lo largo de la frontera de expansión. En otras palabras, las empresas tienen que recortar los planes de inversión para generar mayores tasas de beneficio. En un segundo paso, estos beneficios serán distribuidos a los accionistas bien mediante dividendos o mediante acciones de la autocartera de las empresas. Esto lleva a una rotación en sentido opuesto a las agujas del reloj y a un desplazamiento hacia arriba de la frontera financiera (gráfico n.º 3) (x_s y s_f caen y d aumenta en la ecuación 5). Sin embargo, en nuestro ejemplo gráfico, la frontera financiera no compromete las decisiones sobre las nuevas inversiones ya que estamos por encima de la frontera financiera. Esto implica que la tasa de beneficios fijada como objetivo generaría fondos adicionales disponibles para financiar la distribución del *cash flow* a los accionistas.

La representación de la nueva estrategia de la empresa individual parece a priori coherente con los hechos esenciales observados a escala macroeconómica, en donde las empresas parece que tuvieron elevadas tasas de beneficio junto con una acumulación decreciente. Pero, partiendo de esta consistencia apriorística no deberíamos concluir de forma precipitada que el divorcio macroeconómico entre acumulación y beneficios surge de un *trade-off* elegido por las empresas individuales. De hecho, esta coherencia es compleja e implica diversos

Gráfico n.º 3

La microeconomía del capitalismo financiarizado

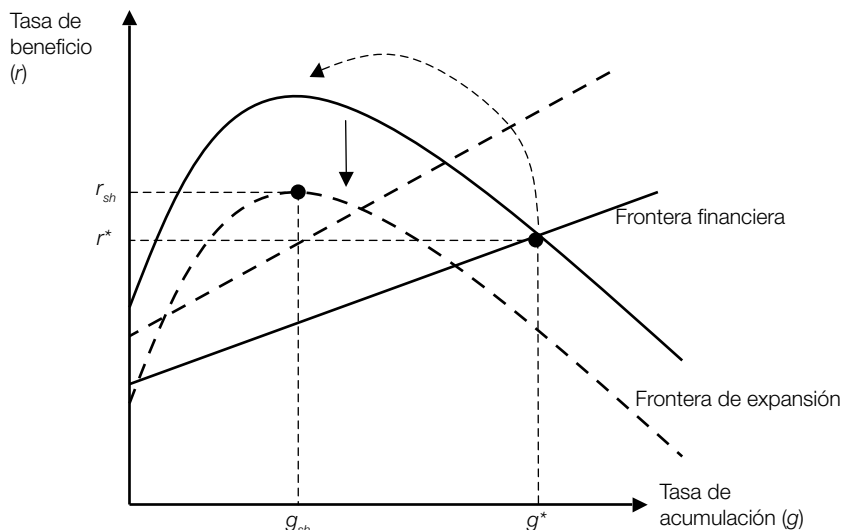
Fuente: Dallery y Van Treeck (2008).

efectos agregados macroeconómicos. Como se ha destacado anteriormente, cuando muchas empresas deciden frenar la acumulación, la demanda agregada se deprimirá, y, por lo tanto, la frontera de expansión se desplazará hacia abajo (gráfico n.º 4). En este caso, la empresa individual no realizará la tasa esperada de beneficios que motivó su decisión de reducir la inversión. Al afrontar esta expectativa insatisfecha, la reacción de las empresas podría ser una nueva reducción de la inversión, generando una espiral deflacionista a escala macroeconómica. Pero, sobre todo, no debemos olvidar que el *capitalismo financiarizado* ha estado ligado a un escaso crecimiento de los salarios reales (de los trabajadores manuales). Como tal, el estancamiento de los salarios reales muestra una tendencia con-

tractiva en la demanda de consumo agregado, lo que refuerza el efecto depresivo de la desaceleración de la acumulación. Si a escala microeconómica la moderación salarial puede representarse por un desplazamiento hacia fuera de la frontera de expansión, la generalización de este tipo de políticas a escala macroeconómica afecta negativamente a la rentabilidad al reducir la demanda y, por tanto, desplaza hacia abajo la frontera de expansión. A primera vista, la financiarización debería, por lo tanto, estar relacionada con una tendencia hacia la depresión debido al dominio de los accionistas en el conflicto con los gestores por las políticas de acumulación y por la redistribución de renta en detrimento de los salarios, resultado del deterioro en la capacidad negociadora de los trabajadores.

Gráfico n.º 4

La micro y macroeconomía de la búsqueda de beneficios



Fuente: Dallery y Van Treeck (2008).

No obstante, cuando observamos la realidad, parece que el *capitalismo financierizado* no se ha caracterizado por una implosión de las economías y tanto el crecimiento económico como la rentabilidad de las empresas en los últimos decenios han sido relativamente fuertes. Basándonos en el sencillo análisis desarrollado en este trabajo, podemos dar la siguiente explicación (para unos análisis más completos, véase Cordonnier, 2006; y Dallery y Van Treeck, 2008).

Hasta ahora, no hemos tenido en cuenta los efectos potencialmente expansivos del *capitalismo financierizado*. En particular, no hemos mencionado los efectos positivos del consumo de los capitalistas y del endeudamiento familiar sobre la demanda

agregada. Como es bien conocido, en términos contables, los beneficios macroeconómicos están dados por la siguiente expresión⁶:

$$\Pi = I + C_C - S_W \quad (8)$$

En esta fórmula I es la inversión, C_C el consumo de los capitalistas y S_W el ahorro de los trabajadores. Aunque el *capitalismo financierizado* muestra una presión sobre los gestores para frenar el ritmo de expan-

⁶ Visto desde el lado de la renta, el producto nacional es la suma de los salarios y de los beneficios ($Y = W + \Pi$). Desde el lado del gasto, el producto nacional es la suma del consumo de los trabajadores surgido de las rentas del trabajo, del consumo de los capitalistas procedente de los beneficios distribuidos, y de la inversión de los capitalistas ($Y = C_W + C_C + I$). Combinando estas dos expresiones se llega de forma inmediata a la ecuación (9).

sión de las empresas, también implica una creciente distribución de los beneficios (lo que de forma mecánica reduce el ahorro) y un crecientemente fácil acceso al crédito incluso para las familias con rentas bajas (lo que es una forma de aumentar el consumo a pesar del estancamiento de los salarios reales).

En la actual configuración del capitalismo, los accionistas parecen mostrar unas demandas de rentabilidad muy poco flexibles. Esperan que las empresas les proporcionen un determinado nivel de rentabilidad financiera⁷. Cuando la rentabilidad real no resulta satisfactoria, las empresas hacen uso del apalancamiento y distribuyen los dividendos y recompran sus propias acciones para satisfacer a los accionistas. En Dallery y Van Treeck (2008), hemos propuesto el siguiente proceso de ajuste como una descripción de las políticas financieras de las empresas en la financiarización:

$$\Delta s_f = -\delta_2 (r_{sf,-1} - r^*_{-1}), \quad (9)$$

donde s_f es la participación de los beneficios retenidos por las empresas y no distribuidos a los accionistas en forma de dividendos o de acciones procedentes de la autocartera.

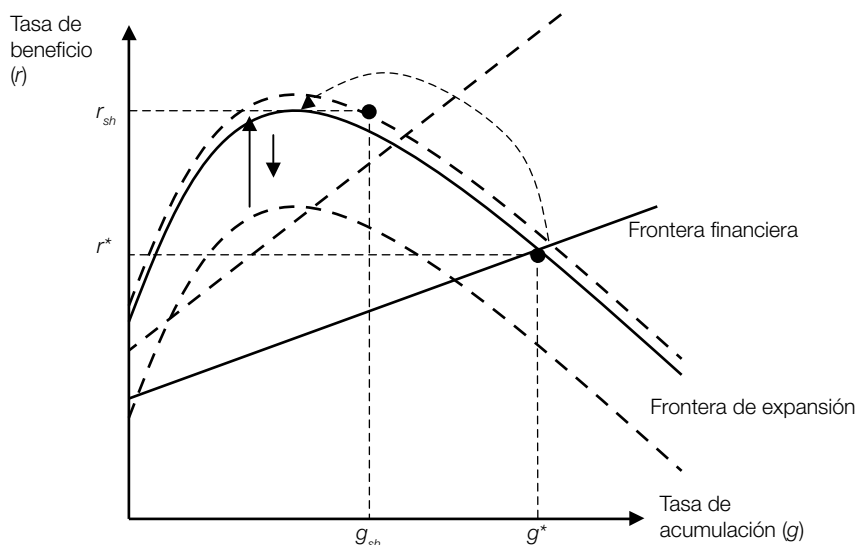
En el modelo macro desarrollado por Dallery y van Treeck (2008), la ecuación (8) sirve para sustituir el proceso de ajuste de la ecuación (7) y tomar en consideración el cambio de régimen del fordismo a la financiarización. Aquí, intentamos ilustrar gráficamente la lógica del capitalismo financiarizado mediante el gráfico n.º 5. En primer lugar, la contracción de la inversión causa un retroceso económico, al desplazarse

hacia abajo la frontera de expansión de la empresa representativa. Esto genera presiones sobre la voluntad de los gestores de satisfacer las demandas (macroeconómicas) de los accionistas. Pero, entonces, las empresas aumentan su endeudamiento para pagar a los accionistas su «carga» financiera, y son precisamente estos pagos financieros a los accionistas los que posibilitan una recuperación económica real merced al consumo de los dividendos distribuidos y de la mayor riqueza bursátil. En otras palabras, las medidas adoptadas para contener las presiones financieras microeconómicas (aumentando el apalancamiento para satisfacer las demandas financieras de los accionistas) llevan a resolver estas presiones a escala macroeconómica, aumentando la demanda agregada a través del consumo de los capitalistas con lo que la frontera de expansión se desplaza hacia arriba (gráfico n.º 5). Por supuesto, un elemento adicional, y quizás más importante, del crecimiento guiado por la deuda puede proceder del consumo de los trabajadores financiado por el crédito.

Nótese que en el sencillo ejemplo del gráfico n.º 5, la frontera financiera no es vinculante, aunque el ratio de apalancamiento de las empresas aumenta cuando las empresas aumentan el pago de dividendos y el reparto de la autocartera de acciones. Este proceso, sin embargo, puede estar limitado por lo que hemos denominado el conflicto accionista-acreedor: en un momento determinado, los bancos pueden encontrar que el balance de las empresas se ha vuelto demasiado frágil, revisando a la baja el objetivo de apalancamiento. Cuando esto ocurre, se frenará el proceso de ajuste propuesto en la ecuación (9) pudiendo desencadenar una crisis financiera.

⁷ El más famoso es el 15% de Return on Equity (ROE).

Gráfico n.º 5

La macroeconomía del capitalismo financiarizado

Fuente: Dallery y Van Treeck (2008).

4. CONCLUSIONES

En este trabajo, mantenemos que el peso de las finanzas en la economía, al regir los objetivos de las empresas a escala microeconómica, resulta clave para entender en términos históricos la evolución de los regímenes de crecimiento macroeconómico. Al reconsiderar la teoría postkeynesiana de la empresa, identificamos diferentes *stakeholders* dentro y fuera de la empresa, y valoramos sus objetivos potencialmente contrapuestos. Los diferentes regímenes de crecimiento macroeconómico se caracterizan por la prioridad otorgada a la realización de los objetivos formulados por el grupo dominante.

A diferencia del capitalismo gestionado, en donde los diferentes grupos de interés

conseguían reconciliar parcialmente sus objetivos en una especie de cooperación *ex-post*, el capitalismo financiarizado es definitivamente conflictivo en el sentido de que los accionistas son el único grupo de interés que gana en esta configuración institucional. Sus objetivos son satisfechos, pero esto hace que los otros grupos no alcancen sus propios objetivos (sobre todo los trabajadores). De aquí, que el precio a pagar sea muy alto: una creciente fragilidad financiera tanto para las empresas como para las familias. De hecho, este tipo de capitalismo es sostenible solamente en la medida en que los bancos están dispuestos a garantizar los préstamos, en primer lugar, a las empresas, para que de esta manera distribuyan beneficios y alimenten el consumo de los capitalistas, y, en segundo lugar, a

las familias que, debido a la moderación salarial, están atrapadas en una espiral de consumo basado en el endeudamiento. La realización de las expectativas de beneficios de las empresas (y la viabilidad del proceso de crecimiento) es así dependiente de la disposición de los bancos a conceder

préstamos (Cordonnier y Van de Velde, 2008; Dallery y Van Treeck, 2008). Como ha revelado la actual crisis económica y financiera, la dinámica guiada por la deuda antes descrita ha hecho que el capitalismo financiarizado sea extremadamente frágil y difícilmente sostenible.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGLIETTA, M. (1976): *Régulation et crises du capitalisme*, Paris, Ed. Odile Jacob.
- BHADURI, A. y MARGLIN, S. (1990): «Unemployment and the real wage: the economic basis for contesting political ideologies», *Cambridge Journal of Economics*, vol. 14, 4: 375-393.
- BOYER, R. (1990): *The Regulation School: A Critical Introduction*, Columbia University Press, New York.
- CORDONNIER, L. (2006): «Le Profit sans l'Accumulation: la Recette du Capitalisme Gouverné par la Finance», *Innovations, Cahiers d'économie de l'innovation*, 23: 79-108.
- CORDONNIER, L. y VAN DE VELDE, F. (2008): «Financial Claims and the Glass Ceiling of Profitability», trabajo presentado en el Workshop *Financialization: Post-Keynesian Approaches*, University of Lille 1.
- CROTTY, J. (1990): «Keynes on the Stages of Development of the Capitalist Economy: The Institutional Foundation of Keynes' Methodology», *Journal of Economic Issues*, 24(3): 761-780.
- DALLERY, T. (2008): «Post-Keynesian Theories of the Firm under Financialization», trabajo presentado en el Workshop *Financialization: Post-Keynesian Approaches*, University of Lille 1.
- DALLERY, T. y VAN TREECK, T. (2008): «Conflicting Claims and Equilibrium Macroeconomic Adjustment Processes in a Stock-Flow Consistent Macromodel», *IMK Working Paper*, 9: 31.
- DAVIDSON, P. (1996): «Reality and economic theory», *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 18, 4: 479-508.
- DUNN, S. (2001): «Uncertainty, strategic decision-making and the essence of modern corporation: extending Cowling and Sugden», *The Manchester School*, vol. 69, 1: 31-41.
- EICHNER, A. (1976): *Megacorp and Oligopoly: Micro Foundations of Macro Dynamics*, Cambridge University Press, Cambridge.
- EPSTEIN, G. (ed.) (2005): *Financialisation and the World Economy*, London, Edward Elgar.
- FAMA, E. F. (1980): Agency problems and the theory of the firm', *Journal of Political Economy*, vol. 88, 2: 288-307.
- GALBRAITH, J. K. (1967): *The New Industrial State*. Harmondsworth, Pelican Book, Middlesex.
- HEIN, E. (2006): «Interest, Debt and Capital Accumulation - a Kaleckian Approach.» *International Review of Applied Economics*, 20: 337-352.
- JENSEN, M. C. y MECKLING, W. H. (1976): «Theory of firm – Managerial behavior, agency costs and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 4: 305-60.
- KALECKI, M. (1954, [1965]): *Theory of Economic Dynamics: An Essay on Cyclical and Long-Run Changes in Capitalist Economy*, Monthly Review Press, New York.
- KEYNES, J.M. (1930): *A Treatise on Money*, two volumes, Macmillan, London.
- (1936 [1997]): *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Prometheus Books, New York.
- KNIGHT, F. (1921 [1965]): *Risk, Uncertainty and Profit*, Boston, Harper and Row, N.Y.
- LAVOIE, M. (1992): *Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis*, Edward Elgar, Aldershot.
- (1995): «The Kaleckian Model of Growth and Distribution and its neo-Ricardian and neo-Marxian Critiques.» *Cambridge Journal of Economics*: 19 (6): 789-818.
- (2002): «The Kaleckian Growth Model with Target Return Pricing and Conflict Inflation.» En Setterfield, M. (ed.): *The Economics of Demand-Led Growth*, Edward Elgar, Cheltenham: 172-188.
- (2003): «Kaleckian Effective Demand and Sraffian Normal Prices: Towards a Reconciliation', *Review of Political Economy*, 15 (1): 53-74.
- MARGLIN, S. y SCHOR, J. (eds) (1990): *The Golden Age of Capitalism*, Clarendon Press, Oxford.
- MARRIS, R. (1964): *The Economic Theory of 'Managerial' Capitalism*, The Free Press of Glencoe, New York.
- MINSKY, H.P. (1986 [2008]): *Stabilizing an unstable economy*, McGraw-Hill Professional, New York.
- MISSAGLIA, M. (2007): «Demand Policies for Long-run Growth: Being Keynesian Both in the Short Run and in the Long Run?» *Metroeconomica*, 58 (1): 74-94.
- OECD (1998): «Shareholder value and the market in corporate control in OECD countries», *Financial Market Trends*, vol. 69: 15-38.
- STEINDL, J. (1952): *Maturity and Stagnation in American Capitalism*, Basil Blackwell, Oxford.
- STOCKHAMMER, E. (2005-6): «Shareholder value orientation and the investment-profit puzzle», *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 28, 2: 193-215.

TAYLOR, L. (2004): *Reconstructing Macroeconomics. Structuralist Proposals and Critiques of the Mainstream*, Harvard University Press, London.

VAN TREECK, T. (2009): «A Synthetic, Stock-Flow Consistent Macroeconomic Model of Financiali-

sation», *Cambridge Journal of Economics*, próxima publicación.

WOOD, A. (1975): *A Theory of Profits*, Cambridge University Press, Cambridge.

La reforma del sistema financiero internacional: las cuestiones núcleo-periferia y el patrón dólar

El patrón dólar flotante estaba basado en una búsqueda agresiva de la liberalización de los mercados financieros y en la integración asimétrica de los países periféricos en el sistema financiero internacional. El mecanismo de generación de liquidez internacional fue apuntalado por el apoyo coordinado de la liberalización comercial y financiera de los países en vías de desarrollo debido al interés por preservar la hegemonía del dólar. Esto ha permitido exportar la fragilidad financiera a la periferia durante dos décadas y media de déficit creciente de la balanza de pagos por cuenta corriente de EE.UU., a la vez que se confería mayor elasticidad al mecanismo de ajuste del centro. Los debates y negociaciones acerca de la modernización global de la arquitectura financiera internacional en la estela de la crisis actual necesitan tener en cuenta los asuntos centro-periferia.

Dolar flotatzailearen eredua finantza-merkatuen liberalizazioaren bilaketa oldarkorreetan eta inguruko herrialdeak nazioarteko finantza-sisteman modu asimetrikoan sartzean zegoen oinarrituta. Nazioarteko likidezia sortzeko mekanismoa garapen-bidean dauden herrialdeetako merkataritza- eta finantza-liberalizazioaren babes koordinatuarekin zurkaiztu zen, dolarraren nagusitasuna babestu nahi zelako. Horri esker, finantza-hauskortasuna kanpoaldera esportatu ahal izan da AEBetako kontu korronteagatiko ordainketa-balantzak gero eta defizit handiagoa izan duen bi hamarkada eta erdiko al-dian; gainera, aldi berean, malgutasun handiagoa eman zaio erdialdea doitzeko mekanismoari. Nazioarteko finantza-arkitekturaren modernizazio orokorrari buruzko eztabaida eta negoziazioek, gaur egungo krisiaren arrastoarekin, erdialdeko eta inguruko gaiak izan behar dituzte kontuan.

The floating dollar standard was rooted in the aggressive pursuit of liberalized financial markets and the asymmetric integration of countries in the periphery into the international financial system. The mechanism of generating international liquidity was buttressed by the concerted advocacy of trade and financial liberalization of developing countries in the interests of preserving dollar dominance. This had enabled fragility to be exported to the periphery through two and a half decades of growing US deficits, while at the same time imparting greater elasticity to the adjustment mechanisms in the core. The debates and negotiations around refashioning the global financial architecture in the wake of the current global crisis need to take these core –periphery issues into account.

ÍNDICE

1. Introducción
 2. Las contradicciones del patrón dólar flotante
 3. Los mercados emergentes y la crisis financiera global
 4. Lecciones para la reforma del sistema financiero internacional
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: crisis financiera, financiarización, flujos privados de capital, reforma monetaria internacional.

Keywords: financial crisis, financialization, private capital flows, international monetary reform.

N.º de clasificación JEL: F02, F32, E44.

1. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera que se ha trasladado a la economía global ha dejado al descubierto las contradicciones del sistema financiero internacional, en el cual la liquidez se genera a través del crecimiento de la deuda del país de la divisa de referencia, el patrón dólar flotante. Al mismo tiempo se ha reabierto el debate de la reforma de la arquitectura del Fondo Monetario Internacional y la posibilidad de una nueva negociación del tipo Bretton Woods.

La sombra de la Gran Depresión, de las guerras comerciales y de la volatilidad de los flujos de capital en el período de entreguerras dio forma al nuevo sistema financiero internacional que se forjó tras la Segunda Guerra Mundial y las negociaciones de Bretton Woods. Igualmente la respuesta de Estados Unidos a la crisis *estanflacionaria* de los setenta allanó el camino hacia «el patrón dólar flotante» después de que el sistema Bretton Woods fuera desmantela-

do. La crisis actual se produce, una vez más, en un momento en el cual el sistema monetario internacional se está enfrentando a la disyuntiva de acometer cambios profundos, y más en concreto se ha planteado la perspectiva del final del patrón dólar flotante. La cuestión esencial es cuáles deberían ser las bases del nuevo orden financiero erigido sobre los escombros de la crisis actual. ¿Proporciona la Historia alguna lección para establecer una solución que abrigue la consecución de estabilidad y desarrollo?

En este artículo argumentaré que el patrón dólar flotante arraigó en la búsqueda agresiva de liberalización de los mercados financieros y la integración asimétrica de países periféricos en el sistema financiero internacional. El mecanismo de generación de liquidez financiera fue apuntalado por el apoyo coordinado de la liberalización de los mercados y la liberalización financiera de los países en desarrollo en el interés por conservar el dominio del dólar. Esto ha per-

mitido exportar la fragilidad a la periferia durante dos décadas y media a través de los crecientes déficits de Estados Unidos, confiriendo al mismo tiempo una mayor elasticidad al mecanismo de ajuste en el centro.

Los debates académicos y las negociaciones políticas sobre la modernización de la arquitectura financiera internacional, en este despertar de la crisis financiera, deben tener en cuenta los aspectos relativos al centro-periferia. Más aún, la coyuntura actual ofrece una oportunidad de reestructuración del mecanismo de pagos internacionales para que los países en desarrollo tengan una mayor posibilidad de influir en la modernización de dicho sistema de tal manera que propicie proyectos independientes de desarrollo.

La siguiente sección explora los mecanismos subyacentes en el patrón dólar flotante y hace hincapié en sus contradicciones básicas. Posteriormente se presenta una visión general sobre el impacto de la implosión del sistema financiero sobre los mercados emergentes. Finalmente se esbozan algunas lecciones acerca de la agenda de la reforma de la arquitectura del sistema financiero internacional.

2. LAS CONTRADICCIONES DEL PATRÓN DÓLAR FLOTANTE

Bajo el patrón dólar flotante Estados Unidos ha estado actuando como el banquero del mundo. El mecanismo de intermediación financiera depende, sin embargo, de un patrón triangular de ajuste con la periferia que permita a Estados Unidos tomar prestado de países con superávit como China y repercutir el problema de los *shocks* de ajuste deflacionarios a los países

deudores de la periferia (Vasudevan 2008, 2010).

En este papel de intermediario financiero global, Estados Unidos ha estado suministrando una enorme liquidez al sistema monetario internacional. Kindleberger (1981, 1996) y Desprez *et al.* (2000) han argumentado que el coste de la provisión de este «bien público internacional» es soportado por el prestamista de último recurso —la fuente compensatoria de flujos de capital anticíclicos—. Un aspecto de este coste podría ser la pérdida de competitividad internacional y el surgimiento del déficit comercial. Estos déficits crecientes no necesitan provocar ajustes deflacionarios en el país hegemónico, con los consiguientes efectos de espiral en otros países del centro. La evolución histórica del patrón dólar flotante ha permitido a Estados Unidos generar liquidez trasladando el problema del ajuste a los países periféricos en vías de desarrollo (Vasudevan, 2008, 2010).

Esto incluye a los países con superávit de la periferia (que no compiten con el dólar como moneda internacional) cuya estrategia de crecimiento basado en las exportaciones es acorde totalmente con el apetito importador de la economía americana. Las nuevas economías industrializadas de Asia (en particular China, Corea, Singapur y Taiwán) han anclado su moneda al dólar, y están financiando el enorme déficit americano por medio de la intervención activa. El riesgo del tipo de cambio plantea la necesidad de utilizar el dólar en el comercio internacional y en los flujos financieros. El dilema de la «virtud conflictiva» conduce a los bancos centrales de estas economías a continuas intervenciones para comprar dólares con el fin de prevenir apreciaciones no deseadas de su moneda (McKinnon, 2005). Esta es la base de lo que se ha criticado

como el «renacer de los acuerdos de Bretton Woods» (Dooley *et al.*, 2004). Este enfoque se fundamenta en el impacto de la selección de cartera de los bancos centrales de los países periféricos en la financiación del creciente déficit corriente de la economía norteamericana.

Sin embargo, el mecanismo de ajuste del sistema monetario internacional basado en el patrón dólar flotante no puede ser explicado sobre la base de las tenencias de reservas oficiales. Las transacciones financieras privadas han desempeñado, y continúan desempeñando, un papel significativo en la financiación del déficit americano y su posición de endeudamiento neto (d'Arista, 2004). Los países deudores de la periferia están condenados por el «pecado original», por la incapacidad de un país de tomar prestado en el exterior en su propia moneda, a sufrir las presiones deflacionarias y crisis cambiarias con la reversión de flujos de capital en el final del *boom* (Eichengreen, Hausmann y Panizza, 2003 a, 2003b). Así, los países deudores de la periferia están en distinta posición estructural respecto a los mecanismos de intermediación financiera que generan la liquidez internacional. En un marco consistente *stock-flujo* se puede demostrar que una insuficiente financiación del déficit americano por parte del país acreedor (a través de la acumulación de reservas) generaría un exceso de demanda de activos de los países deudores originando una oleada de flujos privados de capital hacia estos mercados emergentes.

De hecho, los flujos privados de capital hacia Estados Unidos y hacia los mercados emergentes tienen desde los años setenta un comportamiento general anticíclico (Vasudevan, 2009). El repentino aumento de flujos de los setenta hacia América Latina coincidió con una salida neta desde Esta-

dos Unidos. Esta oleada de flujos finalizó con la crisis de endeudamiento de 1982, en la cual hubo una entrada neta de capital a Estados Unidos. La siguiente oleada de flujos privados hacia los países en vías de desarrollo despegó tras 1989, y continuó hasta la crisis asiática de 1997. El capital privado que había estado saliendo de Estados Unidos durante la oleada anterior regresa a los mercados americanos. Estados Unidos ha sido capaz de financiar su déficit corriente creciente generando entradas de capital de una forma cíclica. La fase inicial de exceso de demanda para los mercados emergentes alimenta una burbuja cuyo derrumbe precipita un desplazamiento de activos definidos en la divisa interior hacia aquellos definidos en dólares. La huida de capital de estos países ayuda a contener los ataques especulativos contra el dólar, desempeñando el papel de válvula de seguridad para el patrón dólar flotante. De hecho, el periodo post Bretton Woods ha estado marcado no sólo por una creciente frecuencia en las crisis financieras, sino también por una mayor incidencia proporcional de dichas crisis en los mercados emergentes del Sur (Vasudevan, 2009).

Estados Unidos se halla en la cúspide de un modelo triangular de pagos en el que toma capitales prestados de países excedentarios como Japón y China y posteriormente los recicla hacia los mercados emergentes periféricos de Latinoamérica y en el Sudeste Asiático (Vasudevan, 2009, 2010). La abundancia de flujos de capital privados y la posición privilegiada de los amplios y líquidos mercados financieros americanos en el núcleo del sistema financiero internacional han apuntalado internacionalmente el papel del dólar. La integración asimétrica de los países de la periferia en el sistema financiero global proporciona un mecanismo

pivote de ajuste y ayuda a sostener los crecientes desequilibrios que caracterizan la actual economía internacional. El Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM) han desempeñado un papel decisivo empujando con sus programas condicionados de ayuda a la integración financiera de los países en desarrollo.

Sin embargo, los mecanismos se han asentado en la creciente «financiarización» y resurgimiento del «capital financiero» (Dumenil y Levy, 2004). El modelo de intermediación financiera ha generado una creciente fragilidad conforme Estados Unidos se ha transformado no simplemente en un «capitalista arriesgado» (Gourinchas y Rey, 2005) sino que de facto ha seguido un esquema Ponzi global. En vez de posibilitar un mecanismo de ajuste que repare los crecientes desequilibrios creados por los déficit americanos, este incremento de necesidades financieras está agravando estos desequilibrios.

Estos desequilibrios han crecido hasta el punto de que si bien en 1995 Estados Unidos absorbía el 34% del las importaciones globales de capital, actualmente absorbe el 65%. El gasto en consumo ha alimentado la demanda global de exportaciones. Los países en vías de desarrollo han comenzado a proveer una porción cada vez mayor de la demanda de bienes y manufacturas y han comenzado a acumular superávits por cuenta corriente desde el año 2000; año en el cual financiaron alrededor del 20% del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos, para alcanzar en 2007 el record del 75%.

Tres aspectos caracterizan el camino hacia la crisis en el contexto de los bloques regionales de América Latina y Sudeste Asiático.

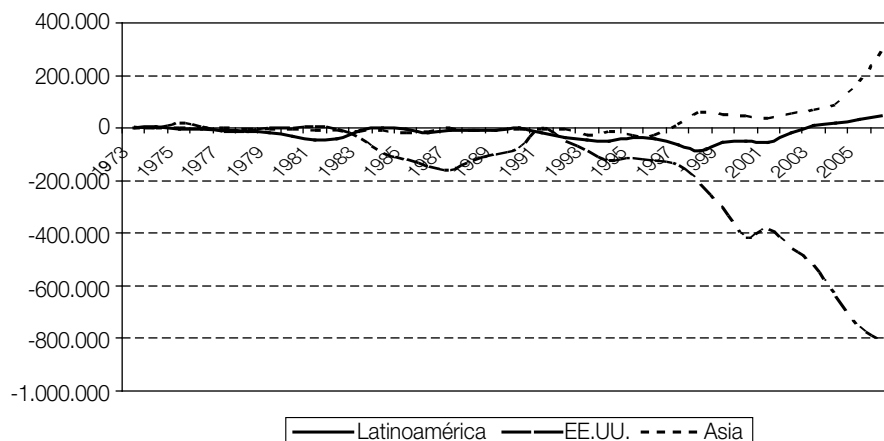
1. El Este y Sudeste Asiático y América Latina, han pasado de ser países con

déficit por cuenta corriente en los ochenta y noventa a tener superávit crecientes desde 2000 (gráfico n.º 1). Conjuntamente ambas regiones aglutinan el 40% del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos.

2. Ambas regiones han supeditado cada vez más sus economías al comercio internacional. La participación del comercio (exportaciones e importaciones) en el PIB ha crecido significativamente en ambas regiones. En Asia la participación del comercio pasó del 23% en 1982 al 52% en 2006. Por su parte, en América Latina creció durante el mismo periodo del 18% al 34% (gráfico n.º 2). El *boom* de las materias primas de los pasados cinco años y el apetito de Estados Unidos de bienes de consumo baratos impulsaron el desarrollo de estrategias de crecimiento basado en la exportación. Estas regiones han estado también acumulando reservas como consecuencia de una estrategia de crecimiento basada en la exportación y como respuesta a la experiencia de crisis asiática. Las reservas en Asia crecieron del 8% al 36% del PIB entre 1982 y 2006, y en América Latina del 5% al 11% del PIB (gráfico n.º 2). En efecto, los flujos de recursos se estaban moviendo desde los países en vías de desarrollo hacia el centro desarrollado. Las reservas proporcionaron un mayor colchón para enfrentarse a la fuga de capital avivada por la crisis financiera, pero al mismo tiempo la dependencia comercial de sus economías hace que estas regiones sean muy susceptibles a las condiciones del mercado de sus exportaciones.

Gráfico n.º 1

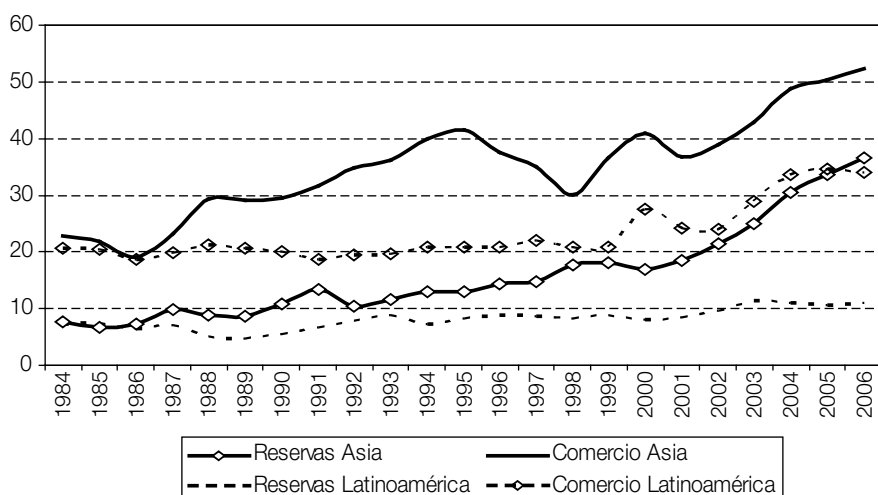
Balanzas por cuenta corriente
(en millones de dólares)



Fuente: GDF online.

Gráfico n.º 2

Comercio y tenencia de reservas de Asia y Latinoamérica
(en % del PIB)



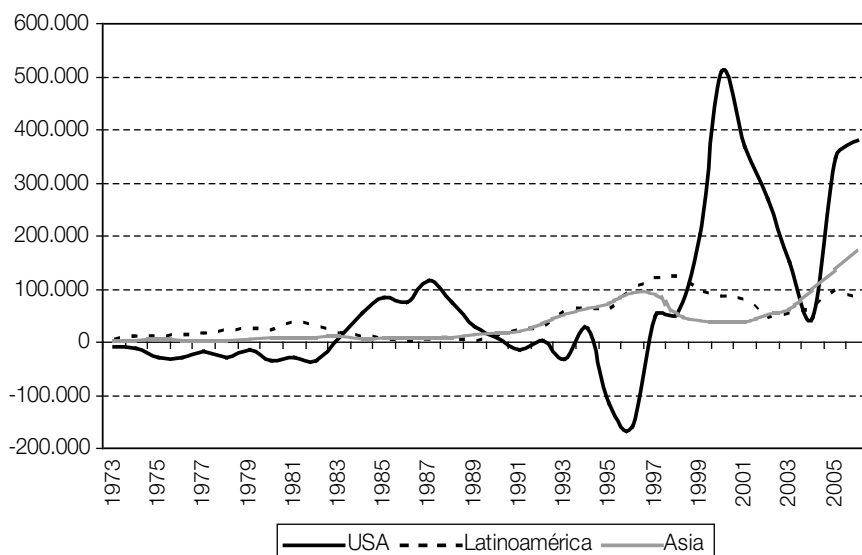
Fuente: GDF online.

- Las fases previas de entradas de capitales hacia las regiones mencionadas —la primera en América Latina entre 1973-1982 y la segunda tanto a América Latina como a Asia entre 1989-1997— estuvieron marcadas por una afluencia de capital privado desde Estados Unidos. La oleada de flujos de capitales privados hacia América Latina y Asia después de 2002 no muestra este comportamiento anticíclico, debido a que en este mismo período también aumentaron los flujos hacia Estados Unidos (gráfico n.º 3). Esto sugiere que no estaba actuando un mecanismo fundamental de sostenimiento del patrón dólar. Tras la explosión de la burbuja finan-

ciera en 2002, los flujos financieros especulativos no alimentaron las burbujas en los mercados emergentes, sino que fueron reconducidos a los mercados financieros en Estados Unidos, lo que Reinhardt y Rogoff (2008) caracterizaron como una economía en desarrollo que existe dentro de las propias fronteras de Estados Unidos. Esto incluía el mercado de las hipotecas *subprime*, las cuales se dirigieron a los prestatarios más pobres y menos solventes de Estados Unidos.

Esto sugiere que el colapso del mercado *subprime* refleja unos mecanismos análogos a los que desembocaron en la crisis de deuda de los ochenta y la catástrofe asiáti-

Gráfico n.º 3
Flujos privados de capital anticíclicos
(en millones de dólares)



Fuente: GDF online.

ca de los noventa (Vasudevan, 2009). Conforme los mercados de hipotecas *subprimes* comenzaron a caer, los flujos netos de capital privados hacia Estados Unidos disminuyeron en torno al 38%, de 380.000 millones de dólares en 2006 a 233.000 millones en 2008, lo que originó una profunda depreciación del dólar.

La crisis refleja las contradicciones de los mecanismos que han sostenido el patrón dólar flotante, especialmente que la creciente fragilidad engendrada por el proceso de financiarización descontrolada ha llegado finalmente al centro financiero: los mercados de Estados Unidos. Paradójicamente, la implosión del sistema financiero marcada por la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 suscitó una huida hacia la seguridad que estimulaba la demanda de fondos líquidos y seguros del Tesoro americano. Esta repentina sed de dólares pone de relieve su papel de «moneda internacional», precisamente en el momento en que el mecanismo que preservaba la supremacía del dólar había comenzado a caer. A medida que el efecto contagioso de la crisis en el mercado de hipotecas *subprime* comenzó a expandirse por el sistema financiero, la crisis, que inicialmente parecía limitarse al núcleo de los países capitalistas desarrollados, empezó a engullir a los países en vías de desarrollo. Aunque los mercados emergentes estaban relativamente menos expuestos también, estaban profundamente implicados en el sistema financiero internacional del patrón dólar flotante. A medida que la crisis se iba extendiendo por Estados Unidos y Europa y el comercio internacional se contraía, los países superavitarios de la periferia vieron mermadas sus reservas, mientras que los países deficitarios se enfrentaban a la reversión de los flujos de capital.

3. LOS MERCADOS EMERGENTES Y LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL

Incluso mientras el capital salía de Estados Unidos en el inicio de la crisis del sistema bancario, en la sombra, los flujos de capital hacia los mercados emergentes continuaban creciendo y los flujos hacia los países en vías de desarrollo subieron en torno al 40% respecto a los niveles de 2006. Pero el redimensionamiento del sistema financiero tras septiembre de 2008 desvaneció cualquier ilusión de que los mercados emergentes se desacoplaran de los países capitalistas desarrollados. La fuga hacia la seguridad (y el dólar) condujo a la huida de capitales de los países emergentes. Los inversores extranjeros que habían continuado accediendo masivamente a los mercados emergentes hasta 2007, se volvieron aversos al riesgo y buscaron la seguridad del dólar. El endurecimiento del crédito también forzó a los inversores de Estados Unidos (y Europa) a retomar posiciones en los mercados emergentes y a repatriar los fondos a sus mercados interiores. El *Institute for International Finance* (2009) estima que los flujos financieros netos hacia los mercados emergentes se vieron reducidos a 467.000 millones de dólares en 2008, la mitad de lo que fueron en 2007. Se pronostica una caída aún mayor de hasta 165.000 millones de dólares para 2009. La huida de capital provocó la crisis de sus respectivas monedas en países como Islandia, Hungría y Corea.

Islandia, cuya exposición a los mercados de hipotecas *subprime* fue mínima, fue uno de los primeros países en enfrentarse a la reversión de los flujos de capitales. Islandia ha apoyado el espectacular crecimiento de su sistema bancario en la liberalización y la desregulación. Los activos del sistema ban-

cario crecieron del 96% del PIB en 2000 al 800% del PIB en 2006. La mayoría de los ingresos bancarios se originaban fuera de Islandia. De los tres grandes bancos que dominaban el sistema bancario (Kaupthing, Landsbanki y Glitnir) la mitad de los activos de Landsbanki y dos tercios de los de Glitnir y Kaupthing estaban localizados fuera de Islandia. Dado que aproximadamente el 80% de los activos y el 85% de las obligaciones estaban denominados en moneda extranjera y que dos tercios de sus fondos procedían principalmente de los mercados internacionales, al sector le había llegado el momento de la crisis. El déficit por cuenta corriente (16% del PIB en 2007) y la significativa posición inversora internacional neta (sobre el 120% del PIB) agravaron la debilidad del país (Baldursson y Portes, 2007; Buitier y Sibert 2008). El efecto dominó de la crisis crediticia devastó el sistema bancario islandés, empujando a la economía al borde del colapso cuando la corona islandesa se desplomó.

Europa del Este también era vulnerable. Mientras que la región en su conjunto presentaba un déficit por cuenta corriente que ascendía a alrededor del 7% del PIB, este déficit ascendía al 21% del PIB en Letonia en el año 2006, y en torno al 10-16% en otros países del Báltico tales como Bulgaria y Rumania. La tenencia de reservas de la región había estado alrededor del 2% del PIB durante los pasados años (gráfico n.º 4). La región también había registrado una importante entrada de capital, que en 2006 pasó del 5% al 9% del PIB conforme estas economías en transición despejaban. Los países del Báltico (Estonia, Letonia y Lituania) tenían sobre el 67% de sus préstamos basados en moneda extranjera, mientras que en los países de Europa Central (República Checa, Hungría, Polonia y Eslovaquia) dicho

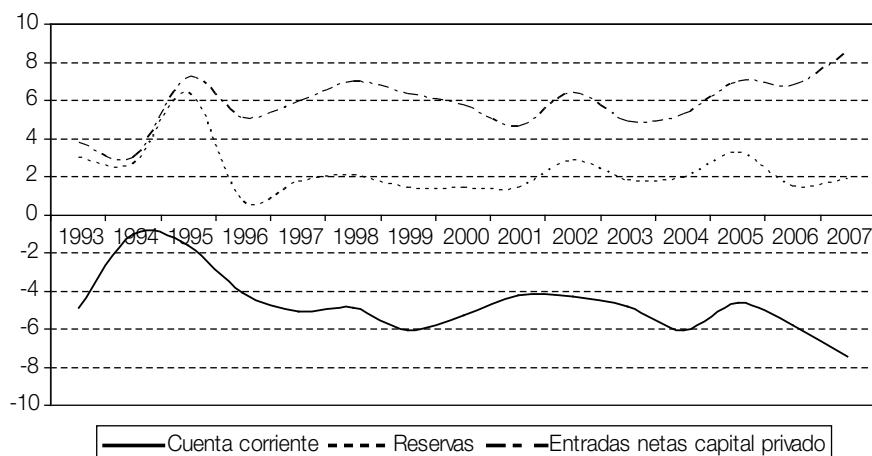
porcentaje ascendía al 29% y en Europa del Este (Bulgaria, Croacia, Malta, Rumania y Turquía) al 39% (FMI, 2007). En comparación con América Latina (con un 18% de los préstamos en moneda extranjera) la región era vulnerable a los grandes movimientos de capital y a la crisis monetaria. Los indicadores de la deuda para la región constituían otra señal de alerta. Para 2006 los ratios de deuda respecto a los ingresos procedentes de las exportaciones (96% del PIB) y de deuda respecto a PIB (40%) habían sobrepasado los correspondientes a Asia e incluso a América Latina (gráfico n.º 5).

Europa del Este estaba en la clásica posición deudora de mercado emergente, esto es, una válvula de seguridad para el patrón dólar flotante. Al mismo tiempo se han señalado semejanzas entre la crisis que se ha extendido en la región y la crisis asiática de 1997. Sin embargo, en comparación con América Latina y Asia, la región está más relacionada con la Unión Europea. Mientras la participación de la deuda denominada en dólares es aún mayor que la deuda en euros, la segunda es comparativamente mayor que la que tienen Asia y América Latina (gráfico n.º 6). En 2003 el porcentaje de la deuda a largo plazo denominada en dólares para la Europa emergente (49%) era mucho menor que para el conjunto de los países en desarrollo (62%), mientras que la porción de la deuda en euros para la región (39%) era mayor que en los países en vías de desarrollo (18%).

La crisis ha suscitado que se hable del euro como una forma de proteger las economías de esta zona. Esto no implica que se refuerce la oportunidad del euro para fortalecer su posición de dominio frente al dólar. La Unión Europea, que hizo frente a la recesión y a la presión de ceder vínculos de soberanía divergentes, inicialmente frenó

Gráfico n.º 4

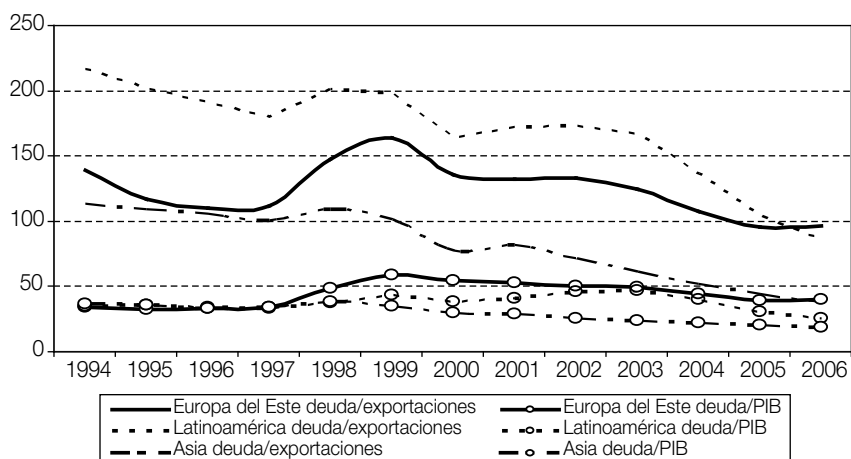
Balanzas por cuenta corriente, reservas y entradas de capital privado de Europa del Este
(% PIB)



Fuente: WEO database.

Gráfico n.º 5

Deuda externa de América Latina, Asia y Europa del Este
(% PIB)



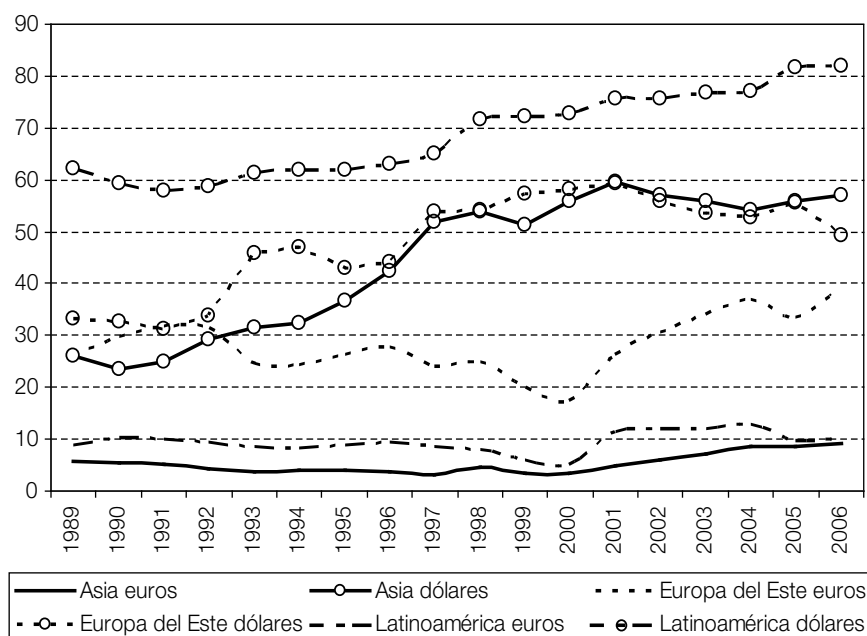
Fuente: GDF online.

la prolongación de ayuda a Europa del Este. Conforme la crisis se agudizaba, amenazando a los bancos expuestos de Europa del Oeste, la Unión Europea, en coordina-

ción con el Fondo Monetario Internacional, acordó finalmente duplicar la disposición de fondos de rescate para países no pertenecientes al sistema euro.

Gráfico n.º 6

Composición por moneda de las reservas



Fuente: COFER.

Así, países como Islandia, Hungría, Ucrania, Paquistán, Rumania, Bielorrusia, Letonia y Serbia tuvieron que pedir ayuda al Fondo Monetario Internacional (FMI), quien hasta el momento no había desempeñado ningún papel significativo de respuesta a la crisis. Además, Turquía, Estonia y Lituania también habían estado renegociando préstamos. Para febrero de 2009 el FMI había otorgado a los citados países 55.000 millones de dólares en ayudas condicionadas al

habitual paquete de contención fiscal y austeridad monetaria que implica la congelación salarial de los funcionarios, las pensiones y otras transferencias sociales aparentemente tendentes a mejorar las finanzas públicas y a atraer a la inversión extranjera. Por otra parte, Rumania consiguió en torno a 26,9 miles de millones en contrapartida a los severos recortes en el gasto público y en los salarios; Letonia tuvo que recortar su déficit fiscal del 12% al 5% como contra-

partida de un rescate por importe de 2.400 millones de dólares procedente del FMI. El préstamo de emergencia de 16.500 millones de dólares a Ucrania impuso la condición vinculante de un presupuesto público equilibrado. La segunda fase de la ayuda se ha pospuesto a causa de las mencionadas condiciones y por la resistencia de Ucrania a la petición del FMI de revocar la tasa adicional del 13% sobre las importaciones «no esenciales» que el gobierno ucraniano ha instaurado recientemente.

La expansión de la crisis no dejó indemnes a los países superavitarios de Asia y América Latina. Sus economías estaban orientadas hacia la exportación y no fueron inmunes a los flujos especulativos de capital. El estallido del boom de las materias primas (tras el *hundimiento* de Lehman) y el aumento de las tensiones recesivas en Estados Unidos y en la Unión Europea tuvieron un impacto directo en los excedentes de la balanza por cuenta corriente debido a las exportaciones de materias primas y manufacturas de los países en vías de desarrollo. Por ejemplo, las reservas acumuladas de Rusia cayeron el 19% (a 485.000 millones) en las 12 semanas a partir del 12 de octubre, y bajaron hasta 427.000 millones en enero de 2009; Corea, Singapur y México vieron minadas sus reservas; y China se ha enfrentado a una brusca caída en sus ganancias provenientes de sus exportaciones. Por su parte, Estados Unidos extendió sus facilidades de intercambio a estos países hasta los 30.000 millones de dólares.

El FMI también anunció (en noviembre de 2008) nuevas líneas de liquidez a corto plazo mediante préstamos sin condiciones de hasta el doble de las cuotas de tres meses que se darían a los países considerados «buenos actores» que afrontan déficit temporales de

liquidez. Para tener acceso a dicha calificación, una nación debería tener: una baja inflación, niveles moderados de deuda pública, pequeños déficit por cuenta corriente y sólidas finanzas públicas. El «cambio» para estos países «positivamente calificados» (especialmente aquellos de Asia y Latinoamérica que habían padecido el estigma y las rigurosas condiciones asociadas con los préstamos del FMI en el pasado) se evidencia por el hecho de que esta especial facilidad de liquidez no tuvo tomadores.

Recientemente el FMI (marzo 2009) renombró a esta facilidad con el término de «Línea Flexible de Crédito», extendiendo el periodo de préstamo a un año y eliminando los límites sobre la cantidad que puede tomarse prestada. Este cambio tiene la dificultad del uso de criterios de «calificación» predeterminados (con reservas *ex ante*) en vez de las tradicionales condiciones (*ex post*) como fundamento para permitir a los países el acceso a la «nueva línea de crédito flexible». La clave del proceso de calificación es conseguir que el país tenga sólidos cimientos económicos y entornos institucionales rigurosos así como buenos antecedentes en sus indicadores económicos. Sin embargo, las crecientes tensiones en Europa del Este han incitado al FMI a duplicar los límites de crédito para economías con cimientos más débiles. Aunque se reafirme la necesidad de llevar a cabo reformas estructurales como parte integral de los programas de apoyo financiero, ahora, más que a través del uso de criterios de comportamiento estructural, y en un contexto de revisión de dichos programas, se vigilará la puesta en marcha de políticas estructurales.

La revisión consiste en un marco de acceso al crédito que tiene dos niveles, con conceptos y condiciones dispares. Los

«préstamos incondicionados» son el objetivo de los «actores económicos fuertes» como México, Perú, Chile, Brasil, Singapur, Corea del Sur y Taiwán. El hecho de que los criterios relevantes para acceder a la «calificación» citada incluyan una posición en la cuenta de capital dominada por flujos privados y un antecedente de acceso soberano estable a los mercados de capital en términos favorables, sugiere que el paradigma neoliberal básico, responsable de la asimilación asimétrica de estos países en el sistema financiero internacional, no está siendo realmente analizado con el resurgimiento de la crisis. La relajación de las condiciones para el grupo de países que satisface este criterio neoliberal con sólidos fundamentos es reflejo de un reconocimiento de su cambio de estatus. Seguirá imponiéndose las condiciones sobre los países que no satisfacen este criterio neoliberal y el avance en la puesta en marcha de «medidas estructurales» aún sigue siendo básico para continuar con el programa.

El cambio en el panorama geopolítico incide cada vez más en la obligación de llevar a las economías emergentes más fuertes hacia la estructura de gobernanza. A medida que el modelo anglosajón de capitalismo financiero está cayendo en descrédito, los líderes políticos de los países en vías de desarrollo han adquirido la posibilidad de negociar una reestructuración más democrática del sistema financiero internacional. El FMI se ha visto obstaculizado para desempeñar un mayor protagonismo en la crisis actual por sus limitados recursos y, como parte de su revisión, está tratando activamente de duplicar sus recursos hasta 500.000 millones de dólares aproximadamente con contribuciones adicionales de la Unión Europea, Estados Unidos y Japón.

Esta expansión de los recursos dependería fundamentalmente de las contribuciones de China y Rusia. Este imperativo ha abierto el debate sobre la estructura del FMI, en particular la concentración del derecho de voto en Europa y Estados Unidos. Si China y Rusia van a contribuir con un mayor volumen de recursos cabe esperar que su poder de voto en el FMI sea también mayor. En cierto sentido China está anclada en la tenencia de dólares por un «equilibrio de terror financiero», la venta de su enorme reserva de dólares precipitaría el crash del dólar y el colapso de sus activos basados en el dólar. Sin embargo, la creciente carga financiera de la Reserva Federal y la acumulación de facturas del Gobierno como consecuencia de los esfuerzos que han implicado los rescates financieros, amenazan con minar este difícil equilibrio. El Gobernador del Banco Popular de China (PBC), Zhou Xiaochuan (2009) en un discurso muy divulgado señalaba la urgente necesidad de una moneda de reserva internacional desconectada de las naciones individuales, que eliminaría el riesgo inherente a una moneda nacional soberana basada en el crédito, y que además posibilitaría gestionar la liquidez global.

Por otra parte, el panel de expertos de las Naciones Unidas sobre la reforma del FMI (Naciones Unidas, 2009) reconoce que la crisis actual se ha visto fomentada por un defectuoso conocimiento del funcionamiento de los mercados. Este conocimiento imperfecto contribuyó al movimiento hacia la desregulación financiera y es la base del paquete de reformas estructurales que propugna el FMI. Este panel incide en las asimetrías de las políticas económicas globales los países desarrollados llevan a cabo políticas anticíclicas, mientras que la mayoría de los países en vías de desarrollo son

animadas o inducidas a llevar a cabo políticas pro-cíclicas (Naciones Unidas, 2009).

Más allá de la revisión de los mecanismos de control y regulación, el panel de las Naciones Unidas también puso encima de la mesa la propuesta de una nueva reserva global basada en un SDR (Derechos Especiales de Giro: Special Drawing Right) expandido, con emisiones regulares o cíclicamente ajustadas y calibradas al volumen de reservas acumuladas, como medio de hacer frente a las contradicciones de un sistema de reserva basado en una única moneda, que promueve los crecientes desequilibrios globales. La propuesta del panel de Naciones Unidas y la de la presidencia del PBC estaba basada en la experiencia del Plan de Keynes –la propuesta que Keynes presentó durante las negociaciones de Bretton Woods–. La espiral deflacionista y el colapso del comercio multilateral y de los flujos de capital posteriores a la crisis guardan semejanza con la crisis del periodo de entreguerras que impulsó las mencionadas negociaciones. Asimismo son relevantes los debates de los sesenta y setenta cuando colapsó el Sistema Bretton Woods.

4. LECCIONES PARA LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

Keynes (1980) sostenía que el patrón oro no era un sistema auto-ajustable. Estaba viciado por un sesgo deflacionario intrínseco que surgía del hecho de que mientras el ajuste era voluntario para el país acreedor o superavitario, era obligatorio para el país deudor o deficitario. Más aún, sostenía que un país deficitario era generalmente pequeño y débil en relación al resto del mundo, de forma que los impactos adver-

sos del ajuste deflacionario eran mayores. La solución a este sesgo deflacionario del mecanismo de ajuste internacional descansaba en encontrar un medio para que los países acreedores tomaran la iniciativa y soportaran parcialmente la carga del ajuste. Su propuesta de crear una Asociación de Compensación Internacional y una unidad monetaria mundial (el *bancor*¹) sortearía los problemas observados del patrón oro a través de un sistema de créditos internacionales, de forma que el comercio no estuviera limitado por la cantidad de oro sino regulado a través de una oferta elástica del *bancor*. La sustitución de un mecanismo de crédito internacional en lugar del atesoramiento en el ámbito internacional alimentaría la expansión. La concepción de Keynes era en esencia un medio para conseguir los beneficios de la elasticidad de un sistema monetario internacional basado en el crédito, mientras que, al mismo tiempo, transcendía las estrechas restricciones políticas de un sistema basado en las responsabilidades monetarias de un único país hegemónico, mediante una asociación de compensación supranacional. Esta concepción caracterizaba el plan que Keynes presentó durante las negociaciones de Bretton Woods.

Como es bien sabido, el resultado real de las negociaciones de Bretton Woods sirvió para el establecimiento del dólar como divisa de referencia (Helleiner, 1994). Triffin (1968) ha argumentado sobre la contradicción inherente en este sistema. El país de la moneda de referencia necesitaba sostener un déficit externo para desempeñar el papel de

¹ El *bancor* era una unidad monetaria mundial de compensación propuesta por Keynes como líder de la delegación británica y presidente de la Comisión del Banco Mundial en las negociaciones que desembocaron en los acuerdos de Bretton Woods. Esta unidad monetaria nunca se puso en marcha.

provisión de liquidez internacional, pero paradójicamente este excesivo déficit de la balanza de pagos precipitaría la pérdida de confianza y un debilitamiento de la moneda de referencia. En los años setenta, las tensiones de las disposiciones de Bretton Woods se estaban poniendo ya en evidencia a medida que las responsabilidades del dólar respecto al resto del mundo comenzaron a amenazar la paridad dólar-oro.

La solución propuesta por Triffin (1968) fue un verdadero patrón internacional, reclamando una gestión y acciones concertadas por parte de los países participantes. Dicha reserva internacional no estaría limitada por la responsabilidad (y disposición) del país de la moneda de referencia para sostener los déficit. Triffin (1968) también buscó relacionar la distribución de la creación de reservas con la financiación del desarrollo, para así hacer frente a la asimetría que la expansión de los ajustes generaba para los países deudores de la periferia. Por otra parte, Hart, Kaldor y Tinbergen (1964) propusieron una moneda de reserva basada en mercancías básicas (*commodities*) que relacionaba la reserva global de moneda con una cesta de 30 *commodities* a través de un Fondo Internacional de Productos. Este fondo se veía como una manera de proporcionar liquidez y estabilidad sin sacrificar la autonomía de la política económica de los países deficitarios. Ambas propuestas, la de Triffin y la de Hart-Kaldor-Tinbergen, trataban de solucionar un defecto fundamental de facto del patrón dólar del sistema de Bretton Woods en un contexto en el que la liquidez internacional aún era creada y gestionada por las acciones de los Bancos Centrales.

De hecho, la crisis del dólar preparó el camino para la creación de un activo de reserva —el Derecho Especial de Giro (SDR

en inglés)— tras los acuerdos de Río de Janeiro de 1967. Mientras que la creación del SDR supuso una liquidez adicional, las más severas disposiciones de pago debilitaron el potencial expansivo del mecanismo, y los acuerdos SDR tuvieron solamente un papel marginal sin que de ninguna forma llegara a chocar con el papel internacional del dólar (Block, 1977; Hekkeiner, 1994). La conexión del SDR a las cuotas del FMI intensificó la asimetría entre el centro y la periferia.

El análisis de Kaldor (1971, 1973, 1978) de la quiebra del sistema de Bretton Woods se centró en la progresiva apreciación del dólar de los cincuenta y sesenta como resultado de un crecimiento basado en el consumo en los Estados Unidos, que condujo a un aumento de las divergencias en productividad y competitividad con sus socios comerciales. Este proceso transformaría «una nación de productores creativos» en una comunidad de rentistas que viven cada vez más de aquellos que buscan la gratificación de un consumo cada vez más inútil, con los mismos efectos debilitadores del pan y circo del Imperio Romano» (Kaldor, 1971 [1978], p. 64). El patrón-dólar flotante que evolucionó tras el colapso del sistema de Bretton Woods estaba, como hemos visto, firmemente afianzado en la floreciente estructura de flujos privados de capital que conservaba y ampliaba la posición del dólar como moneda de referencia.

La paradoja fundamental —las condiciones contradictorias que permitían el funcionamiento de un sistema basado en una moneda de referencia— persistía. Una moneda de referencia tiene que ser «débil» en relación al déficit exterior del país emisor, y «fuerte» en relación a la confianza de los inversores en la moneda (Hart, Kaldor, Tinbergen, 1964). De hecho, desde 1973 el dólar ha protagonizado ciclos de aprecia-

ción y depreciación. Sin embargo estos movimientos no han minado el estatus del dólar como moneda de referencia.

Los flujos de capital no regulados aparecieron en escena como un mecanismo monetario paralelo que permitió a Estados Unidos recurrir a los excedentes de los países de la OPEP, Japón, y más recientemente China, aunque transmitiendo los *shocks* financieros a los mercados emergentes de América Latina y Sudeste Asiático. Este mecanismo paralelo de flujos financieros es en cierto sentido la forma privatizada supranacional de creación de crédito que Keynes buscaba forjar, pero paradójicamente apuntalaba la posición privilegiada de Estados Unidos en la estructura de las relaciones financieras internacionales. El problema del «ajuste del acreedor» encontró una solución perversa en el patrón dólar flotante, pues el país de referencia genera liquidez tomando prestado a los países superavitarios de la periferia. Al mismo tiempo fue capaz de trasladar la expansión del ajuste deflacionario a los países deudores periféricos (Vasudevan, 2008). La liberalización financiera y la integración asimétrica de los países en vías de desarrollo en el sistema financiero internacional fueron una parte integral del mecanismo de generación de liquidez bajo el patrón dólar flotante.

La exportación de la fragilidad financiera a la periferia permitió a Estados Unidos continuar financiando su déficit creciente sin minar la confianza en el dólar. Sin embargo, la paralela liberalización del sistema financiero ha puesto de manifiesto las contradicciones del patrón dólar flotante, y el creciente desequilibrio global que genera. La trayectoria hacia la seguridad que, tras el derrumbe de Lehman Brothers, ha apuntalado la demanda de dólares, sugiere que el dólar no necesita ser inmediatamente re-

emplazado en su papel de moneda de referencia. Sin embargo, el hecho de que muchas de las entradas de capital hacia los Estados Unidos son inversión en la deuda del Tesoro a corto plazo reflejan una ruptura de los mecanismos de los flujos privados de capital no regulados que han sostenido el patrón dólar.

Del análisis anterior se extraen dos lecciones para el debate sobre la reforma de la arquitectura financiera internacional. La primera está relacionada con la asimetría en el mecanismo de ajuste entre el centro y la periferia. Una pauta anticíclica de flujos privados de capital proporcionó un mecanismo de ajuste para el déficit de Estados Unidos a la vez que acentuaba la fragilidad financiera de la periferia. La asimetría se ha visto agravada por la pérdida de margen de actuación de los países en vías de desarrollo para continuar con sus políticas anticíclicas. El cambiante equilibrio geopolítico caracterizado por un mayor grupo de países en vías de desarrollo que han pasado de ser deudores a acreedores (en particular, América Latina y el Este de Asia) proporciona una base para reformular el sistema financiero internacional de una forma menos asimétrica, y permite a los países en vías de desarrollo mayor autonomía y protección en relación a los desestabilizadores flujos de capital.

La expansión de las líneas de intercambio bajo la iniciativa Chiang Mai constituye un paso en esta dirección. China es indispensable para cualquier iniciativa de reforma y ha expresado su total desacuerdo con el actual patrón dólar flotante, aunque no da ningún paso para eliminarlo. La nueva línea de crédito con Argentina marca un alejamiento de la práctica precedente de inversión extranjera en dólares; sin embargo, la principal fuente de vulnerabilidad descan-

sa en la deuda en moneda extranjera. El resurgimiento de las propuestas a favor de una nueva moneda de reserva global intenta afrontar esta fuente de fragilidad. El panel de expertos de las Naciones Unidas (2009) discute un mayor protagonismo de los SDR mientras que Xiaochuan (2009) subraya las ventajas de una moneda de reserva basada en *commodities*, independiente de las naciones individuales como medio para trascender las trampas de un patrón supeditado a una moneda nacional basada en el crédito.

Sin embargo, las reformas recomendadas por Keynes, Triffin, Hart, Kaldor y Tinbergen fueron diseñadas para sistemas en

los que los flujos de capital privados eran limitados, y en los que la liquidez internacional fundamentalmente la creaban las acciones de los Bancos Centrales (D'Arista 2004, 2008). La segunda lección es que la financiarización ha generado un canal privado paralelo y desregulado de creación de liquidez que ha ayudado a trasladar la carga del ajuste a la periferia. La grave crisis financiera actual podría permitir la reconstrucción de una arquitectura financiera; una mejor regulación prudencial y mecanismos de control más efectivos no suponen un marco suficiente para afrontar la supremacía y el dominio del sector financiero. Este sigue siendo el reto fundamental de cualquier reforma.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BALDURSSON, F. M. y PORTES, R. (2007): «The Internationalisation of Iceland's Financial Sector», The Iceland Chamber of Commerce. <http://www.iceland.org/media/jp/15921776Vid4WEB.pdf>
- BORDO, M. y EICHENGREEN, B. (2002): «Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization», National Bureau of Economic Research, NBER Working Papers: 8716, Cambridge.
- BUITER, W. y SIBERT, A. (2008): «The Icelandic banking crisis and what to do about it: The lender of last resort theory of optimal currency areas», *CEPR Policy Insight*, 26.
- D'ARISTA, J. (2004): «Dollars Debt and Dependence: The Case for International Monetary Reform», *Journal of Post Keynesian Economics* 26 (4): 557-572.
- 2008: «Replacing the failed Washington consensus», *Journal of Post Keynesian Economics* 30(4): 523-539.
- DESPREZ, E., KINDLEBERGER, C. y SALANT, W. (2000): «The Dollar and World liquidity: A Minority view», in Walter, S. (ed.), *Comparative Political Economy: A Retrospective*, MIT Press, Cambridge: 207-218.
- DOOLEY, M., FOLKERTS-LANDAU, D. y GRABER, P. (2004): «The Revived Bretton Woods System», *International Journal of Finance and Economics*, 9 (4): 307-313
- DUMENIL, G. y LEVY, D. (2003): *Capital Resurgent*, Harvard University Press, Cambridge.
- EICHENGREEN, B. HAUSMANN, R. y PANIZZA, U. (2003a): «The Pain of Original Sin» in Eichengreen, B. y Hausmann, R. (eds.), *Debt Denomination and Financial Instability in Emerging-Market Economies*, University of Chicago Press, Chicago.
- 2003b: «The Mystery of Original Sin» in Eichengreen, B. y Hausmann, R. (eds.), *Debt Denomination and Financial Instability in Emerging-Market Economies*, University of Chicago Press, Chicago.
- GOURINCHAS, P.P. y REY, H. (2005): «From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege», NBER Working Paper 11563.
- HART, A.G., KALDOR, N. y TINBERGEN, J. (1964): «The Case for an International Reserve Currency», in Kaldor, N. (ed.), *Essays on Economic Policy Volume I*, W.W. Norton, New York: 131-217.
- HELLEINER, E. (1994): *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s*. Cornell University Press, Ithaca.
- INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE (2009): *Capital Flows to Emerging Market Economies*, Washington DC.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2007): *World Economic Outlook: Globalization and Inequality*, Washington DC.
- KALDOR, N. (1971[1978]): «The Dollar Crisis» in Kaldor, N. (ed.), *Further Essays on Applied Economics*, Holmes and Meier Publishers, New York: 60-73.
- 1973 [1978]: «Problems and Prospects of International Monetary Reform» in Kaldor, N. (ed.), *Further Essays on Applied Economics*, Holmes and Meier Publishers, New York: 74-89.
- KEYNES, J. M. (1980): *Collected Writings of John Maynard Keynes Volume XXV: Shaping the Post war world: The Clearing Union*, Macmillan, London.
- KINDLEBERGER, C. (1981): «Dominance and Leadership in the International Economy», *International Studies Quarterly*, 25, (2): 242-254.
- 1996: *Manias Panics and Crashes* (3rd ed.), John Wiley and Sons, New York.
- MCKINNON, R. (2005): «Trapped by the Dollar Standard» *Journal of Policy Modeling* 27: 477-485.
- REINHARDT, C. y ROGOFF, K. (2008): «Is The 2007 U.S. Subprime Crisis So Different? An International Historical Comparison» *American Economic Review*, 98 (2): 339-344.
- TRIFFIN, R. (1968): *International Monetary System: Yesterday, Today and Tomorrow*, Random House, New York.
- UNITED NATIONS (2009): «Recommendations by the Commission of Experts of the President of the General Assembly on reforms of the international monetary and financial system.» http://www.un.org/ga/president/63/commission/financial_commission.shtml
- VASUDEVAN, R. (2008): «The Borrower of Last Resort: International Adjustment and Liquidity in Historical Perspective», *Journal of Economic Issues* XLII 4:1055-1082.
- 2009: «Dollar Hegemony, Financialization and the Credit Crisis», *Review of Radical Political Economy* (forthcoming).
- 2010: «Financial intermediation and fragility: The role of the periphery», *International Review of Applied Economics* (forthcoming).
- XIAOCHUAN, Z. (2009): *Reform the International Monetary System*, People Bank of China.

El fenómeno de los ‘global imbalances’ y la crisis financiera actual

El fenómeno de los desequilibrios mundiales es una de las causas de la actual crisis económica y financiera. Los flujos financieros asociados a los enormes desequilibrios de las balanzas de pagos por cuenta corriente están en la base de la crisis generalizada en los mercados financieros internacionales, incapaces de absorber eficientemente estos ingentes flujos de capitales. La experiencia actual muestra que las estrategias de crecimiento basadas en exportaciones masivas son insostenibles si éstas son aplicadas por grandes economías cuyos desequilibrios exteriores pueden originar grandes riesgos sistémicos.

Munduko desoreken fenomenoa da gaur egungo ekonomia- eta finantza-krisiaren arrazoietakoa bat. Kontu korronteagatik ordainketa-balantzeen desoreka handiei lotutako finantza-fluxuak daude nazioarteko finantza-merkatuen krisi orokorraren oinarrian, ez baitziren gai izan kapitalen fluxu izugarri horiek behar bezala xurgatzeko. Gaur egungo esperientziak azaltzen du esportazio handietan oinarritutako hazkuntza-estrategiak eutsiezinak direla arrisku sistematiko handiak eragin ditzaketen kanpoko desorekak dituzten ekonomia handiek aplikatzen badituzte.

The phenomenon of the global imbalances is one of the causes of the current financial and economic crisis. The financial flows associated to these imbalances are in the origin of the generalized crisis in the international financial markets, which are incapable to absorb efficiently these huge capital inflows. The current experience shows that export-led strategies of growth are unsustainable if they are implemented by big economies whose external disequilibria can generate big systemic risks.

ÍNDICE

1. Introducción
 2. El fenómeno de los 'global imbalances'
 3. Los 'global imbalances' y el crecimiento económico de las economías emergentes
 4. Los 'global imbalances' y la crisis actual
 5. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: desequilibrios globales, desequilibrios balanza de pagos, flujos internacionales de capital, crisis financiera.

Keywords: global imbalances, imbalance of the balance of payments, international capital flows, financial crisis.

N.º de clasificación JEL: F010, F360, F490, G010.

1. INTRODUCCIÓN

En el año 2005, el FMI, en su Informe anual, llamó la atención sobre el riesgo (para la estabilidad económica y financiera internacional) que se derivaba de los crecientes desequilibrios de balanza de pagos que se estaban generando. Estos desequilibrios tenían como protagonistas, por un lado, a la economía norteamericana y, por otro, a las economías emergentes de Asia, así como a los países productores de petróleo y Japón. La primera actuaba como suministradora de demanda para los productos de exportación de las segundas, acumulando fuertes déficit en su balanza de pagos por cuenta corriente que eran equivalentes a los superávit del resto de economías. Desde la perspectiva financiera los déficit norteamericanos se financiaban con los flujos de capitales que las economías emergentes (los superávit de sus res-

pectivas balanzas de pago) desplazaban al mercado de capitales norteamericano.

Algunos autores (Dooley *et al.*, 2003 y 2005) vieron en estos flujos financieros y comerciales una especie de equilibrio de naturaleza similar (pero invertido) al que se produjo después de la Segunda Guerra Mundial entre Europa y Estados Unidos¹. Para estos autores estaríamos en presencia de un Bretton Woods II, en donde las economías emergentes asiáticas desempeñan un papel en el sistema monetario y financiero internacional (similar al jugado por Europa y Japón tras la Segunda Guerra Mundial) acumulando activos denominados en la di-

¹ Los sucesivos déficits corrientes de la economía norteamericana han convertido a EE.UU., que hasta no hace mucho tiempo era el mayor acreedor del mundo, en el mayor deudor. Al finalizar el año 2007, la «posición neta de inversión nacional» o la diferencia en saldos entre activos y pasivos exteriores fue de -14% del PIB: casi dos billones de dólares.

visa norteamericana, cuya fecha de caducidad la situaban en el momento en el que la economía china fuese capaz de absorber sus volúmenes de desempleo, momento a partir del cual las presiones en el mercado de trabajo chino reducirían su competitividad y, por tanto, sus actuales superávits comerciales.

No era ésta, sin embargo, la hipótesis dominante. La mayoría de las investigaciones consideraban que estos desequilibrios eran una fuente de riesgo real para la estabilidad económica mundial. Los temores se originaban como resultado del análisis de los potenciales efectos que podrían provocar en la economía norteamericana una súbita retirada (*sudden stop* o *sudden reversal*) de los capitales exteriores que estaban financiando los crecientes déficit exteriores. Esta retirada generaría una brusca depreciación del tipo de cambio del dólar y un proceso de ajuste interno que podría arrastrar al resto de economías, dada la dependencia que tenían éstas de la demanda exterior norteamericana.

La crisis financiera desencadenada durante el verano de 2007 ha puesto de manifiesto que ninguna de estas dos hipótesis recogía un diagnóstico acertado. El problema de los «desequilibrios mundiales» (*global imbalances*, en inglés), ciertamente, es un elemento constitutivo de la crisis financiera, aunque no es tan evidente que sea la «única» causa de la crisis.

Pues bien, el objetivo de este trabajo es mostrar de qué manera la crisis actual está relacionada con el problema de los *global imbalances*. Para avanzar en este objetivo, en la primera parte, se presentan los datos del problema. En la segunda parte, se establecen las conexiones entre los flujos de capital procedentes de las economías

emergentes y la crisis del sistema financiero norteamericano. En la tercera parte se desarrollan algunas consideraciones que tienen por objetivo señalar el agotamiento de los modelos de crecimiento volcados en la exportación en presencia de mercados financieros con desarrollos asimétricos. Y, finalmente, presentamos las conclusiones.

2. EL FENÓMENO DE LOS 'GLOBAL IMBALANCES'

El fenómeno de los *global imbalances* ha sido objeto de una especial atención en la literatura económica desde mediados de la década actual. Los análisis englobados bajo esta rúbrica intentaban dar respuesta a un conjunto de problemas que no podían ser explicados mediante la teoría económica estándar.

Los problemas a los que nos referimos aparecen como una ruptura estructural en las relaciones económicas internacionales hacia el inicio de la actual década, y pueden ser caracterizados (de acuerdo con Ito, 2008) de la siguiente manera: a) grandes y crecientes déficit en la balanza por cuenta corriente norteamericana; b) grandes superávits en las balanzas por cuenta corriente de China, el Sudeste Asiático y los países exportadores de petróleo; c) una masiva acumulación de reservas en los países superavitarios, acompañada de una resistencia a la apreciación de sus monedas; y d) masivas entradas de capitales en la economía norteamericana, así como bajos tipos de interés mundiales.

En el cuadro n.º 1 se contienen los datos sobre la evolución de los saldos comerciales mundiales durante las tres últimas décadas. En el año 1980 la suma total de los déficit mundiales por cuenta corriente as-

Cuadro n.º 1

Tamaño de los desequilibrios de la balanza por cuenta corriente
(en miles de millones de dólares)

	1980		1990		1995		2000		2008	
		% PIB mundial		% PIB mundial		% PIB mundial		% PIB mundial		% PIB mundial
Déficit	173,2	1,48	296,2	1,30	342,4	1,16	681,7	2,12	1.641,0	2,69
Superávit	115,0	0,98	188,1	0,82	285,5	0,96	504,9	1,57	1.832,5	3,00

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Fondo Monetario Internacional: *World Economic Outlook Database, October 2009*.

cendía a 173.200 millones de dólares, lo que supone algo menos del 1,5% del PIB mundial. Por el lado contrario, la suma de los saldos superavitarios alcanzaba los 115.000 millones de dólares, lo que representaba el 0,98% del PIB mundial². Durante toda la década de los años noventa los valores absolutos de los desequilibrios aumentan, aunque sus valores relativos disminuyen. Así, en 1995 el peso de estos desequilibrios (en porcentaje del PIB mundial) era inferior al registrado en 1980.

Sin embargo, y a partir de la segunda mitad de la década de los noventa, tanto el valor absoluto de estos desequilibrios, como su peso en porcentaje del PIB mundial, aumentaron rápidamente. En el año 2008, los déficit acumulados, en valores absolutos, ascendían a 1,64 billones de dólares, esto es un 2,7% del PIB mundial. La suma total de los superávit ascendió a más de 1,83 billones de dólares, lo que equivalía a un 3% del PIB mundial.

² Ambos saldos deberían ser iguales. Sin embargo, y como es sabido, esto no se produce, en parte, debido a la existencia de errores de medición y, en parte también, debido a la existencia de relaciones económicas «ilegales».

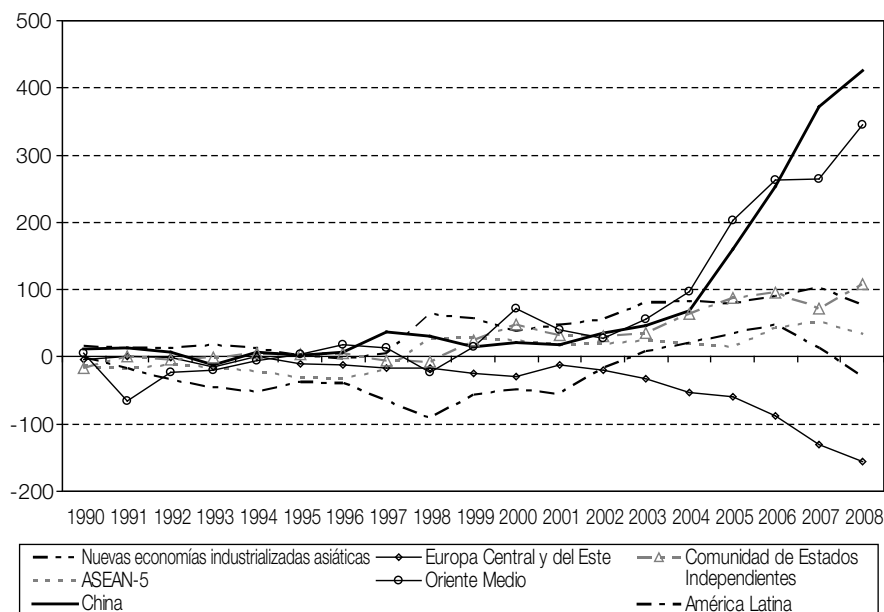
Con frecuencia se tiende a presentar los *global imbalances* como un fenómeno generalizado a escala planetaria, en donde un elevado número de países (normalmente desarrollados) con déficit en sus balanzas por cuenta corriente (y, por tanto, con superávit en sus balanzas de la cuenta financiera) se enfrentan a un alto número de países (normalmente en desarrollo) con superávit en sus balanzas por cuenta corriente (y, por tanto, con déficit en sus balanzas financieras).

Sin embargo, esta percepción no concuerda con la realidad. Lo cierto es que no todos los países en desarrollo tienen una balanza por cuenta corriente superavitaria, tal y como muestra el gráfico n.º 1, en donde se recogen los saldos de la balanza por cuenta corriente por regiones. Así, tan sólo China y los países exportadores de petróleo de Oriente Medio han visto crecer de manera acelerada sus superávit por cuenta corriente a principios de este siglo. En el resto de regiones, el saldo de balanza por cuenta corriente se ha mantenido estable, cuando no ha sufrido un fuerte deterioro, como es el caso de los países de la Europa del Este o de América Latina.

Gráfico n.º 1

Saldos de la balanza por cuenta corriente

(en miles de millones de dólares)



Fuente: Fondo Monetario Internacional. *World Economic Outlook Database*, October 2009.

Esta conclusión se ve claramente en el gráfico n.º 2. En dicho gráfico se muestran los saldos de la balanza por cuenta corriente de algunas de las principales economías en desarrollo, excluidos los países exportadores de petróleo de Oriente Medio. Como se observa, con la excepción de China, los superávits de estas economías no han aumentado de manera significativa en el último decenio, e incluso algunos de estos países, ciertamente entre los más importantes de las economías en desarrollo, como México, Brasil o India, registran saldos negativos.

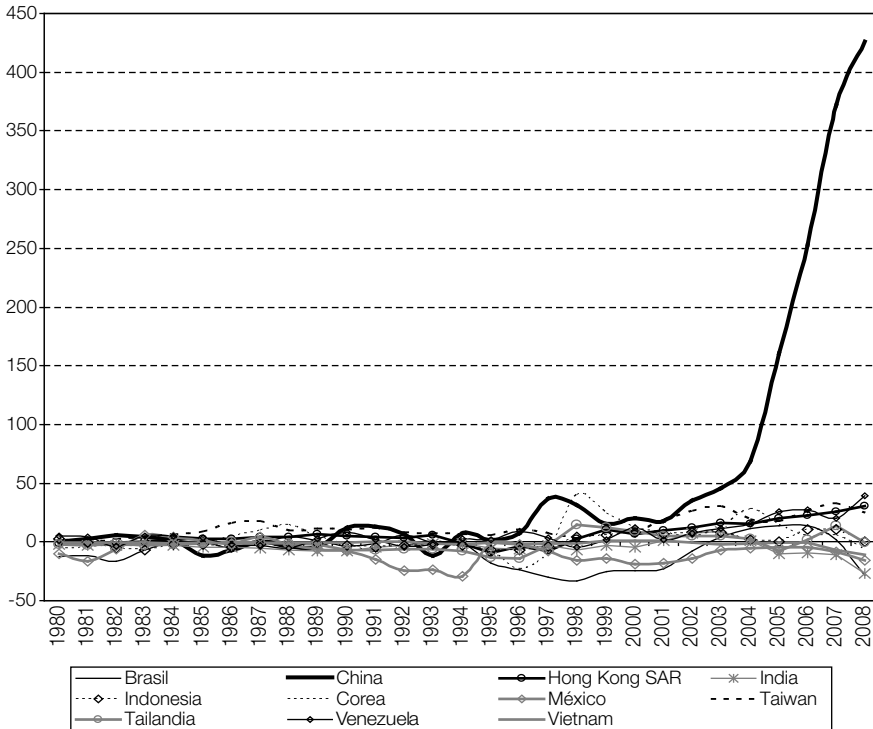
Al igual que en el caso de las economías en desarrollo, tampoco en las economías desarrolladas la existencia de crecientes déficit

(superávit) en la balanza por cuenta corriente (financiera) es un fenómeno generalizado. Como se observa en el gráfico n.º 3, el aumento espectacular de los citados déficit por cuenta corriente es un fenómeno que se circunscribe casi de forma exclusiva a la economía norteamericana, cuyo desequilibrio se multiplica por cinco desde el año 1998.

En definitiva, el problema de los *global imbalances* afecta a un conjunto reducido de países, lo que también representa una novedad con respecto a lo acontecido en años anteriores. En el cuadro n.º 2 se muestra cómo han evolucionado los desequilibrios mundiales en balanza de pagos (por países) desde los años ochenta del si-

Gráfico n.º 2

Saldo de la balanza por cuenta corriente en economías en desarrollo
(en miles de millones de dólares)



Fuente: Fondo Monetario Internacional. *World Economic Outlook Database*, October 2009.

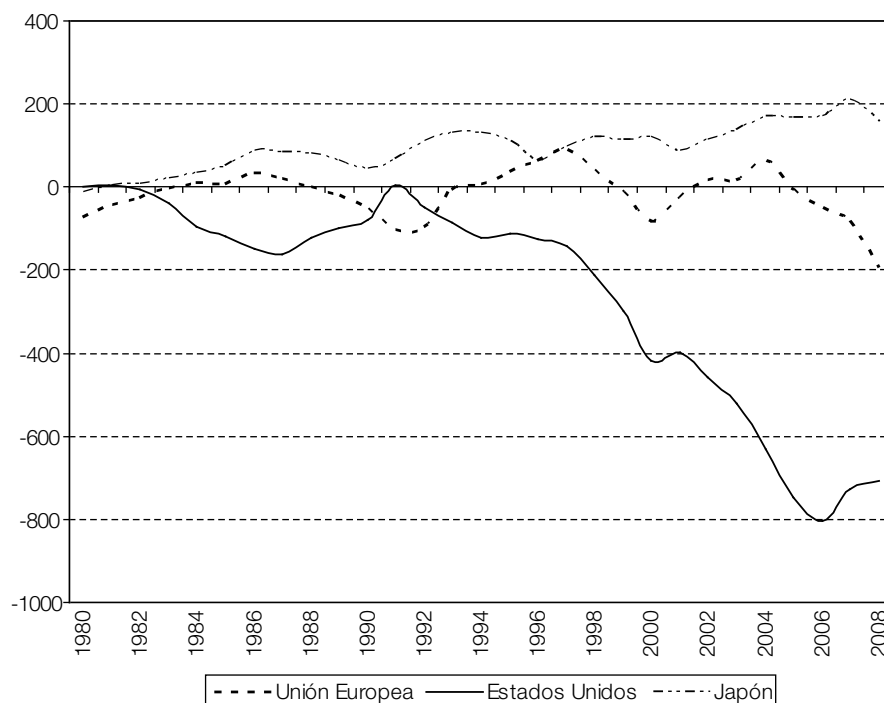
glo pasado. Como puede observarse en la última columna, en 1980 el 75% de los déficit mundiales por cuenta corriente eran generados por 21 países; en el año 2000 ese mismo porcentaje lo era por tan sólo 4 países, cifra que asciende a 10 en el año 2008. Lo que resulta más llamativo aún es que el número de «grandes» países deficitarios es cada vez más reducido. Así, mientras que en 1980 el país (Italia) con el mayor déficit por cuenta corriente tenía un saldo negativo que suponía el 9,8% de los déficit

por cuenta corriente mundiales, en 1990 el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos suponía el 26,7% del total de déficit mundiales, porcentaje que alcanza el 33,2% en 1995, el 61,2% en 2000 y el 43% en 2008, último año disponible³.

³ De acuerdo con los datos del *World Economic Outlook Database*, Octubre 2009 del Fondo Monetario Internacional, en el año 2006 el déficit por cuenta corriente norteamericano alcanzó la cifra record de 803.546 millones de dólares, lo que supone el 59,8% de la suma total mundial de déficit en la balanza por cuenta corriente.

Gráfico n.º 3

Saldo de la balanza por cuenta corriente en economías desarrolladas
(en miles de millones de dólares)



Fuente: Fondo Monetario Internacional. *World Economic Outlook Database*, October 2009.

Pues bien, es esta mezcla de aumento en el tamaño absoluto (y relativo) de los desequilibrios en las balanzas de pagos mundiales, junto a la acentuada concentración de los mismos en un número cada vez menor de economías, la que se encuentra en el origen de la creciente atención internacional al problema de los *global imbalances* desde los inicios de esta década.

Estos desequilibrios ponían de manifiesto, por un lado, que la liberalización de los movimientos internacionales de capital ini-

ciada a finales de los años ochenta del siglo pasado no estaba generando los resultados esperados. Los capitales fluían en dirección contraria a la prevista por la teoría, al menos para el caso de la economía emergente más potente. Las previsiones apuntaban a que los países desarrollados (y con abundante capital) exportarían capital hacia los países en desarrollo. Los saldos de las balanzas por cuenta corriente, por tanto, deberían haberse movido en dirección opuesta a la observada.

Cuadro n.º 2

**Concentración de los desequilibrios mundiales en la balanza
por cuenta corriente**

Año	Porcentaje acumulado de los desequilibrios (en %)	Países superavitarios	Países deficitarios
1980	25	Arabia Saudí	Italia, Alemania, Brasil
	50	Arabia Saudí, Kuwait,	Italia, Alemania, Brasil, Japón, México, Polonia, Canadá, Corea, España
	75	Arabia Saudí, Kuwait, Emiratos Árabes Unidos, Qatar, Libia, Nigeria	Italia, Alemania, Brasil, Japón, México, Polonia, Canadá, Corea, España, Bélgica, Australia, Suecia, Francia, Austria, Irán, Turquía, Costa de Marfil, Argentina, Filipinas, Rumania, Irlanda
1990	25	Alemania, Japón	Estados Unidos
	50	Alemania, Japón, China	Estados Unidos, Reino Unido, Italia, Canadá
	75	Alemania, Japón, China, Taiwán, Suiza, Venezuela, Países Bajos, Emiratos Árabes Unidos	Estados Unidos, Reino Unido, Italia, Canadá, España, Australia, Francia, India, México, Tailandia
1995	25	Japón	Estados Unidos
	50	Japón, Países Bajos, Italia	Estados Unidos, Alemania, Australia, Brasil
	75	Japón, Países Bajos, Italia, Suiza, Bélgica, Singapur, Francia	Estados Unidos, Alemania, Australia, Brasil, Reino Unido, Tailandia, Hong Kong, Corea, Malasia, Austria, Indonesia, India, Turquía
2000	25	Japón, Rusia	Estados Unidos
	50	Japón, Rusia, Suiza, Noruega, Francia, China	Estados Unidos
	75	Japón, Rusia, Suiza, Noruega, Francia, China, Canadá, Kuwait, Arabia Saudí, Irán, Corea, Emiratos Árabes Unidos, Venezuela, Libia, Singapur	Estados Unidos, Reino Unido, Alemania, Brasil
2008	25	China, Alemania	Estados Unidos
	50	China, Alemania, Japón, Arabia Saudí	Estados Unidos, España
	75	China, Alemania, Japón, Arabia Saudí, Rusia, Noruega, Kuwait, Países Bajos	Estados Unidos, España, Italia, Francia, Grecia, Australia, Reino Unido, Turquía, Portugal, Polonia

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Fondo Monetario Internacional: *World Economic Outlook Database, October 2009*.

Por otro lado, el tamaño de dichos déficit por cuenta corriente (y de los consiguientes flujos de capitales internacionales desde las economías emergentes hacia el mercado norteamericano) generó una preocupación lógica: estos desequilibrios podrían ser, como así se ha comprobado, un elemento de inestabilidad sistémica en la economía mundial.

3. LOS 'GLOBAL IMBALANCES' Y EL CRECIMIENTO ECONÓMICO DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

Aun cuando no existe un acuerdo generalizado sobre la causa última que explica la generación y crecimiento de los desequilibrios de balanza de pagos (Roubini, 2008), son numerosos los trabajos que, total o parcialmente, atribuyen la generación de los superávit de balanza por cuenta corriente en ciertas economías en desarrollo (y de los déficit en algunas economías desarrolladas) al desarrollo generalizado de los procesos de liberalización financiera nacional e internacional de finales de los años ochenta del siglo pasado (Dooley *et al.*, 2003; Caballero *et al.*, 2008a; Chakraborty y Dekle, 2009).

La liberalización de los flujos internacionales de capital se justificaba, desde el punto de vista teórico, por los potenciales efectos benéficos que podía inducir en el crecimiento económico de los países y, especialmente, de los países en vías de desarrollo. El razonamiento general es el siguiente. El modelo neoclásico de crecimiento económico predice que la liberalización de la cuenta de capital debería producir un flujo de inversión desde los países con un elevado ratio capital/trabajo (los países desarrollados) hacia los países con un ratio más

bajo (los países en vías de desarrollo). Este flujo complementaría a la tasa de ahorro nacional, haría incrementar la inversión y, como corolario, la tasa de crecimiento económico.

El efecto sobre el crecimiento, sin embargo, no es un efecto permanente, sino temporal (Henry, 2007), dado que el crecimiento a largo plazo se basa en el aumento de la productividad. Sin embargo, en el modelo neoclásico no existe ningún canal a través del cual la liberalización de los flujos de capital incida sobre esta variable. El canal de conexión se establece por los efectos que la liberalización tiene sobre el coste de capital. En otras palabras, la liberalización disminuye los tipos de interés internos y, de esta forma, supuestamente se eleva la inversión. Ahora bien, el crecimiento económico se frena cuando se alcanza el estado estacionario.

Las investigaciones empíricas que se han ocupado de verificar los efectos sobre el crecimiento económico de la liberalización de la cuenta de capital arrojan resultados bastante decepcionantes⁴. La conclusión dominante es que no han existido tales efectos, y en los trabajos en los que sí se detecta un efecto positivo éste es mucho menor del estimado por la hipótesis neoclásica.

El resultado de estas investigaciones empíricas ha llevado al desarrollo de nuevas teorías para justificar por qué no se han producido los efectos esperados. En el centro de estas nuevas hipótesis se encuentra la «variable institucional» (Acemoglu *et al.*, 2005), entendiendo como tal el conjunto de instituciones que influyen en las

⁴ En Kose *et al.* (2009) puede encontrarse el estudio más completo que existe sobre los resultados alcanzados en diferentes investigaciones empíricas.

decisiones económicas. La liberalización de la cuenta financiera puede que no tenga efectos sobre el crecimiento si los potenciales receptores de capital no disponen del entramado institucional necesario para, en primer lugar, captar este capital y, en segundo lugar, realizar una asignación eficiente en el interior del país de los capitales que pueden recibir⁵. En este sentido, diversos autores (Bernanke, 2005; Bracke *et al.* 2008, Kroszner, 2008, Hermann y Winkler, 2009) plantean que la causa original de los *global imbalances*, se encuentra en el insuficiente desarrollo de los mercados financieros de las economías emergentes, aspecto este sobre el que volveremos en el siguiente epígrafe.

Un indicador de la importancia de las instituciones en el tema que nos ocupa, lo proporciona el estudio de los flujos de capital dentro de los países que forman la Unión Europea (Abiad *et al.*, 2007). Tal y como predice la teoría, las sucesivas ampliaciones han ido acompañadas de flujos de capital desde las economías más desarrolladas hacia las menos desarrolladas, de tal forma que sí se ha ido produciendo una convergencia real en renta per cápita. Estos flujos se han producido porque los países que accedían a la UE «importaban» un entramado institucional, al tiempo que participaban en un proceso de integración financiera completo. Esta «importación de instituciones» también puede explicar el

comportamiento diferencial que presentan los nuevos países de la ampliación respecto al resto de las economías emergentes. Solamente los países del centro y del este de Europa, en comparación con el resto de economías emergentes, son receptores netos de capital, como hemos podido comprobar anteriormente.

Algunos autores (Herrmann y Winkler, 2009), utilizando el ejemplo que proporciona la UE, han tratado de explicar el origen de los *global imbalances* apelando a una falta de integración de los mercados financieros del sudeste asiático con el mercado financiero norteamericano, principal receptor de sus exportaciones y de sus reservas. Esta falta de integración sería el resultado, por un lado, del deficiente desarrollo de los mercados financieros de estos países y, por otro, de una retirada de la banca norteamericana de estos mercados después de la crisis financiera del sudeste asiático.

Las explicaciones *ad hoc* a la línea central de razonamiento de la hipótesis neoclásica refuerzan la idea de que los *global imbalances* no son tanto una anomalía teórica, como un problema que pone de manifiesto algunas de las debilidades teóricas en que se fundamentó la liberalización de los flujos de capital. Ya hemos tenido ocasión de señalar que el problema está circunscrito a un grupo de países muy concreto, algunos países emergentes del Sudeste Asiático, si exceptuamos los países exportadores de petróleo. Por tanto, resulta excesivo afirmar que los flujos internacionales de capital fluyen en dirección contraria a la propuesta por la hipótesis, tal como apuntan Prasad *et al.* (2007). Ahora bien, lo relevante en todo caso es que el crecimiento económico que presentan estos países (especialmente China) re-

⁵ En los inicios del proceso de liberalización de los flujos de capital, Lucas (1990) ya señaló la existencia de posibles fallas en la teoría. Su análisis de los flujos de capital entre EE.UU. y la India ponía de manifiesto que estos flujos eran muy inferiores a los que la teoría predecía. La respuesta más reciente a lo que se conoce como la «paradoja de Lucas» ha puesto de manifiesto que es la variable institucional, esto es, la baja calidad de las instituciones de los países en vías de desarrollo, la que mejor explica dicha paradoja (Alfaro *et al.* 2005).

fuerzan la idea de que la conexión entre crecimiento económico y liberalización de la cuenta financiera es inexistente, o muy débil, tal como han puesto de manifiesto las investigaciones empíricas que se han ocupado de verificar la relación.

En Rodrik (2008, 2009) se puede encontrar un detallado análisis de los factores que han determinado el crecimiento económico de las economías emergentes después de la Segunda Guerra Mundial. Su tesis central es que el simple proceso de liberalización comercial y financiera proporciona una explicación irrelevante del éxito alcanzado por alguno de estos países, especialmente por Corea y China. La tesis de Rodrik es que dicho éxito es el resultado de una combinación de políticas orientadas al desarrollo de los sectores productivos manufactureros con una clara orientación exportadora. «Lo que es común a Japón, Corea del Sur y China es que han basado sus estrategias de crecimiento desarrollando sus capacidades industriales en vez de especializarse de acuerdo con sus ventajas comparativas... En otras palabras, los países pobres se han transformado en ricos produciendo lo que producen los países ricos» (Rodrik, 2009, p. 5).

Las estrategias a las que se refiere Rodrik son tres fundamentalmente. La primera, una política industrial basada en medidas de protección de los sectores que se desea desarrollar, así como orientando la inversión externa en la dirección deseada. La segunda, una política cambiaria con el objetivo de mantener depreciada la moneda con relación al dólar y, finalmente, un cierto grado de «represión» del sistema financiero para orientar el crédito y defender el tipo de cambio. La generación, por tanto, de permanentes superávits en la balanza comercial, y la consiguiente acumulación de

reservas, es el corolario lógico de un modelo de crecimiento volcado a la exportación que, y éste es un punto importante, ha tenido éxito por la disponibilidad de la economía norteamericana para absorber (mediante el endeudamiento) las exportaciones de estos países.

Este modelo de crecimiento, como veremos a continuación, puede haberse agotado debido a la inestabilidad económica que ha terminado produciendo. En la actual situación, deberían arbitrarse reglas de juego para evitar la acumulación de superávits permanentes y que, por lo tanto, obligasen a las economías superavitarias a adoptar medidas de estímulo de su demanda interna. El cambio de un modelo de crecimiento volcado en la exportación hacia un modelo de crecimiento centrado en la demanda interna exige, sin embargo, importantes reformas estructurales en el interior de las economías emergentes y, especialmente, en la economía china, principal generador de los *global imbalances*.

La participación del consumo de los hogares chinos en el PIB era menor del 40% en el año 2005, a pesar del crecimiento sostenido de la economía. Estas bajas tasas de consumo han ido acompañadas de elevadas tasas de ahorro (Blanchard y Giavazzi, 2006) inducidas por el envejecimiento de la población y el aumento de la incertidumbre derivado de una insuficiente provisión de servicios públicos por parte de la Administración china (Corden, 2009; Hermann y Winkler, 2009). Sin embargo, y tal como señalan Aziz y Cui (2007), el aumento en la tasa de ahorro no es una variable suficiente para explicar la caída de nueve puntos que se detecta en el consumo desde los primeros años noventa. Para estos autores la variable relevante que explica esta caída es la disminución en nueve puntos de la renta dis-

ponible de las familias chinas durante el periodo. Estos autores vinculan esta disminución con una caída en los salarios que está inducida por la necesidad que tienen las empresas de autofinanciarse la inversión, dado el escaso desarrollo del sistema financiero chino para canalizar en forma de crédito el ahorro acumulado por la economía. La reforma más urgente, por tanto, a la que deberá enfrentarse la economía china para reequilibrar su modelo de crecimiento, es reforzar su sistema financiero nacional.

El desarrollo de los mercados financieros de las economías emergentes es una condición necesaria para cambiar su modelo de crecimiento, pero no es una condición necesaria para que las crisis financieras se puedan evitar, tal como plantean Caballero *et al.* (2008). El desarrollo de estos mercados reduciría la presión sobre los mercados financieros de los países desarrollados y, especialmente, sobre el mercado financiero norteamericano. Ahora bien, la libertad de movimiento de capitales podría seguir generando burbujas especulativas en cualquiera de los mercados. La ordenación, por tanto, del sistema económico internacional exige actuaciones orientadas tanto a eliminar las asimetrías existentes en los diferentes sistemas financieros internacionales, como a continuar con un crecimiento basado en el endeudamiento que facilita, al mismo tiempo que exige, una libertad de movimientos de capitales.

4. LOS 'GLOBAL IMBALANCES' Y LA CRISIS ACTUAL

En la introducción señalábamos las dos tesis en presencia sobre los posibles efectos de los *global imbalances*. Algunos autores (Dooley *et al.*, 2003 y 2005) vieron en

estos flujos financieros y comerciales una especie de equilibrio de naturaleza similar al que se produjo después de la Segunda Guerra Mundial entre Europa y Estados Unidos. Para estos autores estaríamos en presencia de un renovado sistema de Bretton Woods, también conocido como Bretton Woods II, y cuyo término, como ha quedado dicho, sería el momento en el que la economía china absorbiera sus volúmenes de desempleo y elevase su coste laboral unitario. No era ésta, sin embargo, la idea dominante. La mayoría de las investigaciones consideraban que estos desequilibrios eran una fuente de riesgo real para la estabilidad económica mundial. Los temores se originaban como resultado del análisis de los potenciales efectos que podrían producir en la economía norteamericana una súbita retirada de los capitales exteriores que estaban financiando los crecientes déficit exteriores. Esta retirada generaría una brusca depreciación del tipo de cambio del dólar y un proceso de ajuste interno que podría arrastrar al resto de economías, dada la dependencia que tenían éstas de la demanda exterior norteamericana.

Los acontecimientos, sin embargo, no han transcurrido como se esperaba. En el origen de la actual crisis financiera se encuentra el problema de los *global imbalances*⁶, aunque la crisis no ha sido causada por una retirada de los fondos exteriores,

⁶ El exceso de liquidez mundial que vivieron los mercados de capitales en los años anteriores a la crisis, sin embargo, no es exclusivamente imputable al aumento del ahorro en las economías en desarrollo. La política monetaria seguida por los bancos centrales, especialmente en EE.UU. y Europa a raíz de la crisis del año 2001, también contribuyó de manera significativa al aumento de la demanda de activos. Los tipos de interés se mantuvieron en niveles bajos mediante las inyecciones de liquidez que se arbitraron para sortear la crisis bursátil de principios de la década (Bibow, 2008-09; Blinder, 2009).

sino por una incapacidad del sistema financiero norteamericano para reciclar los excesos de liquidez mundial⁷ que estaba recibiendo. Este es, al menos, el diagnóstico que se hace en el *Informe al Presidente* (norteamericano) del año 2009: «Las raíces de la actual crisis financiera global se encuentran a finales de los años noventa. Un rápido aumento del ahorro de los países en desarrollo (*global saving glut*) dio lugar a una gran entrada de capital en EE.UU. y en otros países industrializados, reduciendo así la rentabilidad de los activos de bajo riesgo. La relativamente baja rentabilidad de estos activos incitó a los inversores a buscar mayores rentabilidades en activos de mayor riesgo, cuya rentabilidad también disminuyó. Esto generó una minusvaloración del riesgo en numerosos mercados (vivienda, propiedades inmobiliarias comerciales y en las adquisiciones apalancadas, entre otros) en EE.UU. y en el extranjero, así como una incertidumbre sobre la distribución del riesgo en el conjunto del sistema financiero global, sembrando la semilla del posterior desastre financiero» (págs. 61-62). Aunque en el informe que acabamos de citar se recoge la idea de que el exceso de liquidez mundial se distribuyó entre todas las economías desarrolladas, lo cierto es que el principal receptor de esta demanda de activos fue la economía estadounidense, como ya hemos señalado⁸.

⁷ En el *Financial Stability Report* del Banco de Inglaterra de abril del 2007, cuatro meses antes de la crisis del mercado *subprime* norteamericano, se advertía ya de este exceso de liquidez, así como de los peligros que llevaba asociado, dada la inexistencia de instrumentos para manejar la liquidez mundial. El índice sintético de liquidez mostraba una tendencia alcista desde el año 2003, en donde tomaba el valor 0. En 2007 este índice había alcanzado un valor de 0,8. En el año 1997, fecha en la que se desencadena la crisis financiera de los países del sudeste asiático, el valor de este índice estaba situado en 0,4.

⁸ En un conocido discurso, el presidente de la Reserva Federal (Bernanke, 2005) ya apuntaba que el grueso de la liquidez mundial se estaba invirtiendo en

¿Por qué el mercado norteamericano y no los mercados financieros de otros países desarrollados? Bernanke apunta dos explicaciones. La primera se refiere a la posición del dólar como moneda de pago internacional y reserva. La mayoría de las economías emergentes han seguido una política de tipo de cambio centrada en mantener paridades fijas con el dólar, de tal manera que la opción más lógica era mantener sus crecientes reservas invertidas en dicha moneda. La segunda explicación hace referencia al dinamismo, sofisticación y eficiencia del mercado financiero norteamericano frente al resto de los mercados financieros de los países desarrollados. Forbes (2008), en un trabajo publicado con el sugerente título «¿Por qué los extranjeros invierten en Estados Unidos?», llegaba a la misma conclusión: «Aunque los extranjeros que han invertido en los mercados de acciones y de bonos han obtenido menos rentabilidad en los últimos cinco años que si hubieran invertido en los mismo activos en otros países, (...) estos inversores han podido elegir las inversiones de cartera de los Estados Unidos por el alto grado de desarrollo, liquidez y eficiencia de su mercado financiero, así como por la fortaleza de su gobierno corporativo y de las instituciones norteamericanas» (pág. 32).

Los acontecimientos posteriores han puesto de manifiesto que las instituciones financieras norteamericanas eran menos sólidas de lo que se pensaba, aunque tal vez fuese más exacto decir que tal solidez se quebró cuando se intentó gestionar el exceso de liquidez mundial. Esta es la opi-

el mercado de la vivienda norteamericano. Lo que entonces no señalaba, tal y como hemos tenido ocasión de ver con posterioridad, es que también se estaba colocando en los llamados «instrumentos de crédito estructurado».

nión, por ejemplo, que mantienen algunos autores (Caballero *et al.*, 2008a, 2008b). Su punto de partida es un modelo de equilibrio general en el que diferentes grupos de países mantienen estrategias de crecimiento diferentes y, sobre todo, presentan desarrollos asimétricos en sus respectivos sistemas financieros. En su modelo subyace la misma idea que se recogía en los trabajos de Dooley *et al.* (2003 y 2005), si bien aquí se incorpora la variable financiera de forma explícita. El objetivo final, por lo demás, es idéntico: estudiar si esta situación es estable y si la estabilidad puede mantenerse. Pues bien, lo que estos autores ponen de manifiesto, a diferencia de los defensores de la hipótesis de Bretton Woods II, es que la estabilidad implicaba necesariamente el empeoramiento de las condiciones de crédito en el mercado financiero norteamericano. Sólo de esta forma se podía absorber los crecientes volúmenes de ahorro que llegaban a este país. En otras palabras, la crisis era inevitable (Roubini, 2008).

El desarrollo asimétrico de los mercados de capitales puede explicar la crisis actual a partir del supuesto implícito de que esta crisis no guarda relación con las crisis financieras pasadas. El proceso de liberalización financiera no ha creado un único mercado financiero de capitales, sino que, en cada momento, diferentes mercados nacionales han actuado como receptores de capital exterior en busca de inversiones nacionales con alta (o segura) rentabilidad. En las crisis de los países del sudeste asiático fueron los países de esta zona geográfica los que actuaron como «filtros» de la liquidez mundial. En esta ocasión ha sido el mercado financiero norteamericano. La presente crisis financiera, aunque tenga singularidades, no puede ser entendida, sin embargo, como un episodio aislado. La liberalización de los

flujos de capital ha ido históricamente asociada con crisis financieras recurrentes.

La sucesión de crisis financieras apunta hacia una falla más profunda que la que se desprende de la asimetría en el desarrollo de los mercados financieros: la creencia de que los mercados de capitales son eficientes. La experiencia, sin embargo, ha puesto de manifiesto que esta creencia es sólo eso: una creencia, un acto de fe. La liberalización de los mercados de capitales, el desarrollo de los mercados de derivados y toda la ingeniería financiera a la que hemos asistido durante los dos últimos decenios ha puesto de manifiesto que la gestión del riesgo se enfrenta a un problema irresoluble: la existencia de incertidumbre. Los conceptos de riesgo e incertidumbre expresan problemas de información diferentes. El riesgo nos remite al cálculo de probabilidades, esto es a la capacidad de administrar en el presente acontecimientos futuros mediante el estudio de lo acontecido en el pasado. El concepto de incertidumbre nos remite a un problema de información más profundo, a la capacidad de anticipar en el presente acontecimientos que se producirán en el futuro. La incertidumbre surge de la naturaleza evolutiva del proceso económico. En un mundo con incertidumbre es imposible que los mercados de capitales puedan realizar asignaciones eficientes, ya que no se puede estimar el valor futuro de los activos y, por tanto, no es posible fijar el precio de equilibrio de un activo. En un mundo de estas características el objetivo de los mercados de capitales sólo puede ser uno: proporcionar liquidez, tal como señaló Keynes.

Las reformas del sistema financiero que se están barajando, sin embargo, se siguen sustentando de manera implícita en la creencia de que los mercados financieros

pueden no sólo proporcionar liquidez sino realizar asignaciones eficientes siempre y cuando haya una correcta supervisión y regulación (Blanchard, 2009). Es evidente que la crisis financiera ha puesto de manifiesto la existencia de graves problemas de supervisión y regulación y que, por tanto, es preciso desarrollar nuevas regulaciones que pongan límites a algunas de las prácticas de los actores del sistema financiero. La crisis actual, sin embargo, también ha puesto de manifiesto la necesidad de reflexionar (de nuevo) sobre las bases en las que se ha sustentado el proceso de liberalización de los mercados financieros. Si la función de dichos mercados no es realizar asignaciones eficientes, sino proporcionar liquidez, la regulación a la que deben estar sometidos debería tener en cuenta otros aspectos. Cuando, por ejemplo, una economía como la islandesa que, con 320.000 habitantes, recibe miles de millones de dólares, es imposible no imaginarse que esta formidable inyección de liquidez no acabe afectando a sus tipos de interés, ni que no acabe generando una enorme burbuja financiera con su consiguiente crisis. Incluso la política monetaria norteamericana no logró escapar en los años anteriores a la crisis al efecto depresivo sobre sus tipos de interés de las masivas entradas de capital.

Desde la liberalización de los mercados de capitales, y el consiguiente desarrollo de los mercados financieros, el crecimiento económico ha sido un crecimiento basado en el endeudamiento, que ha ocasionado recurrentes desajustes o *mismatches* en los balances nacionales entre sus posiciones de pasivo a corto plazo como prestatario en los mercados internacionales y sus posiciones de activo a largo plazo en el interior. La generación de burbujas ha sido una constante y su estallido reproduce un patrón si-

milar: crisis bancarias y crisis económica generalizada inducida por el racionamiento del crédito. Cuando, además, su posición a corto plazo es en divisa extranjera, al patrón de crisis apuntado hay que sumarle una crisis cambiaria. La dimensión de la crisis financiera actual es superior a las vividas en otras ocasiones por haber tenido su origen en el mercado financiero de la economía más grandes del mundo. Sin embargo, responde a un patrón similar al señalado.

Las sucesivas crisis financieras han enseñado que no todos los flujos de capital tienen los mismos efectos sobre la estabilidad financiera, la política monetaria y la gestión de la liquidez. Los capitales a largo plazo son preferibles a los capitales a corto plazo, ya que los primeros son menos sensibles a las variaciones de los tipos de interés. Las inversiones en títulos valores son preferibles a las inversiones en cualquier tipo de deuda, ya que en el primer caso se produce una transferencia del riesgo desde el oferente (demandante de capital) hacia el comprador del activo (inversor), algo que no ocurre ni con los títulos de deuda (obligaciones y bonos) ni con los créditos bancarios. La reflexión, por tanto, sobre la conveniencia de limitar los flujos internacionales de capital no cuestiona el proceso de globalización, sino la manera anárquica en la que se ha producido, porque si el objetivo final de los mercados de capital es proporcionar liquidez, la regulación de los flujos internacionales debería comprender regulaciones específicas para los movimientos a corto plazo, que son potencialmente muy desestabilizadores. La tasa Tobin es una opción, aunque no es la única ni, tal vez, la más adecuada (Davidson, 1997).

La ordenación de los mercados financieros, por otra parte, también debería contemplar medidas orientadas a evitar el sur-

gimimiento de nuevos *global imbalances*. La acumulación de reservas, desde la perspectiva de las economías emergentes que han padecido crisis financieras, es coherente, sobre todo cuando su modelo de crecimiento se orienta a la exportación. Los tipos de cambio fijos exigen la disponibilidad de estas reservas para contrarrestar las tensiones de los mercados de divisas. Sin embargo, desde la perspectiva de la estabilidad económica internacional, esta acumulación de reservas, (o más concretamente el volumen alcanzado) genera un problema de reciclaje de liquidez con las consecuencias que ya conocemos. Los desequilibrios de balanza de pagos que están en el origen de la actual crisis financiera pueden mantenerse indefinidamente (aunque cambien los actores) mientras no existan mecanismos de ajuste de estos desequilibrios. Los tipos de cambios flexibles pueden no ser un mecanismo suficiente como consecuencia de la nueva división internacional del trabajo que la globalización ha producido. La depreciación del dólar, por ejemplo, puede no ayudar a corregir su déficit de balanza de pagos con la economía china si las importaciones procedentes de este país no pueden ser sustituidas por producción nacional. La esperanza de que el reequilibrio se produzca como consecuencia de un cambio en el modelo de crecimiento económico chino, esto es, por el cambio de un modelo basado en la exportación a un modelo basado en el desarrollo de la demanda interna, por el momento sólo es eso; una esperanza. Pero mientras esto no se produzca, los desequilibrios comerciales seguirán siendo una fuente de inestabilidad económica que precisa de mecanismos de corrección *ad hoc*⁹.

⁹ En los últimos meses se está comenzando a plantear la posibilidad de que el dólar deje de ser la moneda de pago internacional y que, como corolario, las

Precisamente, una lección de la actual crisis es que ninguna economía, desarrollada o en desarrollo, es capaz de absorber de manera eficiente grandes volúmenes de entradas de capitales. Estas entradas de capitales generan un exceso de liquidez en los mercados financieros anfitriones, que, unido a la consiguiente presión a la baja de los tipos de interés del país anfitrión, acaban por traducirse en un empleo ineficiente de dichos recursos al colocarse en activos y operaciones de alto riesgo y de dudosa rentabilidad a largo plazo, como muestra el desarrollo de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos. La actual crisis financiera, surgida en el supuestamente mercado financiero más desarrollado y eficiente del mundo, el norteamericano, resulta ser similar en su proceso de génesis a las crisis del sudeste asiático de finales del siglo pasado, se originan no tanto como resultado de desequilibrios macroeconómicos como de un funcionamiento ineficiente de los mercados financieros nacionales alimentados por masivas inyecciones de capital extranjero.

La experiencia es concluyente: los mercados financieros reales no son eficientes. Una adecuada regulación y supervisión puede contribuir, si está bien diseñada, a reducir, pero no eliminar, el grado de ineficiencia, pues a lo sumo ayuda a corregir los problemas de información asimétrica que le son inherentes, pero no resuelve los problemas de incertidumbre fundamental. Pero aun con una adecuada regulación de los

transacciones comerciales se salden con el recurso a la emisión de Derechos Especiales de Giro (DEG). Esta solución podría actuar también como un mecanismo de ajuste de los desequilibrios en las balanzas de pagos, siempre, claro está, que se impongan límites a la acumulación de estos DEG. La utilización de esta nueva moneda de pago internacional sería compatible con una estructura de tipos de cambio fijos siempre que se limitasen los movimientos de capital a corto plazo, tal como apuntábamos anteriormente.

mismos, en un mundo globalizado la existencia de grandes desequilibrios en la balanza por cuenta corriente y de capitales, sobre todo en el caso de las economías más grandes introduce un elemento de inestabilidad sistémica. Estrategias de desarrollo y crecimiento basadas bien en la generación de elevados y prolongados déficit o superávit resultan así insostenibles.

5. CONCLUSIONES

La crisis actual muestra que la existencia de elevados y duraderos desequilibrios en las balanzas de pagos, sobre todo de las economías más grandes, constituye un elemento generador de tensiones y riesgos sistémicos globales. Los flujos financieros inducidos por estos desequilibrios, desde los países superavitarios a los deficitarios, si sobrepasan unos determinados volúmenes, no pueden ser absorbidos de forma eficiente por la economía receptora.

Hasta ahora, este problema se había detectado en economías en desarrollo, en

donde la entrada de capitales procedente de los países desarrollados había sido mal gestionada por un sistema financiero nacional ineficiente. Sin embargo, la actual situación de crisis financiera no tiene su origen en un mercado financiero ineficiente de una economía en desarrollo, sino en lo que hasta ahora se consideraba el paradigma de la eficiencia financiera, como es el caso del mercado financiero norteamericano.

Esto supone que en la práctica, dada la ineficiencia consustancial a los mercados financieros, no es posible absorber eficientemente volúmenes masivos de flujos internacionales de capitales. Las estrategias de crecimiento nacionales tanto las basadas en el consumo interno generadoras de altos déficit en la balanza por cuenta corriente, como aquellas otras basadas en las exportaciones y generadoras de altos superávit en la referida balanza son insostenibles, pues inexorablemente terminan por alimentar burbujas nacionales e internacionales cuyo estallido sobrepasa las fronteras nacionales convirtiéndose en sistémicas.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABIAD, A., LEIGH, D. y MODY, A. (2007): «International Finance and Income convergence: Europe is different», IMF, *Working Paper*, WP/07/64.

ACEMOGLU, D., JOHNSON, S. y ROBINSON, J. (2005): «Institutions as a fundamental cause of long-run growth», en AGHION, P. y DURLAUF, S. (eds.), *Handbook of Economic Growth*, Elsevier, North Holland: 386-472.

ALFARO, L., KALEMLI-OZCAN, S. y VOLOSOVYCH, V. (2005): «Why doesn't capital flow from rich to poor countries? An empirical investigation», *NBER Working Paper*, No. 11901, December.

AZIZ, J. y CUI, L. (2007): «Explaining China's Low Consumption: The Neglected Role of Household Income», IMF *Working Paper*, WP/07/181.

BANK OF ENGLAND (2007): *Financial Stability Report*, April.

BERNANKE, B. (2005): «The global saving glut and the U.S. current account deficit, Remarks delivered before the Federal Reserve Board», March 10. Disponible en www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm

- BIBOW, J. (2008-09): «Insuring against private capital flows. Is it worth the premium? What are the alternatives?», *International Journal of Political Economy*, 37(4): 5-30.
- BLANCHARD, O. (2009): «The crisis: basic mechanisms, and appropriate policies», *IMF Working Paper*, WP/09/80.
- BLANCHARD, O. y GIAVAZZI, F. (2006): «Rebalancing growth in China: A three-handed approach», *CEPR Discussion Paper*, 5403.
- BLINDER, A. (2009): «6 bad moves that led US into crisis», *International Herald Tribune*, 26 January.
- BRACKE, T., BUSSIÈRE, M., FIDORA, M. y STRAUB, R. (2008): «A framework for assessing global imbalances», *Occasional Paper Series European Central Bank*, no. 78.
- CABALLERO, R., FARHI, E. y GOURINCHAS, P. (2008a): «An equilibrium model of 'Global Imbalances' and low interest rates», *American Economic Review*, 98 (1): 358-393.
- 2008b: «Financial crash, commodity process and global imbalances», *Working Paper NBER*, No. 14521, December.
- CHAKRABORTY, S. y DEKLE, R. (2009): «Can international productivity differences alone account for the US current account deficits», *Review of International Economics*, 17(4): 689-715.
- CORDEN, W.M. (2009): «China's exchange rate policy, its current account surplus and the global imbalances», *The Economic Journal*, 119(541), F430-F441.
- COUNCIL OF ECONOMIC ADVISERS (2009): *Economic Report of the President*, U.S. Government Printing Office, Washington D.C.
- DAVIDSON, P. (1997): «Are grains of sand sufficient in the wheels of international finance sufficient to do the job when boulders are often required?», *The Economic Journal*, Vol. 107, Issue 442: 671-686.
- DOOLEY, M., FOLKERTS-LANDAU, D. y GARBER, P. (2003): «An essay on the revived Bretton Woods System», *NBER Working Papers*, 9971.
- 2005: *International Financial Stability. Asia, Interest Rates, and the Dollar*, Deutsche Bank.
- FORBES, K.J. (2008): «Why do foreigners invest in the United States?», *NBER Working*, N° 13098, April.
- HENRY, P. (2007): «Capital account liberalization: theory, evidence, and speculation», *Journal of Economic Literature*, Vol. XLV, December: 887-1035.
- HERRMANN, S. y WINKLER, A. (2009): «Real convergence, financial markets and the current account. Emerging Europe versus emerging Asia», *European Economy, Economic Papers*, 362, March.
- ITO, K. (2008): «Global imbalances: origins, consequences and possible resolutions», en Touffout, J-P., (ed.), *Central Banks as Economic Institutions*, Edward Elgar, Cheltenham: 142-161.
- KOSE, M., PRASAD, E., ROGOFF, K. y SHANG-JIN, W. (2009): «Financial Globalization: A reappraisal», *IMF Staff Papers*, Vol. 56, No. 1: 8-62.
- KROSZNER, R.S. (2007): «International capital flows and the Emerging-Market Economies», Discurso en el Banco Central de la República Argentina, Buenos Aires, Argentina, 15 de mayo.
- Disponible en www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kroszner20070515a.htm.
- LUCAS, R.E. (1990): «Why doesn't capital flow from rich to poor countries?», *American Economic Review*, 80: 92-96.
- PRASAD, E., RAJAN, R. y SUBRAMANIAN, A. (2007): «Foreign capital and economic growth», *Brooking Papers on Economic Activity*, 1:2007:153-209.
- RODRIK, D. (2008): «The real exchange rate and economic growth», *Brooking Papers on Economic Activity*, fall 2008: 365-412.
- 2009: «Growth after the crisis», *NBER Working Paper*, N° 2009, May.
- ROUBINI, N. (2008): «Global imbalances: a contemporary 'Rashomon' saga», en Touffout, J-P., (ed.) *Central Banks as Economic Institutions*, Edward Elgar, Cheltenham: 162-176.

Cambios en la estructura financiera en América Latina: Brasil, México y Argentina

Este trabajo analiza las etapas de las reformas estructurales emprendidas en América Latina, conocidas como las reformas del Consenso de Washington, y el comportamiento de los flujos de inversión directa extranjera durante el mismo periodo. Se estudian los resultados de las reformas financieras de «tercera generación» y los cambios en la estructura de los mercados financieros en los países de la región, en particular en los casos de Argentina, Brasil y México, países que concentran la mayor parte de la inversión extranjera directa y de inversión de cartera, de la deuda pública de la región y de la inversión de los inversores institucionales. El objetivo es entender los cambios estructurales en los sistemas financieros a partir de la expansión de los inversores institucionales como nuevos agentes determinantes en el curso tomado por las reformas financieras y en la dinámica de los mercados en los últimos años.

Lan honetan Latinoamerikan hasi diren egitura-erreformaren etapak (Washingtongo Kontseiluaren erreformak izenez ezagutzen direnak) eta aldi horretan atzerriko zuzeneko inbertsio-fluxuek izan duten portaera aztertu dira. Halaber, eskualdeko herrialdeetan «hirugarren belaunaldiko» finantza-erreformak izandako emaitzak eta finantza-merkatuaren egitura-aldaketak aztertu dira, batez ere Argentina, Brasil eta Mexikoren kasuetan. Izan ere, horietatik azterriko zuzeneko inbertsio handiena eta balore-zorroko inbertsio handiena, eskualdeko zor publiko handiena eta erakunde-inbertitzaileen inbertsio handiena dituzten herrialdeak. Helburua da finantza-sistemetan egondako egitura-aldaketak ulertzea, finantza-erreformek hartutako bidean agente erabakigarri berriak diren erakunde-inbertitzaileek izan duten hedapena oinarri hartuta. Izan ere, azken urteetan, erakunde-inbertitzaileak funtsezko osagaiak izaten ari dira merkatuen dinamikan.

This article analyzes the structural reform stages in Latin American countries, the so call Washington Consensus agenda and the behaviour of the foreign investment flows. It was studied the results of the third generation reforms and the changes in the structure of the financial markets, in particular the cases of Argentine, Brazil and Mexico, that concentrated main part of the foreign direct investment flows, as well portfolio investment, public debt securities, and they are the main regional market for the institutional investors. The propose is to understand the structural changes in the financial systems in front the expansion of the foreign institutional investors as new agents in less development capital markets. The business of the institutional investors has been determinant in the path of the last financial reforms and they are still one of the main powers in the financial markets in the last years.

ÍNDICE

1. Introducción
 2. Flujos internacionales de capital y transferencias netas de recursos
 3. Reformas financieras del Consenso de Washington e inversores institucionales
 4. Inversión extranjera directa
 5. Inversiones de cartera e inversores institucionales
 6. Tendencias en las estructuras financieras: Argentina, Brasil y México
 7. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: inversión extranjera, Consenso de Washington, reformas financieras estructurales, inversores institucionales, sistemas financieros de América Latina.

Keywords: foreign investment, Washington Consensus, structural financial reforms, institutional investors, financial systems of Latin American countries.

N.º de clasificación JEL: E22, F32, F33, N26.

1. INTRODUCCIÓN

En general, el estudio de los inversores institucionales en el mundo ha subrayado la creciente importancia en la administración de los fondos, rendimientos, composición de cartera, estrategias, etc. También se ha estudiado el nuevo perfil del ahorrador (familias y empresas que ahorran/prestan y piden prestado/invierten) y la dinámica financiera que la titulización está impulsando. Se exa-

mina igualmente el papel de los inversores institucionales actuales en los mercados financieros y con ello se analizan los cambios en la estructura financiera regional y su efecto en la financiación de la inversión (Davis, 1996; Blommestein, 1996; Arestis, 2004 y 2005). En América Latina las reformas financieras de los últimos años en las mayores economías han promovido un cambio hacia el modelo financiero basado en el mercado, modelo conocido como anglosajón: desarrollo de los mercados bursátiles y de los inversores institucionales. (BIS, 2007). Dichas reformas tienen como referencia el modelo de financiación anglosajón en el que los inversores institucionales son sus principales actores. Sin embargo, el modelo bancario tradicional es predominante en la región y

* Una primera versión de este trabajo se presentó en la III Conferencia «Development in Economic Theory and Policy, organizada por Department of Applied Economics V University of the Basque Country (Spain) y Cambridge Centre for Economic and Public Policy of the University of Cambridge (United Kingdom). Bilbao, 6 y 7 de julio, 2006. Los autores agradecen el apoyo de la Dgapa-Unam para la realización de este trabajo.

las principales condiciones estructurales que han obstaculizado históricamente el aumento del ahorro interno perviven (Kregel, 2004; Correa, 2004; Stallings y Studart, 2006).

Las reformas financieras efectuadas no pueden modificar el modelo de financiación prevaleciente, ni tampoco cambiar a corto plazo la condición de subsidiarias que tienen las economías de la región. Las condiciones básicas de operación de los inversores institucionales como son la innovación y profundización financieras, y el cambio del marco jurídico de los mercados bursátiles y en el gobierno corporativo (Blommestein, 1996; Plihon, 2003) han avanzado en Brasil y México, los grandes países de la región; pero también han encontrado rápidamente su límite en unos mercados relativamente pequeños y en unas sociedades con amplios sectores de población depauperados. Las reformas de los inversores institucionales, que han promovido la profundización financiera, si bien a corto plazo establecen en los mercados financieros una mayor resistencia y flexibilidad frente a choques diversos, no contribuyen globalmente a la ampliación de la financiación. Por el contrario, al elevar constantemente los requerimientos de financiación externa¹ de determinados sectores económicos estratégicos, cuando se producen determinados fenómenos de contracción financiera externa, la estructura financiera global se debilita gravemente.

Este trabajo expone las etapas de las reformas estructurales impulsadas en América Latina, conocidas como las reformas del Consenso de Washington (CW), el compor-

tamiento de los flujos de inversión externa y el desarrollo de los inversores institucionales en la región, principalmente en las tres mayores economías en tanto concentran la inversión extranjera y a los propios inversores institucionales². En el segundo apartado se presentan algunos datos sobre la relación de América Latina con la economía internacional considerando el comportamiento de los flujos de capital que entran y salen de la región. Es un tema tratado desde hace decenios en estudios que pueden enmarcarse en la teoría latinoamericana del subdesarrollo, o también, la teoría del desarrollo elaborada desde América Latina³. Como se analiza en el texto, el comportamiento de los flujos de capital en los años de 1990 a 2006, periodo que se corresponde con la ejecución de las reformas financieras, permite sostener que la transferencia neta de recursos al exterior es una situación que se produce en la región, aun cuando existan entradas de inversión extranjera.

En el tercer apartado del texto se presentan las diversas etapas de las reformas financieras llevadas a cabo en América Latina, y se destacan algunos cambios habidos en los mercados financieros, como el incremento de la deuda pública interna y la

² Desde finales de la década de los ochenta, ha tenido lugar lo que se ha llamado el «proceso de desintermediación financiera», esto es, el desplazamiento de la intermediación bancaria tradicional por la financiación que tiene lugar a través de los mercados de valores, de forma directa o indirecta, mediante inversores institucionales. El papel desempeñado por estos (fondos de inversión, fondos de pensiones y otras fórmulas de inversión colectiva) frente a la financiación bancaria tradicional ha sido fundamental (N. del E.).

³ Nos referimos a los estudios sobre América Latina que se inician con los trabajos de Furtado, Prebisch y Pinto, entre otros. Una exposición sistemática de estos estudios se encuentra en Rodríguez, (1980). El mismo autor realiza una nueva revisión y puesta al día de los contenidos principales de esta corriente en el texto «El estructuralismo latinoamericano» (Rodríguez, 2006).

¹ Las características de las transformaciones financieras de la región, se estudian en un gran número de trabajos, entre ellos Stallings, y Studart (2006); BID (2004 y 2006); Stiglitz (2005); Williamson, (1990 y 2003); Correa (1992 y 1998).

participación de extranjeros en su adquisición. Las reformas financieras acompañan el incremento de la inversión extranjera directa (IED) en la región, cuya evolución se analiza en el cuarto apartado del texto. Por otra parte, en el quinto apartado se exponen algunos elementos del comportamiento de la inversión de cartera. Se analizan las entradas y algunos cambios en los mercados para el caso de las tres mayores economías de la región que, tanto en materia de inversión de cartera, como en el caso de la IED concentran la mayor parte de los ingresos. Por último, en el apartado sexto se estudian los primeros resultados de las reformas financieras de tercera generación y los cambios en la estructura de los mercados financieros en los casos de Brasil y México, países en los que más se han desarrollado los inversores institucionales. También se dan algunos elementos sobre la situación en Argentina, la tercera economía de la región pero sin un desarrollo semejante.

El objetivo es plantear uno de los múltiples aspectos del problema de la financiación del desarrollo y entender la ampliación de los inversores institucionales como nuevos agentes en expansión en mercados de valores poco maduros. La presencia de los inversores institucionales ha sido determinante en la evolución de las reformas financieras y está siendo un componente fundamental en la dinámica de los mercados en los últimos años. Sin embargo, esta nueva dinámica continúa siendo un obstáculo para financiar el desarrollo. Las grandes economías de la región no logran conformar sistemas financieros que impulsen adecuadamente el crecimiento, aún considerando la acción de nuevos agentes, como los inversores institucionales.

2. FLUJOS INTERNACIONALES DE CAPITAL Y TRANSFERENCIAS NETAS DE RECURSOS

La insuficiencia de ahorro interno en la región ha sido la explicación fundamental para argumentar la necesidad del endeudamiento externo público y privado y de la inversión extranjera en sus diversas modalidades (Solow, 1979; Krugman, y Obstfeld, 2001). Sin embargo, incluso un análisis superficial de los datos de flujos de capital en los países de América Latina permite establecer que la región ha sido una exportadora neta de recursos financieros durante el periodo que se están ejecutando las reformas refinancieras, desde 1990 hasta la fecha. Es decir, el conjunto de las economías latinoamericanas ha mantenido transferencias netas negativas, como caracterizan al fenómeno del subdesarrollo las distintas vertientes de la teoría del subdesarrollo latinoamericana; es un aspecto de la transformación que la acción de las empresas transnacionales tiene en la región (Fajnzylber, 1974; Furtado, 1974; Furtado, 1971; Fajnzylber y Martínez-Tarragó, 1976).

En conjunto, en el periodo de 1990 a 2007 la región ha sido una importante exportadora de capitales, bajo la modalidad de pago de intereses de la deuda externa pública y privada que se añade a los recursos remitidos al extranjero por concepto de utilidades, dividendos, uso de patentes y marcas y otros pagos por la inversión extranjera directa y de cartera.

Estos capitales exportados son ganancias e intereses que no contribuyen al incremento del ahorro, ingreso, inversión y consumo en el mercado interno de los países de la región. Al ser enviados a los países sede de los inversores y acreedores, incrementa en esos mercados el nivel de

ahorro, inversión y consumo, causando exactamente el efecto opuesto para América Latina. De manera que el impacto sobre el crecimiento de las economías receptoras de crédito externo e inversión extranjera, va siendo rápidamente anulado por los costos financieros de dichos flujos.

En el periodo que se aplican las reformas financieras, desde 1990 en adelante, la transferencia neta de recursos desde el exterior va disminuyendo hasta que se transforman en salidas netas de capital. Como

se observa en el cuadro n.º 1, desde el año 2001 hasta 2006 hay transferencia de recursos financieros al exterior. La suma de las salidas de capital en el periodo de 2001 a 2006 es 319.000 millones de dólares, superior en 146.000 millones de dólares a los ingresos netos alcanzados en el periodo 1991-2000. En conjunto, en el periodo 1991 a 2006, los ingresos netos de capital del exterior son inferiores a los pagos que esos capitales demandan, por lo que hay transferencia netas negativas.

Cuadro n.º 1

América Latina y el Caribe: ingreso neto de capitales, pagos netos de utilidades e intereses y transferencia neta de recursos. 1990-2006

(miles de millones de dólares)

	Ingreso neto de capitales totales	Pagos netos de utilidades e intereses	Transferencia neta de recursos
1990	16,1	-34,2	-18,1
1991	35,1	-31,4	3,7
1992	56,0	-30,0	26,1
1993	66,6	-34,5	32,1
1994	47,1	-35,9	11,2
1995	60,9	-40,7	20,2
1996	64,7	-42,7	22,1
1997	80,1	-47,6	32,5
1998	77,7	-50,3	27,3
1999	48,5	-51,2	-2,7
2000	54,1	-53,7	0,4
2001	51,2	-54,4	-3,1
2002	10,8	-52,6	-41,7
2003	20,4	-57,8	-37,3
2004	0,0	-67,1	-67,1
2005	0,1	-79,0	-79,0
2006	0,5	-91,5	-91,1

Fuente: CEPAL (2006) Balance Preliminar de las Economías de América Latina 2006, Santiago de Chile, Cuadro A-13. Los datos de 2006 estimados en Balance Preliminar de Cepal de 2006 se han tomado de los cuadros A-6 y A-10 de CEPAL (2007a) Balance Preliminar de las Economías de América Latina del año 2007, Santiago de Chile.

La salida de capitales o transferencias netas negativas deben estar denominadas en moneda extranjera y su funcionamiento no resulta del comportamiento de la cuenta corriente de la balanza de pagos del conjunto de países de la región. En el periodo de 1990 a 2001, con datos de CEPAL, América Latina tiene un déficit en su comercio exterior de 44.600 millones de dólares⁴. En los años siguientes de 2002 a 2006 se modifica la situación, logrando un superávit de comercio exterior de 287.000 millones de dólares, en particular debido a los resultados de los años 2005 y 2006.⁵ Alcanzar y mantener esta situación ha sido excepcional en la historia de América Latina. La CEPAL desde su creación y publicación del primer estudio conocido como Informe del 49, cuya redacción corrió a cargo de Raúl Prebisch (1949), ha venido estudiando este drenaje de recursos.

En el periodo 1990-2006 merece destacarse que el superávit de comercio exterior registrado en el subperiodo 2002-2006 experimenta una merma significativa debido a los resultados negativos de otros componentes de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Para el periodo el resultado es negativo. En conjunto, en los años de 1990 a 2006 la cuenta corriente de la balanza de pagos de América Latina registra un déficit de 443.900 millones de dólares. Dado que los bancos centrales no pueden generar medios de liquidez denominados en mone-

da extranjera, la financiación de este déficit requiere entrada de capitales externos en forma de inversión directa y de cartera (Aglietta, 1999; Byé y Destanne De Bernis, 1987).

Este círculo de requerimientos de moneda extranjera para exportar ganancias de capital de las empresas multinacionales, de los inversores y bancos e intermediarios financieros extranjeros, se denomina «insuficiencia de ahorro», pero es resultado de las asimetrías monetaria, comercial y financiera que han sido explicadas en diferentes términos por la teoría del desarrollo dependiente (Furtado, 1965; Sunkel y Paz, 1970; Prebisch, 1963). Es una condición general del ingreso del capital extranjero a los países de la región que explica casi todo el impacto de la inversión extranjera. Esto no implica análisis alguno sobre su impacto en materia de difusión de tecnologías; pero también es un elemento concluyente sobre su aportación al proceso de financiación de la inversión, al considerar todas las modalidades de ingresos a la región, incluida la participación de los inversores institucionales en los mercados financieros y en el capital de las empresas en América Latina.

3. REFORMAS FINANCIERAS DEL CONSENSO DE WASHINGTON E INVERSORES INSTITUCIONALES

Las reformas estructurales conocidas como el Consenso de Washington (CW) en realidad se iniciaron en América Latina mucho antes, en concreto en los años ochenta como políticas para afrontar la crisis de deuda y restaurar la capacidad de pago externo a los países más endeudados de la región. Así, fueron aplicándose las políticas desde aquellos años, aún antes de que

⁴ Los datos sobre la balanza de cuenta corriente de la balanza de pagos de América Latina que se utilizan en el texto proceden de CEPAL, 1997, 2003a y 2007b.

⁵ En los años 2005 y 2006 el superávit comercial de la región fue de 77.500 y 92.700 millones de dólares, cuya suma es equivalente al 70% del superávit comercial que como saldo alcanza la región durante el periodo de 1990 a 2006, con una mayoría de años en déficit comercial.

fueran formuladas, sistematizadas y difundidas por John Williamson al inicio de los noventa⁶. Durante casi tres décadas estas políticas han llevado a cabo profundas transformaciones económicas y sociales en toda la región.

Teniendo en cuenta esta perspectiva histórica, se puede establecer tres generaciones de políticas de reforma. La primera se ejecutó durante gran parte de la década de los años ochenta al unísono con las sucesivas renegociaciones de la deuda externa y de la administración de las crisis financieras que se suscitaron en aquellos años por el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM). Fue el momento en que se cambió de las políticas de estabilización, que era la tarea original del FMI, a las políticas de ajuste, como lo advirtió Lichtensztein (1984). Desde entonces se fueron dando los primeros pasos para la liberalización comercial y la apertura financiera. Además, comenzó a erigirse a la política fiscal de ajuste como la política económica por antonomasia. Se considera esencial tener unas finanzas públicas en equilibrio y se constituye en lo que puede definirse como severa política de austeridad tal y como la caracteriza Parguez (1992), en la que destaca el objetivo esencial de equilibrio fiscal o con un superávit en las cuentas primarias; es decir, sin considerar los pagos de los intereses por parte del sector público (el llamado saldo presupuestario primario).

La segunda generación de reformas transcurre en los años noventa y fue una

fuerza fundamental para impulsar la privatización de empresas y servicios públicos en muchos sectores, como energía, telecomunicaciones y transporte; y se realizaron importantes cambios institucionales, contables, regulatorios y de supervisión en los mercados financieros. Fue la etapa en que se empezó a percibir la presencia de los inversores institucionales, especialmente debido a la desregulación del mercado norteamericano que permitió el *boom* de los bancos de inversión, de los fondos de inversión y de titulización y su creciente atención hacia los valores de los mercados emergentes. Además, en la segunda mitad de los noventa, en muchos países se privatizaron los fondos de pensiones de los trabajadores.

La tercera generación de reformas se inicia en la década actual después de la crisis financiera de las empresas *punto com*, con la implantación de conglomerados financieros globales que operan especialmente en el mercado bursátil con «instrumentos derivados», y cambiando las regulaciones del gobierno corporativo para proteger los intereses de grandes inversores que con pequeñas participaciones de cartera mantienen el control.

En América Latina, esta tercera generación de reformas se ha realizado principalmente en Brasil y México, dado que son las economías con un tamaño relativo más grande lo que permite un mercado bursátil con cierto desarrollo. En Argentina estas reformas quedaron, al menos en parte, contenidas por la crisis financiera y por las medidas aplicadas por los gobiernos para combatirla.

Como se destacó antes, desde la primera generación de reformas estructurales, la inicial y más importante política recomendada por el CW ha sido la reducción del déficit fis-

⁶ Williamson (1990, 1) sostiene este punto de vista en la introducción del texto en que se evalúa lo realizado por el ajuste económico en América Latina al afirmar que la agenda de reformas es sostenida entre otros por el FMI, el Banco Mundial, el poder ejecutivo de Estados Unidos, miembros del Congreso de Estados Unidos, los *lobbies* que realizan cabildeo en Washington.

cal. Muy pronto, esta exigencia de equilibrio de las cuentas públicas se convirtió en la fijación de objetivos de superávit fiscal primario. Los resultados en materia de «consolidación fiscal» han sido importantes. Durante los años noventa los gastos corrientes no financieros del sector público son inferiores sistemáticamente al total de los ingresos corrientes (superávit primario), produciéndose un pequeño déficit como resultado de los pagos de intereses y otros gastos financieros y de capital del sector público. De 1991 a 1997 el déficit global del sector público oscila entre 0,5% y 1,6% con relación al PIB. De 1998 hasta el año 2003 el déficit global tiene un ligero incremento, pero las cuentas primarias arrojan resultados cercanos al equilibrio. De 2004 a 2006 hay un superávit primario y una disminución del déficit global (véase cuadro n.º 2).

Con respecto a las tres mayores economías de la región, destaca el superávit primario de las finanzas públicas desde el año 1996 (véase cuadro n.º 2). Como en otras economías de la región se aprobaron leyes en materia fiscal que establecieron el objetivo del superávit primario como un elemento fundamental de la política económica. Los gobiernos de Argentina, Brasil y México, así como otros de la región, aprobaron severas leyes de responsabilidad fiscal para impedir incurrir en déficit fiscal (CEPAL, 2000: capítulo 2). Otros países que establecen leyes semejantes son Ecuador y Perú.

En principio se impulsó el equilibrio fiscal con el objetivo de aumentar la capacidad de pago de la deuda externa y frenar la inflación. Esto condujo en los años ochenta a una rápida modificación en la distribución interna del ingreso, descen-

Cuadro n.º 2

América Latina: sector público no financiero o gobierno central
(superávit/déficit público sobre el PIB)

	América Latina		Argentina		Brasil		México	
	Primario	Global	Primario	Global	Primario	Global	Primario	Global
1996			-1,2	-3,2	0,4	-2,6	3,6	0,0
1997			0,8	-1,5	-0,2	-2,6	2,1	-0,7
1998	0,0	-2,0	0,2	-2,4	0,6	-5,4	1,4	-1,2
1999	-0,5	-2,8	-0,2	-3,1	2,0	-2,5	1,8	-1,0
2000	-0,2	-2,6	1,3	-2,1	1,8	-1,8	1,3	-1,0
2001	-0,8	-3,2	0,0	-4,0	1,7	-2,1	1,7	-0,7
2002	-0,5	-2,9	1,5	-0,6	2,2	-1,2	0,9	-1,1
2003	-0,2	-3,0	2,1	0,2	2,3	-4,3	1,6	-0,6
2004	0,5	-1,9	3,2	2,0	2,6	-1,9	1,7	-0,2
2005	1,3	-1,2	2,3	0,4	2,5	-3,6	1,9	-0,1
2006	2,1	-0,2	2,7	1,0	2,1	-2,9	2,1	-0,1

Fuente: CEPAL, 2008b y 2005a.

diendo las ganancias de las empresas locales y los salarios de los trabajadores e incrementando las transferencias externas. Todo ello disminuyó el dinamismo económico y generó lo que se conoce como la «década perdida para el desarrollo», expresión con la que se califica el estancamiento de las economías de América Latina en esos años en los más diversos estudios realizados, incluidos los del FMI y del Banco Mundial. Esto último, disminuyó la capacidad competitiva de las empresas locales que se vieron además sometidas a una fuerte competencia debida a una paulatina y creciente apertura comercial, así como a la pérdida del motor impulsor que

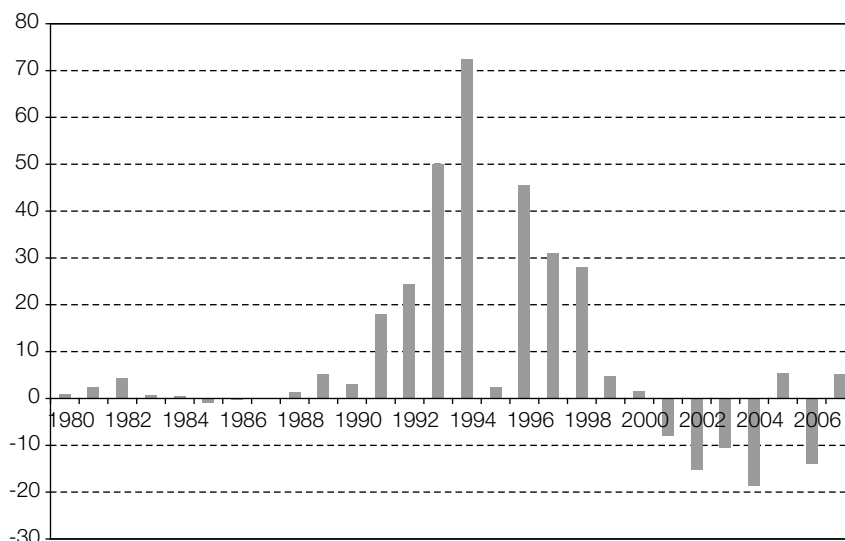
había significado el gasto público para muchos sectores económicos.

En los años noventa, la situación del mercado financiero internacional se transformó rápidamente, especialmente debido a la profunda desregulación del sistema financiero estadounidense. Así, fondos de inversores institucionales empezaron a fluir hacia América Latina, principalmente a Argentina, Brasil y México, incluso a pesar de que Brasil aún tardó varios años en estabilizar sus precios. De manera que puede constatar una gran ola de flujos de inversión de cartera, que alcanzaron un primer límite con la crisis financiera mexicana de 1995 (véase gráfico n.º 1), pero continuaron

Gráfico n.º 1

América Latina: flujos de capital de cartera (neta). 1980-2007

(en miles de millones de dólares)



Fuente: Fondo Monetario Internacional. World Economic Outlook.
<http://www.econstats.com/weo/V049.htm>.

siendo importantes durante varios meses más, especialmente para Brasil y Argentina.

Al final de los noventa sucesivas desregulaciones en los mercados financieros internos y la exacerbada competencia financiera internacional abrieron los mercados nacionales a la privatización de los fondos de pensiones, que ya había sido llevada a cabo *manu militari* en Chile tras el golpe militar de Pinochet, y dejaron expuestos al sector bancario (concretamente algunos de los mayores bancos) a ser comprados por bancos extranjeros, principalmente en México, pero también en Argentina y en menor medida en Brasil (Goirigolzarri, 2003; Moreira y Silva Bichara, 2004; Cardim de Carvalho, 2000; Sampaio-Rocha, 2002; Ferreiro y Rodríguez, 2004; Moguillansky, Studart y Vergara, 2004; Rodríguez de Paula, 2003; Correa, 2004; Penido de Freidas y Magalhaes Prates, 2000).

Las reformas financieras efectuadas en Brasil y México a lo largo de los primeros años de esta década, están cambiando profundamente los mercados bursátiles de cada uno de estos países, abriéndose a la participación de los grandes inversores, aumentando su volumen y liquidez a través de los inversores institucionales y de la innovación financiera.

La apertura comercial y la liberalización financiera, la privatización de empresas públicas y la consiguiente colocación en la bolsa de acciones de estas empresas, así como de otras grandes empresas que hasta ese momento eran propiedad de familias, así como la anulación de las regulaciones que protegían a algunos sectores de la expansión de la inversión extranjera fueron otros de los puntos fundamentales de las reformas del CW. Con ello, ha mejorado rápidamente la posición de las empresas extranje-

ras, principalmente por medio de la compra de empresas en funcionamiento. Este desplazamiento ha generado, a su vez, mayores necesidades de divisas para sostener la salida de capitales por concepto de repatriación de dividendos, desinversiones, etc. (Studart, 2005; Stallings y Studart, 2006).

El balance de casi treinta años de políticas de reforma financiera es desolador: elevadas transferencias de capital con una creciente dependencia de la entrada de flujos de capital a fin de financiar la salida de otros flujos; una dinámica de privatización y desplazamiento de la empresa local en el mercado nacional; y el cambio en las estructuras financieras (de propiedad y de función), con la venta de bancos locales a bancos globales, que ahora están crecientemente volcados hacia las operaciones financieras con valores, en lugar de actividades crediticias tradicionales.

La tercera generación de reformas que está en curso principalmente en Brasil y México, se concentra en reformas fiscales que atañen al ingreso y el gasto público, insistiendo en la necesidad de sostener un superávit fiscal suficiente para el pago del componente no inflacionario de los intereses, es decir, pagar la tasa de interés real y permitir la capitalización del resto de los intereses (Edwards, 2002; Díaz e Izquierdo, 2004). Así, aunque la deuda externa en los últimos años desciende para el conjunto de países de la región, la deuda interna crece aceleradamente, especialmente en los dos países tratados.

En 1990, según información de CEPAL (2008a), la deuda pública de América Latina era de 235.000 millones de dólares, de ella el 27% es deuda interna. Cinco años después, la deuda es mucho mayor debido principalmente al aumento de la deuda in-

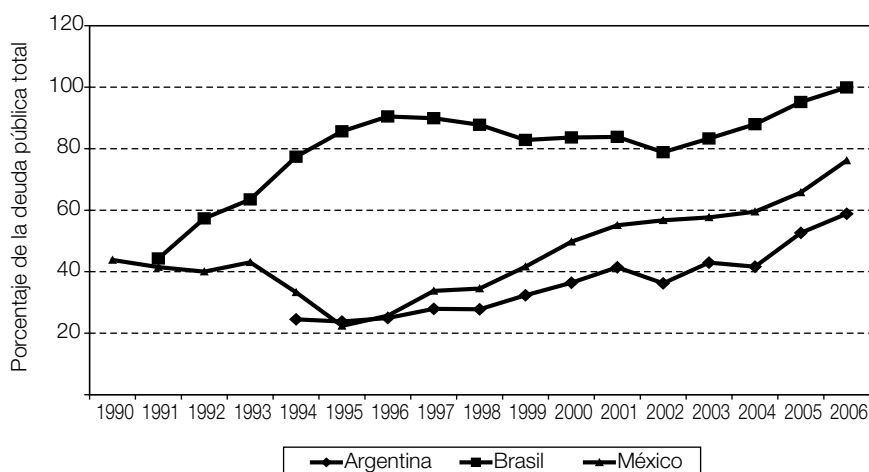
terna. De una deuda total de 625.000 millones de dólares, el 50% es interna. En el año 2000 ambas cifras son superiores y en los siguientes años la deuda interna continúa creciendo. En 2006 de una deuda pública total de 1,3 billones de dólares, el 81% es interna. Como se observa en el gráfico n.º 2 el crecimiento de la deuda interna en las tres mayores economías de América Latina, que en conjunto suman el 86% de toda la deuda pública de los países de la región, es muy importante.

La deuda pública interna que rinde tasas de interés reales positivas elevadas en un periodo con tipos de cambio estables se ha convertido en un componente fundamental del mercado financiero. El pago de los intereses de la deuda pública consume entre el

14 y el 20% del gasto público en las mayores economías de la región. Sin embargo, esta cifra no tiene en cuenta o no incluye el pago de la totalidad de los intereses, debido a que una parte creciente de estos intereses se refinancia aumentando con ello el monto total de la deuda. Como se concluye de los datos señalados y del gráfico n.º 2 la deuda interna aumenta rápidamente. El crecimiento de la deuda pública asume entre otras la forma de pasivos contingentes y otras obligaciones fuera del presupuesto, aumentando como destaca la OECD (2006) en unos cuantos años entre 8 y 20 puntos porcentuales del PIB en el monto total de la deuda pública, dependiendo de cada país.

En resumen, la deuda pública, en relación a la deuda interna y como proporción

Gráfico n.º 2
Deuda pública interna: Argentina, Brasil y México
(en % sobre deuda total)



Fuente: Elaboración propia con información de CEPAL, Base de Datos, BADECON, edición Internet, www.cepal.org

del PIB, crece fuertemente. Pero es la creciente deuda pública adquirida por diversos inversores institucionales del extranjero, ya sea directamente o por medio de fondos establecidos en los países de la región lo que preocupa. Así, los intereses devengados y en su caso la repatriación de capitales por venta o amortización debe ser cubierta con divisas en cantidades que no se generan a partir del comercio exterior y menos aún por otros medios.

Como se ha dicho, los títulos de deuda pública son un componente importante de las carteras de los inversores institucionales extranjeros, pero también de los bancos locales y extranjeros y algunas grandes tesorías. El desarrollo del mercado de bonos privados y la mayor diversificación de las carteras no ha desplazado a los bonos públicos en la preferencia y afección de los inversores.

Son especiales los casos de Brasil y México, puesto que en los últimos años las estrategias de los inversores institucionales se orientan a la adquisición de paquetes de control de empresas locales de esos países. Esto, que es una tendencia presente en los mercados financieros de los países desarrollados desde los años noventa, está cobrando celeridad en las mayores economías de la región a partir de los últimos años (Studart, 2005; García, 2005).

Así, la ejecución de la agenda del CW se ha orientado y concretado más hacia reformas en los mercados de valores, buscando modificar e implantar nuevas regulaciones en materia de gobierno corporativo, innovación financiera e institucional y seguridad legal. Todo ello debido a que, como se ha señalado, el mercado de valores es el «espacio» fundamental para la

expansión de los inversores institucionales. Las adquisiciones de cartera de estos inversores dependen en gran medida de la calificación otorgada a los valores por las agencias calificadoras. Estas calificaciones pueden modificar la percepción del riesgo de los inversores e incluso la composición de su cartera por países, pues están sometidos globalmente a la calificación crediticia. De ahí, la creciente importancia que las autoridades financieras locales dan a mantener estables ciertos indicadores, especialmente el índice de precios y el superávit fiscal, y también el interés que ponen en proseguir las «reformas de mercado» necesarias para alcanzar mejores niveles de calificación de riesgo (García, 2005; Correa y Vidal, 2006).

Asimismo, estas reformas han estado creando mercado a través de las privatizaciones y de la colocación de diversos títulos de deuda y acciones de empresas privadas con escasa o nula presencia bursátil previa. Esta internacionalización del mercado de valores, tendrá amplias consecuencias sobre la disponibilidad de divisas y el comportamiento de las monedas locales.

4. INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA

Los cambios en las estructuras financieras y el incremento de las entradas de capital a los países de América Latina por inversores institucionales forman parte de un proceso más amplio, que es el aumento notable de los flujos de IED en la región y en el mundo. El mayor aumento se registró de 1995 a 2001, cuando el importe acumulado pasó de 2,9 billones a 6,6 billones de dólares. Para 2005, el total acumulado de IED que había salido de los países fue de 10,67

billones de dólares.⁷ En el año 2006 los flujos de salida suman 1.022 millones de dólares, cerca del nivel máximo alcanzado en 2000, con 1.236 millones de dólares. Como destaca UNCTAD, es un proceso en el que nuevamente hay un incremento generalizado de IED. Su aumento anual, superior al 14%, fue aún mayor que el 10% alcanzado por el comercio mundial. Este crecimiento también puede compararse con el comportamiento de la formación de capital. Por ejemplo, a escala mundial al inicio de los ochenta los flujos mundiales de IED representaban el 2,3% de la formación bruta de capital y para 2003 estos son equivalentes al 7,4%, en 2005 corresponden al 8,3 y en 2006 alcanza el 10,5% de la formación de capital.

Las empresas con matriz en América Latina no tienen una participación significativa en los flujos de IED, en cambio la región ha sido receptora importante de capitales. En el periodo 1995-2001, los flujos de IED hacia la región fueron excepcionalmente elevados, en 1995 fue receptora del 7,2% del total de flujos y en 2004 del 8,2%. En 2005 los flujos acumulados de IED que han ingresado a América Latina son el 9,2% y en 2006 el 6,4% del total mundial, lo que suma 1.022.700 millones de dólares. En cambio, la IED acumulada que ha salido de los diversos países de América Latina hasta 2006 es de 394.000 millones de dólares que equivale a 3,6% del total mundial. En suma, en un periodo de incremento en los flujos internacionales de IED, en las economías de América Latina los ingresos no se acompañan de salidas importantes por cuenta de empresas con matriz en la región.

⁷ Los datos sobre inversión extranjera directa, incluidos los relativos a su comparación con relación a la formación de capital, proceden de la base de datos que sobre la materia tiene elaborada la UNCTAD. Puede consultarse en UNCTAD, Statistics, FDI database, en www.unctad.org.

En la evaluación del papel de la IED en la región se insiste en el impacto positivo en la formación de capital. Como se destaca líneas adelante, para los propósitos de este texto es más importante analizar la composición de la inversión y su participación en los procesos de fusiones y adquisiciones. Sin embargo, los datos sobre el peso de la inversión extranjera en el PIB no indican una creciente importancia. En otro estudio (Ferreiro, Gómez, Rodríguez y Correa, 2007) se destaca que en el periodo de 1990 a 2005 las entradas netas de capital como proporción del PIB sólo en algunos años son superiores al 9%. En 1990 la cifra es superior a 9% y en 1991 al 11%. En los años siguientes únicamente en 1997 se alcanza una cifra ligeramente mayor al 10% y después disminuye, con cifras cada vez menores, cercanas al 1% en 2004 y 2005 (Ferreiro, Gómez, Rodríguez y Correa, 2007: gráfico 1).

Los autores citados estudian la evolución de las entradas netas de capital sin observar alzas importantes en la tasa de inversión en la mayor parte de las economías de la región. Hay variaciones en 14 de las 19 economías de la región, destacando que las economías de Argentina y Brasil están entre las que registran disminuciones⁸. México tiene un alza menor, la media para el periodo 1991 a 2003 es de 20,8%, mientras en los años 1980-90 fue de 18,6% (Ferreiro, Gómez, Rodríguez y Correa, 2007:284). En años previos al periodo que se inicia en 1990, el coeficiente de inversión en México es superior a 20%.

⁸ En Argentina la media del coeficiente de inversión en el periodo de 1991-2003 es de 17,26%, que es menor a la media de 20,07 alcanzada en el periodo de 1980 a 1990. En Brasil las cifras para los mismos periodos son 19,65 y 22,98% respectivamente (Ferreiro, Gómez, Rodríguez y Correa, 2007:284).

En resumen, la entrada neta de capitales en los años en que se ejecutan las reformas del CW y que en las mayores economías de la región se promueven cambios hacia el modelo financiero basado en el mercado, no se observa un incremento en el coeficiente de inversión. El capital extranjero produce un cierto efecto desplazamiento; es decir, su incremento se acompaña de una reducción de la inversión interna. Ello tiene que ver en parte con el destino de la IED.

En el periodo de 1990 a 2006 hay años en que se registra un incremento de la IED en el total de la formación de capital en la región. Entre 1992-1997 la IED era el equivalente al 14% de la formación de capital, en 2004 es el 15,9% y en 2005 llegó al 16,8%. Aunque, claramente los fondos aportados en cada país continúan siendo la principal fuente de financiación de la inversión, la mayor cuantía de la IED no puede ignorarse. No obstante, la revisión del contenido de la IED relativiza este papel.

En 2001 los flujos de entrada de IED alcanzan la mayor proporción comparados con el total de la formación de capital. Sin embargo, fue también el año en el que las adquisiciones de empresas locales por empresas extranjeras incluyeron varias operaciones relevantes. Los flujos de entrada de IED fueron más del 20% de la formación de capital, pero únicamente la compra de Banamex (el mayor banco mexicano en el momento en que se realiza la transacción) por parte de Citigroup, por 12.500 millones de dólares, representa el 45% de toda la IED que entra en México en ese año. En otros países hay hechos semejantes.

En el periodo 1991-2001 tuvieron especial relevancia para las cifras totales, la inversión realizada por empresas transnacio-

nales que se concreta como parte de la IED dedicada a comprar compañías telefónicas en diversos países, bancos y empresas del sector financiero, empresas de energía eléctrica y de otros servicios públicos que estaban siendo privatizados (Vidal, 2001 y Vidal, 2004). Por ejemplo, en 1998 la venta de la compañía telefónica brasileña Telebras, en gran parte adquirida por diversas empresas extranjeras, supuso más de 18.000 millones de dólares, cifra que equivale al 62% del flujo total de entrada de IED en ese año a Brasil. Después, varias empresas han sido nuevamente vendidas destacando en estas adquisiciones la participación de empresas extranjeras y en algunos casos la participación de diversos inversores institucionales.

Así, gran parte de los flujos de IED que van a Latinoamérica durante la segunda mitad de los noventa y principios de la década actual se explica principalmente por la adquisición de empresas. Considerando las mayores economías de la región, en el periodo de 1995 a 2003, Brasil tuvo una entrada de IED de 173.500 millones de dólares, un 58% estuvo destinado en gran parte a la adquisición de empresas telefónicas, de producción y comercialización de energía eléctrica y algunas líneas de ferrocarril. En México, más del 33% fue utilizado para comprar empresas, principalmente del sector financiero; en Argentina las compras fueron principalmente en el sector de petróleo y gas, teniendo en cuenta que más del 80% de los 67.000 millones de dólares de flujos de IED fueron empleados en la adquisición de activos.

La ola de IED de los noventa se explica por el proceso de disputa por los mercados en algunos sectores productivos conglomerados, como telecomunicaciones, energía y banca y servicios financieros. Esta

expansión, por sí misma, no implica una ampliación de la capacidad de producción o del mercado interno de los países receptores. La proporción de estos flujos sobre la formación de capital denota que ésta posee una fuerza importante en algunos sectores económicos. Sin embargo, en las cifras agregadas la principal fuente de fondos para la inversión, continúa siendo de origen interno.

La entrada de IED a América Latina en las cantidades y la composición alcanzada desde finales de los años ochenta hasta hoy, es posible en parte por la cantidad de modificaciones legales realizadas en los diversos países de la región. Por destacar un ejemplo: la participación de capitales privados en la telefonía implicó la privatización de las empresas y un gran número de cambios legales para que empresas extranjeras pudieran invertir e incluso tener la mayoría y totalidad del capital de las compañías que se creaban (Vidal, G., 2004).

En general se puede sostener que los gobiernos de la región están empeñados en generar mejores condiciones para los capitales extranjeros. Los cambios jurídicos e institucionales efectuados para atraer capitales del exterior se documentan por la secretaría ejecutiva que estaba encargada de las negociaciones del proyecto del Área de Libre Comercio de las Américas (ALCA, 1999).

Los tratados internacionales de inversión firmados bilateralmente, especialmente con Estados Unidos, y más recientemente la proliferación de acuerdos de libre comercio, por ejemplo el TLCAN, cuentan con amplios capítulos sobre inversiones. Estos acuerdos están firmados a partir de directrices que consideran los intereses de las empresas de Estados Unidos como rele-

vantes en los términos que define la oficina del Departamento de Estado de ese país creada para ese fin (*U.S. Department of State*, 2005). En estos tratados de inversión y acuerdos comerciales bilaterales se incluyen la totalidad de los países de la región. Las políticas adoptadas en esta materia por los gobiernos, se basan parcialmente en el aporte necesario de capital extranjero para complementar el proceso de inversiones en la región. Se esgrimen otras razones, como la transferencia de tecnología, pero se insiste en la carencia de suficiente capital en los países de la región como una razón para permitir la entrada de inversión extranjera, en particular en la modalidad de inversión directa.

Los recursos utilizados por empresas extranjeras para adquirir compañías en funcionamiento, como las inversiones realizadas por fondos privados en acciones y otros fondos colectivos de inversión en las economías de América Latina demandan, como corresponde a toda inversión extranjera, pagos por concepto de dividendos, uso de tecnologías y marcas que deben liquidarse en divisas. Las entradas de IED desde principios de la década de los años noventa no han llevado consigo un proceso de crecimiento importante del coeficiente de inversión en la región y una parte de esos recursos —los utilizados en comprar activos en operación— no necesariamente incrementan directamente la capacidad de producción, pero exigen el uso de divisas.

Las nuevas entradas de IED aumentan el acumulado de esta inversión que en el momento de pagar las ganancias, en tanto son remitidas al extranjero, implican una masa mayor de divisas, con lo cual la balanza de pagos queda bajo presión y depende de nuevos flujos de entrada. Este

proceso significa que la contribución neta de capital externo a la formación de capital se revierte parcialmente.

De acuerdo con las cifras de la CEPAL, los dividendos y otros beneficios pagados por la operación de la IED en la región en el periodo 1990-1996 fueron de 75.900 millones de dólares, lo que equivale a más del 50% del total de flujos del mismo lapso. Como se observa en el cuadro n.º 3, Chile pagó el equivalente al 66,5%; pero también los importes pagados por Argentina, México y Brasil fueron importantes. En el periodo 1997-2005, y aunque las entradas de IED superan ampliamente las entradas de periodos anteriores, este ratio continúa siendo importante. Los pagos de dividendos y de otros beneficios durante este periodo alcanzaron la cifra de 205.000 millones de dólares, que equivale al 35,7% del total de flujos de IED que entró en la región, destacando lo pagado por Chile y México.

Durante los últimos años la depreciación del dólar frente al euro también supo-

ne una presión para las empresas de origen europeo para aumentar sus ingresos locales y lograr mantener el nivel de rentabilidad de sus operaciones. El resultado es que no disminuyen los pagos por concepto de patentes, uso de marcas, utilidades, aún cuando no ingresen capitales en igual cuantía. A todo esto, hay que agregar las desinversiones efectuadas por algunas empresas, como es el caso de France Telecom, Bell, WorldCom, Verizon en telefonía y de Carrefour en hipermercados. Todo lo cual está exigiendo un importe alto de divisas.

En síntesis, la IED que entra en la región desde mediados de los años noventa aumentó de manera importante y gran parte de ella se destina a la adquisición de empresas y no a proyectos nuevos. Al mismo tiempo, esta inversión sumada al resto de la inversión extranjera ha sido acompañada por importantes pagos de dividendos y utilidades, lo cual mantiene una activa demanda de divisas a pesar de que los nuevos flujos declinan.

Cuadro n.º 3
**América Latina: pago de beneficios y dividendos como parte
de los flujos anuales de IED**
(en %)

	1990-1996	1997-2005
América Latina	51,1	35,7
Argentina	38,7	29,7
Brasil	60,4	25,4
México	49,6	31,8
Chile	66,5	49,8

Fuente: Elaboración propia con información de CEPAL, Estadísticas de Balanza de Pagos, Estadística e Indicadores económicos, Balanza de Pagos, <http://websie.eclac.cl/sisgeBADEPAG>, edición internet, www.eclac.cl/bdatos/BADEPAG.asp, mayo 2006. CEPALSTAT.

El ciclo de expansión-contracción de los flujos de IED no se corresponde con la dinámica del volumen de pagos de ganancias que son crecientes. Así, en los años de 2000 a 2003, aún cuando no existió un importante crecimiento de los flujos de IED, los pagos que esta inversión exigía no descendieron y mantuvieron la presión sobre la disponibilidad de divisas en la región (UNCTAD, 2003). El incremento 2004-2005 y la caída en 2006, tampoco se reflejó en un comportamiento cíclico de las utilidades pagadas que continuaron aumentando a un ritmo superior al crecimiento económico regional y muy por encima del aumento de la inversión y de las exportaciones.

Este comportamiento de los flujos de rentabilidad de la IED genera un problema en las cuentas de la región con el exterior. Varias economías necesitan de más recursos del exterior para hacer frente a los pagos que demanda la inversión extranjera acumulada en el país y no necesariamente para usar esos recursos en aumentos en el coeficiente de inversión. Las salidas de divisas por pagos a la inversión extranjera no se comportan de manera cíclica, y por tanto no disminuyen cuando son menores los flujos externos de capital, comprometiendo la propia fuerza dinámica de dicha inversión. Como se destacó desde el primer apartado del artículo, este hecho explica en parte la característica de la región latinoamericana que realiza transferencias netas de recursos al exterior. Entre los aspectos que hacen aumentar esta situación se encuentran la creciente participación de los inversores institucionales que demandan pagos crecientes de beneficios y la expansión de los mercados de derivados en la zona como parte de su expansión.

5. INVERSIONES DE CARTERA E INVERSORES INSTITUCIONALES

Los factores globales han estado determinando los ciclos de expansión de las colocaciones de cartera en los países en desarrollo (IMF, 2004; World Bank, 2007). La primera ola de expansión durante la década de los noventa fue resultado de la titulación de los créditos sindicados hasta ese momento presentes en el balance de los bancos, que habían estado reestructurándose constantemente en los años ochenta, elevando su exposición y requiriéndoles formación de reservas. De manera que el mercado de bonos de deuda permitió a los bancos disminuir su exposición y transferir el riesgo a otros participantes en el mercado, los inversores institucionales. Los bonos de deuda de prestatarios públicos o privados fueron incorporándose a las carteras de los inversores institucionales a partir de importantes desregulaciones en el mercado financiero, especialmente estadounidense.

La diversificación de los inversores y las calificaciones de riesgo contribuyeron a disminuir la exposición de los bancos acreedores, mientras que los fondos ampliaban y diversificaban sus carteras con valores de menor calidad y más rendimiento, esto es, los valores de los mercados emergentes. Fueron también los años en los que las empresas privadas procedentes de varias economías desarrolladas ampliaron su acceso a los mercados financieros a través de la colocación de bonos y acciones.

En el caso de las mayores economías de América Latina, como sucede en general con otros mercados, esta ola tuvo un corto freno en la crisis mexicana de 1994-1995 (véase el gráfico n.º 1), puesto que implicó pérdidas para algunos inversores en los

mercados de acciones, aunque en México los inversores con papel gubernamental habían sido previamente protegidos a través de canjes de sus posiciones por valores con cobertura cambiaria.

La tendencia expansiva se mantuvo unos años más y estas colocaciones globalmente se frenaron a partir de 1998. Entre 1999 y 2003 con la crisis asiática, la posterior crisis bursátil de las *punto com* a principios de la década actual y las crisis brasileña y argentina, los flujos de inversión de cartera disminuyeron dramáticamente, como se destaca en el gráfico n.º 1. Como en el caso de la IED el comportamiento de la región es el resultado de lo sucedido en Brasil, México y Argentina. En el periodo de 2001 a 2004 los flujos netos de cartera que entran en la región son negativos, recuperándose posteriormente.

Una de las más importantes lecciones de la crisis mexicana de 1994-1995 fue la necesidad de enfrentarse a los riesgos de una amplia salida de colocaciones de cartera de un mercado emergente, ya que el llamado efecto de seguimiento (comportamiento *herd*) provoca pérdidas masivas a los inversores de cartera. Por ello, desde aquellos años, se instrumentaron reformas en el sentido de lograr una mayor profundidad en los mercados financieros locales, a través de inversores institucionales nacionales que tuviesen otra evaluación del riesgo cambiario y pudieran eventualmente dar flexibilidad y estabilidad a las colocaciones de inversores externos. De ahí las sucesivas reformas de los sistemas de seguridad social en la región a partir de esos años que permiten establecer fondos de inversión privados en esta materia (Kucynsky, 2003).

Los nuevos fondos colocan gran parte de sus recursos en títulos de deuda interna y en algunos países participan en los merca-

dos bursátiles. Es notorio que gran parte de las instituciones financieras creadas pertenece o cuenta con una alta participación en su capital por parte de algunas instituciones financieras extranjeras.

En el periodo 2004-2007 se da una nueva ola de rápido crecimiento de las colocaciones de cartera, especialmente impulsada por:

- a) nuevas desregulaciones en el mercado estadounidense y amplio crecimiento de la liquidez internacional;
- b) una señalada mejoría de las calificaciones de los títulos de los mercados emergentes en general;
- c) unas mayores y aceleradas reformas en los mercados bursátiles y en el gobierno corporativo en los mercados de la región, especialmente en Brasil y México;
- d) el mantenimiento de un importante diferencial de rendimientos entre los mercados de bonos, a pesar de la acumulación de reservas, y la disminución del riesgo cambiario y crediticio (World Bank, 2007).

Como se destacó en el segundo apartado, en las mayores economías de la región, principalmente Brasil y México, se ha dado un proceso de disminución relativa de la deuda pública externa (denominada en moneda extranjera y cuyos tenedores son no residentes) que es sustituida por deuda interna (denominada en moneda nacional, con tenedores residentes y no residentes) desde mediados de los años noventa. En especial para estas dos mayores economías de la región la participación de los fondos extranjeros en bonos soberanos es de creciente importancia. En México las posiciones de estos fondos representan más del 10% de la deu-

da pública interna y en Brasil más del 5%⁹. Los rendimientos en estos títulos han estado en los últimos años entre 3 y 6 puntos, e incluso más, por encima de los bonos soberanos de las economías desarrolladas.

Después de la conmoción bursátil de inicio de siglo, hubo un notable crecimiento de las colocaciones de los inversores institucionales en acciones y bonos en las economías emergentes, principalmente en las de China, India y Tailandia, pero destaca también Brasil y en menor medida México. Nuevas emisiones, privatizaciones y crecimiento del comercio explican el sostenido interés de los *private equity funds* en esas economías.

Así, el Banco Mundial señala la aparición de una nueva generación de productos crediticios y de acciones. Según dicha fuente, desde 2002, 422 empresas de mercados emergentes accedieron al menos una vez al mercado internacional de bonos, 537 contrataron créditos bancarios sindicados, y 360 empresas colocaron acciones en alguno de los mayores mercados bursátiles del mundo. El capital financiado de esta manera ascendió a 1,4 billones de dólares, sustancialmente superior a los 800.000 millones obtenidos en los tres años anteriores. En esta última etapa los mayores deudores son algunas de las compañías de Europa del Este en los sectores de energía y banca (World Bank, 2007, 63-64).

Durante esos años, 2002-2007, fue de singular importancia la colocación de productos derivados en Brasil y México especialmente a partir de la introducción de los productos estructurados por los inversores extranjeros, reduciendo el riesgo de tasa de

interés de los intermediarios financieros locales. Los inversores extranjeros han sido activos colocadores de productos derivados en las instituciones brasileñas con instrumentos de cobertura sobre tasas de interés (World Bank, 2007, 63-64).

Toda la expansión en los mercados de valores locales llevada a cabo con la intermediación financiera de instituciones nacionales y extranjeras no se ha realizado completamente en los mercados de los propios países o atendiendo al comportamiento que prevalece en esos sitios. En gran medida estos mercados se van adaptando para funcionar como mercados complementarios en la dinámica del establecimiento de precios, creación del fondo e intercambio. En ese orden, van siendo mercados cuya expansión depende totalmente del devenir de los mercados financieros internacionales.

Prebisch (1981) destaca que América Latina tuvo en el pasado, en plena etapa de sustitución de importaciones, serios problemas debidos al estrangulamiento externo; es decir, por la incapacidad de mantener la financiación del crecimiento debido a la carencia de divisas dada la modalidad de relación con la economía internacional. En la actualidad, la forma en que se relaciona la región con la economía internacional, con los mercados financieros y las dificultades para mantener la financiación son mayores y diferentes que en etapas previas. Actualmente hay problemas notables con el tipo de cambio y la disponibilidad de divisas.

6. TENDENCIAS EN LAS ESTRUCTURAS FINANCIERAS: ARGENTINA, BRASIL Y MÉXICO

Las reformas del CW y las sucesivas crisis bancarias abrieron la puerta a la cre-

⁹ Aunque estas cifras solamente incluyen posiciones directas, y no incluyen las posiciones en fondos de inversión domésticos.

ciente institucionalización del ahorro y la intermediación financiera. Un primer episodio fueron los cambios realizados en algunos países en los sistemas de pensiones desde los sistemas de reparto hacia unos regímenes de capitalización con cuentas individuales, a lo que se agregan las reformas para la titulación de activos, colocación pública de acciones de empresas que per-

tenecían antes exclusivamente a familiares o eran estatales, expansión de la innovación financiera (mercado de productos derivados creciente) y en general una modernización de los mercados de valores. En América Latina, el proceso avanzó sin problemas hasta la crisis de 1994, originada en México. Los inversores institucionales extranjeros regresan años después, cuando

Cuadro n.º 4
Cambios en la estructura financiera
(en %)

	80s	90s	2000s(8)
Argentina			
Activos de otras instituciones financieras/activos financieros totales (1)	1,73	1,27	1,2
Activos de otras instituciones financieras/PIB (2)	0,2	0,3	0,48
Crédito privado otorgado por otras instituciones financieras/PIB	0,2	0,3	0,4
Crédito privado otorgado por bancos de depósito/PIB (3)	12,3	17,7	14,8
Capitalización del mercado bursátil/PIB (4)	1,9	13,3	54,5
Capitalización en el mercado de bonos privados/PIB	n.d.	2,2	7,9
Brasil			
Activos de otras instituciones financieras/activos financieros totales (1)	27,3	19,4	29,7
Activos de otras instituciones financieras/PIB (5)	n.d.	8,9	27,7
Crédito privado otorgado por otras instituciones financieras/PIB (5)	n.d.	5,5	7,9
Crédito privado otorgado por los bancos de depósito/PIB (5)	n.d.	26,8	27,2
Capitalización del mercado bursátil/PIB	8,8	20,8	41,1
Capitalización del mercado de bonos privados/PIB (5)	n.d.	8,9	10,1
México			
Activos de otras instituciones financieras/activos financieros totales (1) (6)	n.d.	6,1	20,5
Activos de otras instituciones financieras/PIB (7)	n.d.	3	7,9
Crédito privado otorgado por otras instituciones financieras/PIB (6)	n.d.	0,9	2,05
Crédito privado otorgado por los bancos de depósito/PIB	12	23	15,5
Capitalización del mercado bursátil/PIB	4,1	30,3	25,75
Capitalización del mercado de bonos privados/PIB	n.d.	2,1	13,3

Fuente: Elaboración propia a partir de la base de datos: Financial Structure Dataset, World Bank.

Notas: (1) Activos financieros de bancos de depósito y otras instituciones financieras menos el banco central; (2) Los 80s consideran 1984-1989; (3) Consideran 1988-1989; (4) Consideran 1982-1989; (5) consideran 1992-1999; (6) consideran 1997-1999; (7) considera 1998-1999. (8) Para México y Argentina 2000's considera 2000-2007 y para Brasil es 2000-2005.

Cuadro n.º 5

Depósitos en el sistema financiero
(en % sobre PIB)

	Argentina	Brasil	México
1998	23,0	24,1	28,8
1999	26,1	24,2	28,3
2000	27,2	22,3	24,6
2001	26,6	22,0	23,9
2002	23,3	22,7	24,4
2003	21,1	23,0	23,6
2004	21,4	22,2	23,0
2005	21,6	24,3	23,5

Fuente: Financial Structure Dataset, World Bank.

continúan las privatizaciones de los sistemas de pensiones y se realizan nuevos cambios legales en los mercados bursátiles. En 1998 sus activos en la región se estimaban en un 15% del PIB. Desde entonces sus carteras han crecido notablemente, en parte por el crecimiento mismo de la liquidez internacional, que empuja a muchos inversores a la búsqueda de nuevas colocaciones con mayores rendimientos; pero también, debido a cambios que se producen en la región. Estos cambios se pueden resumir en:

- las mejores calificaciones de riesgo otorgadas por las agencias calificadoras a los títulos de los países latinoamericanos, especialmente Brasil y México;
- los atractivos rendimientos de los títulos de deuda pública en instrumentos denominados en moneda local; y
- en los últimos años, el creciente atractivo de la apertura de mercados en títulos con soporte inmobiliario.

Brasil y México están cambiando rápidamente sus mercados de valores, a diferencia de Argentina, como se puede ver en el cuadro n.º 4. Destaca en particular el crecimiento de los activos de otras instituciones financieras distintas a los bancos comerciales como porcentaje de los activos financieros totales (29,7% en Brasil, 20,5% en México y 1,2% en Argentina). Sin embargo, el mayor dinamismo de las instituciones financieras no bancarias en Brasil y México no ha detenido el proceso de desintermediación financiera al interior de cada uno de los países (como puede verse en el cuadro n.º 5) que implica una disminución en el porcentaje de depósitos en el sistema financiero sobre el PIB. La desintermediación financiera es un proceso que ocurre también en Argentina, como se observa en el cuadro n.º 5. En los tres países el mantenimiento de la desintermediación financiera se corresponde con el aumento de los depósitos y las operaciones financieras de residentes del país en el exterior, especialmente aquellos fondos in-

Cuadro n.º 6

Capitalización del mercado de valores públicos
(en % sobre PIB)

	Argentina	Brasil	México
1997	7,4	29,9	6,4
1998	8,1	35,0	7,6
1999	9,6	49,8	8,4
2000	10,9	40,7	10,5
2001	10,8	50,7	15,1
2002	21,2	47,2	18,0
2003	20,1	41,4	19,7
2004	22,8	45,1	21,1
2005	21,3	44,6	22,1

Fuente: Financial Structure Dataset, World Bank.

termediados por instituciones financieras extranjeras.

La creciente posición en los países de América Latina de los inversores institucionales se materializa principalmente mediante títulos de deuda pública, que tienen un elevado crecimiento, profundidad de mercado y atractivos rendimientos, como puede verse en el cuadro n.º 6, y constata el aumento de la deuda pública interna en los mercados financieros, en cada una de las tres mayores economías de la región. Los principales inversores institucionales en Brasil y México son parte de los conglomerados financieros, que desarrollan operaciones de banca comercial, banca de inversión, corretaje, seguros, administradores de fondos de pensiones y fondos de inversión. Sin embargo, las mayores empresas latinoamericanas aunque están participadas por inversores institucionales, especialmente estadounidenses, continúan estando controladas por grupos de accionistas empresariales o familiares, o

en algunos casos, resultado de privatizaciones y fueron adquiridas por empresas extranjeras.

El cambio en la estructura financiera en las mayores economías de la región en los últimos años está perfilando dos patrones distintos: por un lado Brasil y México, donde los mercados financieros están cambiando hacia mercados con predominio del comercio de títulos y productos derivados, con bajo perfil del crédito directo y creciente intermediación en el mercado externo; y por otro el modelo de Argentina, que tras la crisis financiera está rearticulando el sector de los bancos públicos y donde el crédito directo en moneda local está recuperando lentamente el mercado.

7. CONCLUSIONES

En América Latina los flujos de fondos que deben destinarse al pago de capitales externos, tanto los que proceden del crédi-

to como de la inversión directa, son un límite en el proceso de acumulación de capital. El saldo neto producido por la entrada de capitales en la región en el plazo de 1990 a 2006 es negativo.

Los cambios debidos a las reformas financieras no han modificado esta situación. Ello implica que las nuevas formas de la financiación internacional, como los mercados de derivados y la acción de los inversores institucionales no dan por resultado incrementos netos en la financiación de la actividad económica producto del ingreso de capitales a la región.

Aún, en las mayores economías de países como Brasil y México, la institucionalización del ahorro y los cambios en las estructuras financieras no han tenido un impacto positivo importante en la elevación del coeficiente de inversión. En México se da un ligero incremento y en Brasil una reducción. En Argentina, sin duda relacionado con la crisis de principios de la década actual la estructura financiera funciona bajo otras condiciones, pero aún no se manifiesta en incrementos en el coeficiente de inversión.

A pesar de ser la tendencia dominante en los mercados de las economías desarrolladas, en Brasil y México los inversores institucionales aún no han logrado una posición de control en las más importantes empresas de estos países y el principal soporte de sus inversiones son los títulos de deuda gubernamental. Ha habido una creciente titulización de activos en algunos sectores específicos como telecomunicaciones, minería, energía, servicios financieros y más recientemente en bienes raíces que ha producido el crecimiento en los últimos años del mercado.

Los cambios jurídicos e institucionales acaecidos podrán seguir alimentando un creciente mercado de títulos, por lo menos en algunos países de la región que por diversos motivos (fuentes energéticas, de materias primas, de elevado consumo interno, destino turístico y de inversión inmobiliaria, entre otros) continúen siendo atractivos para la inversión extranjera. También puede seguir creciendo la colocación de títulos de la deuda pública interna. Sin embargo, ello demandará cantidades crecientes de divisas para el pago de intereses y de dividendos al extranjero, mermando las capacidades de financiación de las economías de la región.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGLIETTA, M. (1999): *La globalisation financière*, La Découverte, Paris.
- ARESTIS, P. (2005): «Washington consensus and financial liberalization», *Journal of Post Keynesian Economics*/Winter 2004-5, Vol. 27, n.º 2, M. E. Sharpe, New York.
- ARESTIS, P. et al. (2004): «Does financial structure matter?» Money Macro and Finance (MMF) Research Group Conference.
- BID (2004): *Unlocking Credit: The quest for Deep and Stable Bank Lending*. Inter-American Development Bank, Washington, www.idb.org
- 2006: *Living with Debt. How to Limit the Risks of Sovereign Finance*, Inter-American Development Bank, Washington, www.idb.org
- BIS (2007): *Institutional Investors, global savings and asset allocation*. CGFS Papers No. 27, Bank for International Settlements, Basel.
- BLOMMESTEIN, H.J. (1996): «Structural Changes in Financial Markets: Overview of Trends and Prospects», en BLOMMESTEIN, H.J. y BILTOFT, K. (eds.), *The New Financial Landscape: Forces Shaping the Revolution in Banking*, Risk Management and Capital Markets, OECD, Paris.
- BYE, M. y DESTANNE DE BERNIS, G. (1987, 5. ed.): *Relations économiques internationales*. Ed. Dalloz, Paris.
- CARDIM DE CARVALHO, F. (2000): *New Competitive Strategies of Foreign Banks in Large Emerging Economies: the case of Brazil*. Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, v. LII, n.213
- CEPAL (1997): Estudio Económico de América Latina y el Caribe 1996-1997, Comisión Económica para América Latina, Santiago de Chile.
- 2000: Estudio Económico de América Latina y el Caribe 1999-2000, Comisión Económica para América Latina, Santiago de Chile.
- 2003: La inversión extranjera en América Latina y el Caribe, 2002, Comisión Económica para América Latina, Santiago de Chile.
- 2003a: Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2002-2003, Comisión Económica para América Latina, Santiago de Chile.
- 2005a: Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2004-2005, Comisión Económica para América Latina, Santiago de Chile.
- 2005b: La inversión extranjera en América Latina y el Caribe, 2004, Comisión Económica para América Latina, Santiago de Chile.
- 2006: Balance preliminar de la economías de América Latina y el Caribe, 2006, Comisión Económica para América Latina, Santiago de Chile.
- 2007a: Balance preliminar de la economías de América Latina y el Caribe 2007, Comisión Económica para América Latina, Santiago de Chile.
- 2007b: Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2006-2007, Comisión Económica para América Latina, Santiago de Chile.
- 2008a: Base de Datos, BADECON, edición en Internet, www.cepal.org.
- 2008b: Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2007-2008, Comisión Económica para América Latina, Santiago de Chile.
- CORREA, E. (1992): *Crisis y Mercados Financieros en América Latina*, Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM, México.
- 1998: *Crisis y Desregulación Financiera*. Ed. Siglo XXI, México
- 2004: «Cambios en el sistema bancario en América Latina: características y resultados» en *Claves de la Economía Mundial*, Universidad Complutense de Madrid.
- CORREA, E. y VIDAL, G. (2006): «Reform and Structural Change in Latin America: Financial Systems and Instability», in ROCHON, L.P. and ROSSI, S., *Monetary and Exchange Rate Systems. A Global View of Financial Crises*, Edward Elgar, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA.
- DAVIS, E. P. (1996): «The role of institutional investors in the evolution of financial structure and behavior», *FMG Special Papers* sp. 89 Financial markets group.
- DIAZ, C. e IZQUIERDO, A. (2004): «Fiscal sustainability in emerging countries, with an application to Ecuador», *Working Paper* 521, Banco Interamericano de Desarrollo in <http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getdocument.aspx?docnum=788329>
- EDWARD, S. (2002): «Debt Relief and Fiscal Sustainability», in <http://www.nber.org/papers/w8939.pdf>
- FAJNZYLBER, F. (1974): «La empresa internacional en la industrialización de América Latina» en SERRA, J. (ed.), *Desarrollo Latinoamericano. Ensayos críticos*, Fondo de Cultura Económica, México.
- FAJNZYLBER, F. y MARTÍNEZ-TARRAGO, T. (1976): *Las empresas Transnacionales. Expansión a nivel mundial y proyección en la industria mexicana*, Fondo de Cultura Económica, México.

- FERREIRO, J., VEGA, C., RODRÍGUEZ, C. y CORREA, E. (2007): «Liberalización financiera en América Latina: Efectos sobre los mercados locales» en *Ekonomiaz*, núm. 66, País Vasco, España.
- FERREIRO, J. y RODRÍGUEZ, C. (2004): «Sistema Financiero Español y su expansión hacia América Latina», en CORREA, E. y GIRÓN, A. (eds.), *Economía Financiera Contemporánea*. Miguel Ángel Porrúa Editor, México.
- FURTADO, C. (1965): *Desarrollo y Subdesarrollo*, Editorial Universitaria de Buenos Aires, Buenos Aires.
- 1971: *La Hegemonía de los USA y América Latina*, Cuadernos para el Diálogo, Madrid.
- 1974: *O Mito do Desenvolvimento Econômico*, Paz e Terra, Rio de Janeiro.
- GARCÍA, F. (2005): «Gobernansa Corporativa». Universidade Federal do Rio de Janeiro, Brasil.
- GOIRIGOLZARRI, I. (2003): «El sector financiero brasileño», en *Revista ICF*, octubre –noviembre, núm. 810. Brasil
- IMF (2004): «Institutional Investors in Emerging Markets» in *Global Financial Stability Report*, International Monetary Fund, Washington, April.
- KREGEL, J. (2004): «Using Minsky to Analyze the Impact of International Development Finance on International Financial Stability». CFEPS, *Working Paper*, 33.
- KRUGMAN, P. y OBSTFELD, M. (2001): *Economía internacional: Teoría y Política*, Pearson, quinta edición, Madrid.
- KUCYNSKY, P. (2003): «The financial system», en KUCYNSKY, P. y WILLIAMSON, J. (eds.), *An agenda for restarting Growth and Reform*, in www.iie.org
- LICHTENSZTEJN, S. (1984): «De las políticas de estabilización a las políticas de ajuste», en *Economía de América Latina* núm. 11, Centro de Investigación y Docencia Económica y Centro de Economía Transnacional, México, primer semestre.
- MOGUILLANSKY, G., STUDART, R. y VÉRGARA, S. (2004): «Comportamiento paradójico de la banca extranjera en América Latina», en *Revista de la CEPAL*, núm. 82, abril.
- MOREIRA, A. y SILVA BICHARA, J. (2004): «El sistema financiero brasileño: transformaciones recientes y desafíos», en Centro de Estudios Brasileños Ortega y Gasset *Boletín Brasil* Vol. 1, núm.3.
- OECD (2006): *Challenges of fiscal adjustment in Latin America*, OECD, Paris.
- PARGUEZ, A. (1992): «La era de la austeridad», en *Investigación Económica*, núm. 201, Facultad de Economía, UNAM, México, julio-septiembre.
- PENIDO DE FREIDAS, M. C. y MAGALHAES PRATES, D. (2000): «La experiencia de apertura financiera de Argentina, Brasil y México», en *Revista de la CEPAL*, núm. 80, Santiago de Chile, abril.
- PLIHON, D. (2003): «La economía de fondos propios: un nuevo régimen de acumulación financiera», en *Las trampas de las finanzas mundiales*, Akal, Madrid.
- PREBISH, R. (1949): *El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas*, Comisión Económica para América Latina, Santiago de Chile.
- 1963: «El falso dilema entre desarrollo económico y estabilidad monetaria», en *Hacia una dinámica del desarrollo latinoamericano*, Fondo de Cultura Económica, México.
- 1981: *Capitalismo periférico: crisis y transformación*, Fondo de Cultura Económica, México.
- RODRÍGUEZ, O. (1980): *La Teoría del subdesarrollo de la CEPAL*, Siglo XXI, México.
- 2006: *El estructuralismo latinoamericano*, Siglo XXI, México.
- RODRÍGUEZ DE PAULA, L. F. (2003): «Los determinantes del reciente ingreso de bancos extranjeros a Brasil», en *Revista de la CEPAL* núm. 79, abril.
- SAMPAIO, R. F. (2002): «Desnacionalização Bancária no Brasil (1997-2000)», Universidade de Campinas, São Paulo, Brasil.
- SOLOW, R. (1979): «El cambio tecnológico y la función de la producción agregada», en *Lecturas de macroeconomía*, CECSA, México.
- STALLINGS, B. y STUDART, R. (2006): *Financiamiento para el desarrollo. América Latina desde una perspectiva comparada*, CEPAL, Santiago de Chile.
- Stiglitz, J. (2005): «Finance for development» in AYOGU, M. and ROSS, D. (eds.), *Development dilemmas: The methods and political ethics of Growth Policy*, Rutledge, Grant Bretagne.
- STUDART, R. (2005): «El estado, los mercados y el financiamiento del desarrollo», en *Revista de la CEPAL*, núm. 85, CEPAL, Santiago de Chile, abril.
- SUNKEL, O. y PAZ, P.(1970): *El subdesarrollo latinoamericano y la teoría del desarrollo*, Ed. Siglo XXI, México.
- UNCTAD (2003): *World Investment Report 2003*, United Nations Conference on Trade and Development, New York and Geneva.
- 2004: *World Investment Report 2004*. United Nations Conference on Trade and Development, New York and Geneva.
- 2006: *World Investment Report 2006. FDI from Developing and Transition Economies: Implications for Development*, United Nations Con-

- ference on Trade and Development, New York and Geneva.
- 2007: *World Investment Report 2007 Transnational Corporations, Extractive Industries and Development*, United Nations Conference on Trade and Development, New York and Geneva.
- 2009: Statistics, FDI database, en www.unctad.org.
- U.S. DEPARTMENT OF STATE (2005): *U.S. Bilateral Investment Treaty Program*, in: <http://www.state.gov/e/eb/rls/fs/22422.htm>
- VIDAL, G. (2001) *Privatizaciones, fusiones y adquisiciones las grandes empresas en América Latina*, Anthropos Editorial, Barcelona.
- 2004: «Las privatizaciones de servicios básicos en América Latina: Procedimientos y resultados» en *Claves de la Economía Mundial 04*, Instituto Complutense de Estudios Internacionales e Instituto Español de Comercio Exterior, Madrid.
- WILLIAMSON, J. (Ed.) (1990): *Latin American Adjustment. How much has happened?*. Institute for International Economics, Washington.
- 2003: *An agenda for restarting Growth and Reform*, Washington, Institute for International Economics, in www.iie.org
- WORLD BANK (2006): *World Development Indicators*. World Bank, Washington, in www.worldbank.org
- 2007: *Global Development Finance*, World Bank, Washington in www.worldbank.org

La fallida búsqueda de la estabilidad

La paradoja de Minsky de que la estabilidad es desestabilizadora tiene implicaciones en las políticas de estabilización de los bancos centrales. El objetivo de la estabilidad de precios de los bancos centrales reside en el supuesto de que ésta engendra a su vez estabilidad financiera. Sin embargo, la hipótesis de Schwartz ha sido refutada en los últimos años por la creciente incidencia y gravedad de las burbujas financieras durante los periodos de prolongada estabilidad económica en los últimos años. A partir del método de estimación en dos etapas, este artículo demuestra que periodos de estabilidad definidos de forma diversa han conducido a crecientes niveles de endeudamientos corporativos en los EE.UU. desde los años setenta. Si se acepta que la capacidad de una empresa para afrontar sus deudas disminuye a medida que el ratio de deudas sobre el volumen de ventas o cifras de negocio, los resultados ofrecen un fuerte respaldo a la visión de Minsky.

Minskyren paradoxak dio egonkortasuna desegonkortzailea dela, eta paradoxa horrek eraginak ditu banku zentralen egonkortze-politiketan. Banku zentralen prezioen egonkortasunaren helburuak hipotesi honetan dauka oinarria: prezioen egonkortasunak finantza-egonkortasuna eragiten du. Hala ere, Schwartzen hipotesia ezeztatu egin da azken urteetan, finantza-burbuilek eragin eta garrantzi handia izan baitute azken urteetan egonkortasun ekonomiko luzeko epeetan. Bi etapatan kontuan hartzeko metodoa oinarri hartuta, artikulu honek frogatu egiten du hainbat eratan definitutako egonkortasun-aldiek gero eta handiagoak diren korporazio-zorpetzeak eragin dituztela AEBetan hirurogeita hamarreko hamarkadatik. Onartzen baldin bada enpresa batek bere zorrei aurre egiteko duen gaitasuna gutxiagotu egiten dela salmenta-bolumenaren edo negozio-zifren gaineko zorren ratioa hazten den heinean, emaitzek babestu egiten dute Minskryren ikuspegia.

Minsky's contention that stability is destabilising has profound implications for the conduct of stabilisation policy. The pursuit of price stability by central banks rests on the assumption that (price-level) stability begets financial stability. However, that hypothesis has been violated in recent years by the increasing incidence and severity of financial bubbles during the most remarkable period of prolonged economic stability in recent memory. Using an uncontroversial two-step estimation procedure, this paper demonstrates that periods of stability variously defined have led to increased corporate leveraging in the US since the 1970s. If one accepts that a firm's ability to service its debts decreases as the ratio of debts to income increases, *ceteris paribus*, the results provide strong support for the Minskyan view.

ÍNDICE

1. Introducción
 2. Estabilidad económica y fragilidad financiera
 3. Análisis empírico de la hipótesis de inestabilidad financiera
 4. Modelización dinámica
 5. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: hipótesis de inestabilidad financiera, volatilidad condicional, política de estabilización.

Keywords: Financial Instability Hypothesis, condicional volatility, stablilation policy.

N.º de clasificación JEL: E32, E44, E52.

1. INTRODUCCIÓN

La contribución más singular realizada por Minsky al pensamiento macroeconómico fue proponer que la estabilidad económica está asociada a una creciente fragilidad financiera (Minsky, 1976; 1982; 1986). El supuesto clave de la «hipótesis de inestabilidad financiera» (HIF) es que periodos prolongados de prosperidad y tranquilidad engendran crecientes expectativas optimistas tanto a los prestatarios como a los prestamistas. Esta euforia no debería ser desestimada por cortoplacista sino que debe ser considerada en el contexto de la teoría keynesiana. Tal y como apunta Hayes (2006), en un escenario de incertidumbre keynesiana, el inversor racional debe actuar más atendiendo a la duración espe-

rada de cualquier convención o expectativa de precios que a la convención misma. La confianza de prestatarios y prestamistas aumenta en periodos de estabilidad económica prolongada dado que el peso atribuido a la anterior crisis en la elaboración de las predicciones disminuye de forma gradual, y es consignado a los anales de la historia (Tymoigne, 2009, pp. 119-121). Por tanto, en los sistemas capitalistas existe una creciente inestabilidad fundamental: la estabilidad económica se transformará gradualmente en un *boom* inversor especulativo (Minsky, 1976, p. 127; De Antoni, 2007).

El *boom* inversor está asociado no sólo con un volumen de préstamo creciente sino también con una reducción de los márgenes de seguridad tanto de las empresas como de sus bancos (Minsky, 1974, p. 267). El mantenimiento de reservas por motivo de precaución y de colchones financieros no está libre de costes, y en periodos de crecimiento estable pueden ser vis-

* Quisiera dar las gracias a Giuseppe Fontana, Kevin Reilly, Malcolm Sawyer y Yongcheol Shin por sus comentarios y sugerencias que me han sido de gran ayuda. Cualquier error u omisión es responsabilidad exclusiva del autor.

tos como excesivos e innecesariamente costosos. Esto lleva a un desplazamiento hacia la derecha en el espectro de las financiaciones de cobertura —especulativa— Ponzi, dado que las empresas asumen crecientemente préstamos que no serán capaces de afrontar en caso de que la economía se estanque. De este modo, la calidad media de la cartera de préstamos decrece al tiempo que las medidas protectoras para cubrir los impagos de préstamos se reducen. Cuando la realidad económica finalmente fracasa en el cumplimiento de las expectativas, la probabilidad de impagos en estas empresas financieramente frágiles es alta y la capacidad de los bancos para absorber las pérdidas resultantes es reducida. A medida que las expectativas se vuelven pesimistas, el crédito nuevo y la refinanciación son difíciles y caros de obtener y sobreviene una recesión.

De hecho, la resonancia mediática y académica del mecanismo *minskyano* es particularmente notable en el contexto de la tremenda crisis financiera en curso nacida de un periodo de gran estabilidad económica que ha pasado a denominarse la «gran moderación». Por tanto, probablemente no sorprenda que la HIF se haya convertido en la favorita de la prensa financiera (e.g. Lahart, 2007). Sin embargo, a pesar de la aceptación popular de la HIF, la evidencia empírica a favor es limitada. Esta laguna es notable dado que la mayoría de los bancos centrales modernos están comprometidos en la búsqueda de la estabilidad económica (y particularmente, del nivel de precios). Este marco de política económica está basado, al menos de manera implícita, en el supuesto de que la estabilidad económica y financiera son como mínimo compatibles e incluso complementarias (c.f. Schwarz, 1988; 1998).

Este artículo contribuye a la investigación del nexo entre estabilidad económica y endeudamiento corporativo en EE.UU. entre 1971(t1) y 2008(t4). La estimación se lleva a cabo mediante el método de dos etapas. En primer lugar, la varianza condicional del tipo de interés, la tasa de crecimiento del producto y el nivel de renta corporativa antes de impuestos son estimados a través de un modelo GARCH (1,1). En la segunda etapa, se analiza la relación entre estas series de varianzas estimadas y el ratio deuda/renta. Estas regresiones secundarias se formulan usando tanto el modelo de MCO en niveles como el método ARDL-ECM de Pesaran y Shin (1998). Los resultados indican que la estabilidad económica en los EE.UU. ha estado asociada con un creciente endeudamiento corporativo. Además, los resultados son notablemente robustos a la desagregación de las obligaciones del mercado de crédito corporativo en aquellos originados por los bancos y aquellos emitidos directamente por las empresas. En la medida en que el ratio deuda/renta aproxima con precisión la fragilidad financiera, los resultados apoyan notablemente la posición *minskyana*. La observada correlación positiva entre estabilidad económica y fragilidad financiera plantea a las autoridades económicas un dilema, dado que propone que la búsqueda de la estabilidad puede ser en última instancia autodestructiva.

El artículo se organiza en cinco secciones. La sección dos revisa la literatura, prestando particular atención a la discusión de que la estabilidad es desestabilizadora. La sección tres desarrolla *proxies* para la volatilidad de los tres indicadores antes mencionados y presenta los resultados del modelo simple estático de la ecuación deuda/renta. La sección cuatro extiende el mo-

delo al caso dinámico y trata el estado no estacionario de un subconjunto de regresores. La sección cinco ofrece algunas conclusiones.

2. ESTABILIDAD ECONÓMICA Y FRAGILIDAD FINANCIERA

Los últimos años han visto una notable convergencia en la teoría y la práctica de las políticas monetarias en torno al tema del objetivo de la inflación (*inflation-targeting-IT*). Si estabilizamos la tasa de crecimiento del nivel de precios, la política monetaria puede proveer un ancla nominal a las expectativas de los agentes privados (Mishkin, 2007). Como complemento a esta preocupación con la inflación, la regla de Taylor (1993) sostiene que la autoridad monetaria debe también intentar suavizar las desviaciones del PIB respecto de su PIB potencial. De aquí que el papel del banco central en este contexto sea mantener la estabilidad económica manipulando el coste del endeudamiento y la remuneración del ahorro con el fin de controlar el equilibrio en el mercado de préstamos.

Sin embargo, mucho antes de que los bancos centrales asumieran la responsabilidad de la estabilidad económica, actuaron para asegurar la estabilidad financiera (Meltzer, 2002, ch. 2). Estos dos objetivos pueden no parecer inherentemente incompatibles; de hecho, la hipótesis de Schwartz (Schwarz, 1988, 1998) sostiene que la estabilidad de precios engendra la estabilidad financiera, dado que reduce el grado de incertidumbre afrontada por los agentes económicos al tomar decisiones de inversión a largo plazo. Sin embargo Minsky (1976, 1982, 1986) señala que los periodos prolongados de estabilidad o tranquilidad eco-

nómica van asociados a una creciente fragilidad financiera, dado que los inversores y prestamistas se vuelven crecientemente eufóricos, sobreestiman la probabilidad de que el *boom* continúe y subestiman lo arriesgado de sus inversiones¹, y se sobreendeudan.

Minsky conceptualizó esta fragilidad en términos de la denominado trilogía *minskyana*, que abarca tres formas de financiación estructural empresarial, que por orden de creciente fragilidad; son: «cobertura», «especulación» y «financiación Ponzi» (Minsky, 1986, pp. 335-341). Vercelli (2000) y Sordi y Vercelli (2006) ofrecen una definición simple de estas tres estructuras de financiación en términos de los ratios financieros presentes e intertemporales, k_{it} y k_{it}^* , respectivamente:

$$k_{it} = e_{it} / y_{it} \quad y \quad k_{it}^* = \frac{\sum_{t=0}^{t=h} \left[\frac{e_{it+n}^*}{(1+p)^{it}} \right]}{\sum_{t=0}^{t=h} \left[\frac{y_{it+n}^*}{(1+p)^{it}} \right]}$$

donde e_{it} denota los flujos de entrada de caja de la empresa i en el periodo t , y_{it} los compromisos de caja (flujos de salida), e_{it}^* los flujos de entrada de caja esperados, y_{it}^* los flujos de salida de caja esperados y p la tasa de descuento. Se entiende que la empresa es insolvente si $k_{it}^* < 1$. La estrategia de financiación de la empresa i está definida por los valores k_{it} y k_{it}^* (Vercelli, 2009). Una empresa está operando con una estrategia de protección financiera en el horizonte h si $k_{it}^* > 1$ y $k_{it} > 1$ para $t=1,2,\dots,h$ (es decir, sus flujos de entrada de caja presentes y espera-

¹ Tymoigne (2009, p. 120) se refiere a esto como la «convención de la nueva era», en referencia a la frecuentemente ofertada justificación de la «nueva economía» para los inflados precios de los activos (ver también Greenspan, 1998).

dos exceden sus compromisos de caja). Las unidades especulativas operan con $k_{it} < 1$ para $t=1,2,\dots,s$ y $k_{it}^* > 1$ para $t=1,2,\dots,h$ donde $s < h$ (i.e. sus flujos de salida de caja a corto plazo pueden exceder los flujos de entrada pero su flujo de caja esperado es positivo a lo largo de un horizonte dado). Finalmente, las unidades Ponzi operan con $k_{it} < 1$ para $1 \leq t \leq h-1$ y $k_{it}^* < 1$ para $1 \leq t \leq h$ y son, como tales, dependientes de la refinanciación para afrontar sus deudas en este horizonte. En este ejemplo, la financiación Ponzi es solo una estrategia válida si la empresa consigue un crecimiento de flujo de entrada de caja suficiente que $k_{it} \ll 1$ en el periodo h . De otra manera, la empresa afronta una bancarrota segura.

La transición entre estos acuerdos financieros es la esencia de la HIF (Minsky, 1982, pp. 66-8). Minsky (1976, p. 127) señala que: «La estabilidad —incluso la de una expansión— es desestabilizadora dado que el mayor riesgo de financiación de la inversión merece la pena a los primeros, y los demás les siguen. Por tanto, una expansión desembocará, a una tasa aceleradora, en el *boom*.»

Esta financiación arriesgada hace que las empresas asuman cargas de deuda incluso más pesadas y que los bancos impongan menos requerimientos de garantía. A escala agregada, esta euforia se refleja en un desplazamiento directo hacia el espectro financiero cobertura-especulación-Ponzi. Tymoigne (2009, pp. 119-121) apunta que éste es el resultado de un cambio de convención, en el cual los acuerdos financieros que habían sido previamente considerados arriesgados pasan a ser vistos como aceptables (e incluso cautos). Este cambio en la evaluación del riesgo hace que tanto las empresas como los bancos otorguen una mayor importancia a

las expectativas (*animal spirits*) creyendo que el crecimiento de ganancias permitirá finalmente afrontar los préstamos resultantes sin refinanciación (se da un mayor peso a k_{it}^* que a k_{it} en la decisión financiera)². Es más, en el momento en que las empresas operan con márgenes de seguridad más estrechos con el fin de explotar oportunidades de inversión aparentemente rentables, los bancos buscan nuevas formas de incrementar el ratio de los activos con riesgo que generan fuertes rendimientos en relación con las reservas y las inversiones seguras por motivo de precaución (Minsky, 1974). La reducción de los «colchones» de seguridad de las dos partes del préstamo expone al sistema financiero a una creciente vulnerabilidad susceptible incluso a perturbaciones económicas relativamente pequeñas. Para Minsky, el desencadenante de una crisis financiera es una subida del tipo de interés la cual, argumenta, ocurrirá inevitablemente en un *boom* económico (Fazzari, Ferri and Greenberg, 2008). Bajo los actuales acuerdos de política monetaria dicha subida del tipo de interés puede ser resultado de las políticas de control de la inflación de los bancos centrales.

La comprensión minskyana de la relación entre estabilidad macroeconómica y fragilidad financiera puede ser discutida en términos de las actitudes ante el riesgo de los agentes económicos. En tiempos turbulentos, el valor presente descontado del flujo de renta de la empresa está sujeto a una

² Es más, el aceptable horizonte sobre el que opera una estrategia Ponzi o especulativa puede ser creciente. Es importante notar que cuanto más tiempo permanezca tranquilo el escenario económico, más afianzada se torna esta euforia. Los agentes minskyanos son miopes en el sentido en que fallan al apreciar las implicaciones del ciclo económica; sus creencias en la sostenibilidad del *boom* les dejan débilmente preparados para este consiguiente e inevitable final.

considerable incertidumbre y, por tanto, la empresa buscará reducir sus compromisos de caja con el fin de reducir la probabilidad de bancarrota. En contraposición, en un contexto de tranquilidad económica que se espera que continúe indefinidamente, la empresa tenderá a incrementar su confianza en el progresivo endeudamiento con el fin de explotar oportunidades de beneficio, teniendo la seguridad de que sus futuros flujos de caja esperados permitirán afrontar la carga financiera del préstamo. El retardo aceptable con el que el flujo de caja esperado debe convertirse en positivo se determina por la preferencia al riesgo de los directivos, con los amantes del riesgo participando en la «financiación Ponzi», con los contrarios al riesgo manteniendo posiciones de cobertura y con los neutrales al riesgo buscando estrategias especulativas (un apunte similar es hecho por Vercelli, y Sordi y Vercelli, *op. cit.*). Ninguna de estas estrategias es irracional, ni tampoco dependen de supuestas asimetrías de información. Más bien, los modelos econométricos sobre los que los agentes basan sus decisiones no son suficientemente precisos para proporcionarles indicios adelantados sobre la transición entre un régimen estable y otro más volátil. Entonces, los agentes actúan de forma racional y procesan la información disponible lo mejor que les permite su capacidad pero sus modelos econométricos tienden a sobreestimar la probabilidad de una estabilidad económica continuada (ver Tymoigne, 2009, p. 119, y las referencias al respecto)³.

A la vista de la discusión precedente, debería estar claro que la cuestión no es que la política de estabilización haya sido inefectiva en los últimos años. Por el contrario, podría

defenderse que paradójicamente ha funcionado «demasiado bien», reduciendo la volatilidad (e incertidumbre percibida) hasta tal punto que una recesión de la magnitud de la que actualmente afecta al mundo desarrollado vino a ser recordada como el «evento 3σ »⁴, a pesar del hecho de que al menos dos (y posiblemente más) profundas recesiones han ocurrido en EE.UU. en los últimos 80 años. La resultante depreciación del riesgo o, más precisamente, la inadecuada medición del riesgo ha tenido, y sigue teniendo, desastrosos efectos en la economía mundial. Por tanto, la HIF no debería necesariamente ser considerada una crítica a la política de estabilización *per se*, sino una aparente paradoja en macroeconomía cual es que la estabilidad no puede existir sin inestabilidad. No sólo es que cualquier equilibrio está acompañado por fuerzas desequilibrantes, sino que las muchas fuerzas subyacentes al *boom* económico son las que precipitan la quiebra final (Minsky, 1986, p. 183). Si la política de estabilización disfruta incluso de un moderado éxito en suavizar el ciclo económico, sobre todo a corto o medio plazo, las autoridades económicas deben intentar manejar estas fuerzas desestabilizadoras. La aproximación de Minsky a la política de estabilización fue la defensa del «gran gobierno» y el «gran banco» (Kregel, 1992), políticas a las que han vuelto muchas economías desarrolladas para salir de la crisis económica. Que el objetivo de estabilidad sea inherentemente desestabilizador es algo que está por probarse, pero lo que está claro es que el paradigma actualmente dominante puede inadvertidamente exacerbar la debilidad de la estructura financiera de la economía.

³ Igualmente, en muchos casos podría argumentarse que los agentes subestiman la duración de la fase contractiva del ciclo.

⁴ Esto es, tres desviaciones estándares de la media, lo que implica que la probabilidad de un *shock* de esta escala se creía que era 0,26% bajo el supuesto de normalidad.

3. ANÁLISIS EMPÍRICO DE LA HIPÓTESIS DE INESTABILIDAD FINANCIERA

La notable secuencia de burbujas de activos de creciente magnitud durante las pasadas dos décadas de estabilidad de precios puede ser vista como una violación de la hipótesis de Schwarz y una validación de la posición de Minsky. De hecho, que la crisis financiera que está teniendo lugar naciera en un periodo de inflación notablemente baja y estable es extraordinariamente coherente con la visión minskyana.

De forma similar, la controversia sobre la depreciación de los activos arriesgados y el predominio de los créditos *suprime* en los últimos años del *boom* tiene un aire de euforia minskyana. Sin embargo, mientras tales generalizaciones anecdóticas cautivaban a la prensa en los años recientes (Lahart, 2007), los intentos de validación empírica de la HIF son escasos⁵. Fazzari (1999) argumenta que mucha de la reciente modelización de economía financiera con fundamento microeconómico es complementaria al trabajo de Minsky y que la literatura empírica relacionada proporciona pruebas indirectas del keynesianismo financiero de Minsky (ver Hubbard, 1998). De manera similar, la HIF puede ser entendida como una prima de financiación externa fuertemente anticíclica en el contexto de la teoría del acelerador financiero de Bernanke, Gertler y Gilchrist (1996). De esta manera, la teoría minskyana puede ser asociada a la creciente literatura empírica y

teórica sobre el canal del crédito en la transmisión de la política monetaria. Sin embargo, en esta literatura faltan trabajos que aborden el análisis *directo* de la relación entre estabilidad microeconómica y fragilidad financiera. Es más, los estudios que directamente tratan la HIF se han centrado en el crecimiento de la fragilidad financiera a lo largo del tiempo o del ciclo económico (e.g. Lavoie y Seccareccia, 2001) en lugar de en la relación entre volatilidad y apalancamiento *per se*. Es precisamente esta laguna la que este trabajo espera tratar.

En línea con la discusión anterior, la HIF debe ser rigurosamente definida como la creencia de que periodos de estabilidad económica llevan a una creciente fragilidad financiera. Esta puede ser representada como una simple relación de la forma:

$$L = f(\underline{x}, \underline{\Psi}^x) \quad (1)$$

donde L denota fragilidad financiera, $\underline{x}$ un vector de variables macroeconómicas y financieras y $\underline{\Psi}^x$ un vector de sus volatilidades que varían con el tiempo. Bajo la HIF, $L \propto 1/\underline{\Psi}^x$, una hipótesis que puede ser fácilmente verificada por una estimación MCO de (1). Enmarcar la HIF de esta manera subraya dos temas fundamentales que deben ser tratados en el análisis empírico: la definición y medición de la fragilidad financiera y de la estabilidad.

La creencia de Minsky en la trilogía de las estructuras financieras antes definida ofrece un marco simple para tratarla en los términos de la relación entre salidas (obligaciones) de caja y entradas de caja. En el presente trabajo, ésta será aproximada por el ratio entre obligaciones corporativas crediticias de mercado y el beneficio corporativo antes

⁵ Esto no supone rechazar la existencia de una creciente literatura sobre modelos basados en simulación de sistemas minskyanos. Ejemplos notables incluyen Taylor y O'Connell (1985); Delli Gatti, Gallegati y Gardini (1993); y Fazzari, Ferri y Greenberg (2008).

de impuestos⁶. Utilizaremos tres definiciones del ratio obligaciones/beneficios: 1) el ratio de apalancamiento general (definido como el total de las obligaciones de mercado/renta antes de impuestos); 2) el ratio de crédito ((créditos de banco + hipotecas)/renta); y 3) el ratio de bonos ((bonos + papel comercial)/renta). Estos tres ratios son de ahora en adelante denominados colectivamente como los ratios de responsabilidad y son identificados por su nombre sólo cuando la diferenciación es necesaria.

Esta subdivisión de la deuda corporativa en fuentes de financiación bancaria y no bancaria puede ofrecer interesantes perspectivas. En particular, permite no sólo el análisis del efecto de la incertidumbre en el nivel de deuda corporativa, sino también en las preferencias de las empresas sobre diferentes fuentes de financiación dependiendo del grado de incertidumbre percibida. Está relativamente aceptado que la financiación bancaria es más flexible que la financiación mediante bonos dado que es posible para las empresas renegociar las condiciones de un préstamo *ex post* si el panorama económico cambiase. Por tanto, en tiempos de incertidumbre, las empresas pueden seleccionar inclinándose por la financiación bancaria. Por supuesto, esta mayor flexibilidad se refleja en un diferencial positivo de tipos de interés entre financiación bancaria y financiación por medio de bonos, y de este modo las empresas pueden confiar crecientemente en el segundo en tiempos de esta-

bilidad económica con el fin de optimizar el menor coste de capital.

En lo que respecta a la medición de la estabilidad económica y financiera, la volatilidad cambiante en el tiempo de una serie puede ser aproximada por la varianza condicional estimada usando una especificación GARCH. En este artículo se considerarán tres tipos de estabilidad: a) estabilidad del tipo de interés relevante dado el ratio de deuda; b) estabilidad de la tasa de crecimiento del PIB real; y c) estabilidad de los beneficios corporativos antes de impuestos. De entre los muchos indicadores posibles estos tres concentran las mayores fuentes de incertidumbre que se puede esperar a la hora de tomar la decisión de inversión⁷.

3.1. Estimación de la Varianza Condicional

Engle (1982) notó que muchas series económicas temporales exhiben heterocedasticidad condicional autorregresiva (ARCH). Esto es, la varianza de muchas series temporales no es constante, exhibiendo periodos de tranquilidad y periodos de volatilidad (como observó Mandelbrot, 1963). El modelo ARCH(q) es definido como sigue:

$$y_t = \underline{x}_t \underline{\beta} + \varepsilon_t \quad (2)$$

$$\varepsilon_t = v_t \sigma_t \quad (3)$$

$$\sigma_t^2 = \beta_0 + \sum_{j=1}^q \beta_j \varepsilon_{t-j}^2 \quad (4)$$

⁶ El uso de la renta nominal antes de impuestos se debe al hecho de que los pagos de deuda están hechos por la renta antes de impuestos. De manera similar, no hay desgravaciones para los dividendos ya que estos están legalmente subordinados a la deuda (las empresas deben dar prioridad al servicio de la deuda sobre el pago de dividendos). Las fuentes de todos los datos utilizados en la estimación se hayan en el Apéndice. La base de datos y programas informáticos asociados están disponibles bajo petición.

⁷ Pruebas iniciales con la volatilidad del mercado de acciones en lugar de la de renta antes de impuestos sufrieron de errores estándares excesivos debidos al ruido de los datos. De forma similar, mientras que puede parecer que si la volatilidad del PIB real y renta antes de impuestos capturasen el mismo efecto, las series de varianza condicionales difieren notablemente, como será discutido después.

donde $E(\varepsilon_t) = 0$, $E(\varepsilon_t^2) = \sigma^2$, $E(\varepsilon_t \varepsilon_{t+s}) = 0$ $\forall s \neq 0$, $\varepsilon_t \sim iid(0,1)$ y σ_t^2 es la varianza condicional. Nótese que para la no negatividad de la varianza condicional se precisa que $\beta_j > 0$ para todo $j = 0, 1, \dots, q$ y que $\sum_{j=1}^q \beta_j < 1$ asegura estabilidad dinámica. Bollerslev (1986) generalizó el modelo ARCH(q) especificando un proceso ARMA(p,q) para el error de la varianza, resultando en el modelo GARCH(p,q) donde (3) es sustituido por:

$$\sigma_t^2 = \beta_0 + \sum_{j=1}^q \beta_j \varepsilon_{t-j}^2 + \sum_{j=1}^p \mu_j \sigma_{t-j}^2 \quad (5)$$

Se demuestra directamente que la no negatividad en este caso requiere que $\beta_0 > 0$ y que $\beta_j \geq 0$ y $\mu_j \geq 0$ para todo $j = 0, 1, \dots, m$ donde $m = \max(p, q)$. Además, ε_t^2 es estacionario en covarianza si $\sum_{j=1}^m (\beta_j + \mu_j) < 1$.

GARCH tiene la ventaja de que generalmente es más «parsimonioso» que ARCH con el modelo GARCH(1,1) probándose suficiente en la mayoría de los casos (Bollerslev, Chou y Kroner, 1992, p.10). Más generalmente, es una práctica común seleccionar una estructura de retardos suficientemente amplia para asegurar que ambos ε_t y ε_t^2 sean «ruidos blancos». Esto puede ser verificado con un test *portmanteau* como el del estadístico-Q de Ljung-Box (1978).

En ambos modelos ARCH y GARCH, la varianza incondicional es constante mientras que la varianza condicional captura la heterocedasticidad. Por tanto, la varianza condicional puede ser interpretada como una medida de la volatilidad cambiante en el tiempo de la serie tratada. Este método de análisis del riesgo se ha convertido en una práctica común en las finanzas empíricas y la literatura de tipos de cambio (véase Engle y Bollerslev, 1986, para un primer ejemplo, y Bollerslev et al., 1992, para profundizar).

Para los objetivos del presente trabajo, los modelos GARCH(1,1) se muestran adecuados en todos los casos, con la media de la ecuación especificada como un simple modelo autorregresivo con suficientes retardos (habitualmente no secuenciales) que eliminan la correlación serial de acuerdo al estadístico Q al nivel 5%. Las series de volatilidad variante en el tiempo estimadas se presentan en el gráfico n.º 1⁸. Nótese que se consideran tres tipos de interés: la media ponderada de la tasa de préstamos *prime*, la tasa de las hipotecas a 30 años, los rendimientos de bonos corporativos AAA y rendimiento de papel corporativo AA, R_t^A ; la media ponderada del préstamo y tasas hipotecarias solas, R_t^{LM} ; y la media ponderada de los rendimientos de los bonos y el papel solos, R_t^{BP} . Estos tipos de interés se relacionan con el ratio general de apalancamiento, el ratio de crédito y el ratio de bonos, respectivamente⁹.

Algunas tendencias son fácilmente identificables. En primer lugar, los riesgos de los tres tipos de interés exhiben un profundo y rápido aumento durante la desinflación de la era Volcker, reflejando el notable aumento del tipo de interés ocasionado por la Reserva Federal en sus intentos de controlar la inflación. Es interesante reseñar que la volatilidad de la remuneración bono/papel es considerablemente inferior a la tasa préstamos/hipotecas durante este periodo. Esto sugiere que los bancos tienden a permitir que los tipos de interés de sus préstamos sigan de cerca el tipo de interés de la Reserva Federal durante la

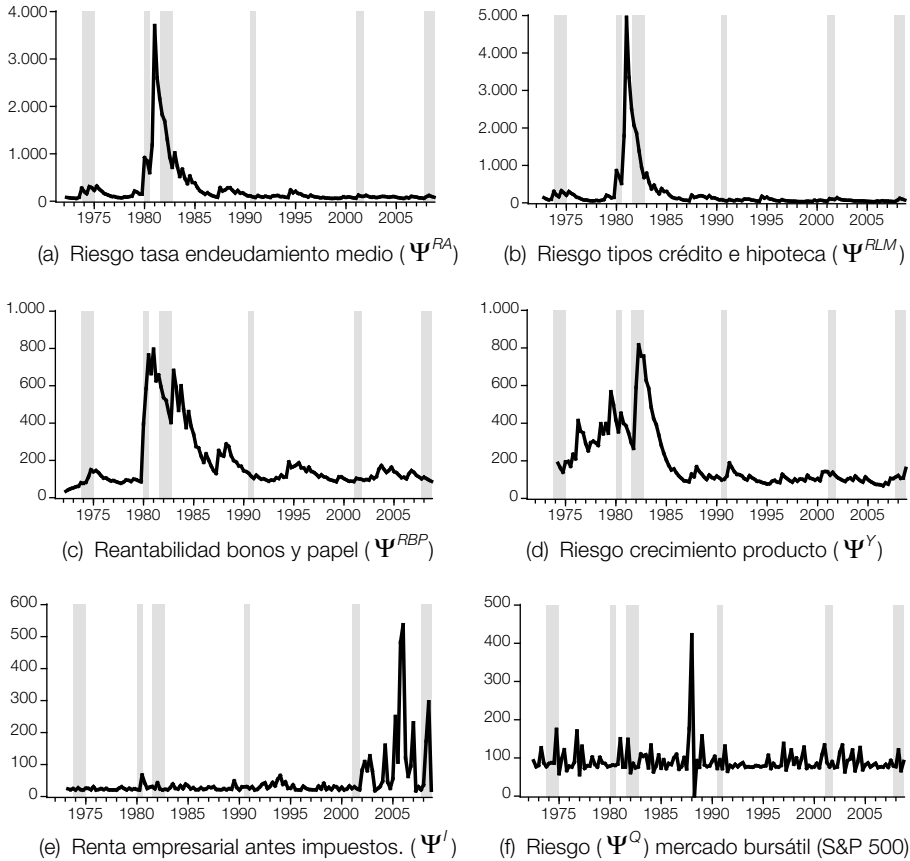
⁸ Nótese que las series de varianza condicional han sido indicadas. Estos valores son usados en la estimación de regresiones de segunda etapa con el fin de quitar cualquier factor de escala.

⁹ Ver el apéndice para detalles sobre el procedimiento de la ponderación.

Gráfico n.º 1

Serie de Varianza Condicional

(año 2002=100, las recesiones NBER aparecen sombreadas)



Fuente: Elaboración propia.

desinflación mientras el mercado de bonos observaba la política con algo de incredulidad y prestaba mayor atención a los fundamentos, adoptando el lenguaje financiero. La existencia de tales diferencias sugiere que puede ser preferible tratar por separado la financiación bancaria y la realizada por medio de bonos.

La volatilidad del crecimiento económico indica un periodo de marcada y prolongada estabilidad que comienza a mitad de los años ochenta (la denominada «gran moderación»). Finalmente, la volatilidad de la renta antes de impuestos aumenta notablemente cuando cambia el siglo, resultado de la inflación y el posterior estallido de la bur-

buja *dotcom*, así como de los trágicos sucesos del 7 de septiembre de 2001. Es interesante señalar, sin embargo, que esta volatilidad de la renta persiste a lo largo de la subsiguiente recuperación, exhibiendo un marcado y rápido aumento en 2008. La volatilidad condicional de la tasa de crecimiento del índice S&P 500 está incluida en el panel (f) con fines comparativos dado que muestra un indicador inferior a la volatilidad de renta durante la experimentación inicial con los datos. Este pobre resultado está basado en las altas varianzas del error inducidas por los ruidos de los datos del mercado bursátil¹⁰.

3.2. Modelización estática

Las series de volatilidad variante en el tiempo antes estimadas pueden ahora ser incluidas en (1) y la relación estimada por el ubicuo modelo de regresión lineal estático:

$$L_t^{(k)} = \gamma_0 + \gamma_1 R_t^{(k)} + \gamma_2 Y_t + \gamma_3 Q_t + \gamma_4 \Psi_t^{R(k)} + \gamma_5 \Psi_t^Y + \gamma_6 \Psi_t^I + \sum_{i=6}^n \gamma_{(i+6)} L_{t-i}^{(k)} + e_t \quad (6)$$

donde $L_t^{(k)}$ denota uno de los ratios de deuda, el tipo de interés $R_t^{(k)}$, la tasa de crecimiento del producto Y_t , el índice de valor

neto Q_t se incluye como variables de control, y Ψ_t^* denota las varias series de volatilidad condicional identificadas por los superíndices correspondientes. Nótese que el superíndice '(k)' identifica qué ratio de deuda y, por tanto, qué nivel de tipo de interés y volatilidad son empleados, con 'A' denotando las obligaciones totales del mercado de crédito, 'LM' préstamos e hipotecas y 'BP' bonos y papel comercial. Finalmente, los retardos de la variable dependiente están incluidos para contabilizar la correlación serial, donde la duración del retardo h es el valor más pequeño requerido por los residuos ruido blanco¹¹. Los resultados son presentados en el cuadro 1.

En primer lugar, nótese que las series de volatilidad son estadísticamente significativas en todos los casos excepto la tasa de crecimiento del riesgo en la regresión de L_t^A , la cual no es nunca conjuntamente significativa con las otras series de volatilidad al 1%. De manera importante, los coeficientes estimados en estas series de volatilidad variantes en el tiempo son negativos en todos los casos, indicando que las empresas reducen su confianza en la financiación de deuda durante periodos de agitación económica y explotan periodos de tranquilidad aumentando su endeudamiento en el mercado de crédito. La robustez de este resultado entre especificaciones da un fuerte apoyo a la postura *minskyana*. Es más, comparando los coeficientes asociados con las medidas de riesgo en las columnas 2 y 3 del cuadro n.º 1, es interesante notar que el ratio de bonos muestra mayor sensibilidad a la volatilidad económica y financiera que el ratio de deuda, dejando algo de apoyo a la no-

¹⁰ La presencia de valores excepcionales en estas series podría potencialmente generar ineficiencia en la estimación MCO de (6), aunque no plantean ninguna amenaza a su insesgadez o consistencia. Sin embargo, el análisis de los resultados de las regresiones que incluyen estas series como variables independientes (incluyendo las dadas posteriormente) revela que los residuos son típicamente aproximadamente normales. Es más, la inclusión del intercepto y de *dummies* para el cambio en pendiente que capturan los valores extremos, así como varios efectos interacción, no cambiaron demasiado el patrón de significatividad y en ningún caso cambió el signo del coeficiente estimado en ninguna de las series de varianzas. Es más, las *dummies* y los términos de interacción eran invariablemente estadísticamente no significativos a cualquier nivel de significación tradicional.

¹¹ Nótese que, en la práctica, los retardos incluidos en el modelo no son necesariamente secuenciales (Cuadro n.º 1).

Cuadro n.º 1

Estimación MCO

Variable dependiente: L_{t-1}^A			Variable dependiente: L_{t-1}^{LM}			Variable dependiente: L_{t-1}^{BP}		
Regresor	Coefficiente	Error Estd.	Regresor	Coefficiente	Error Estd.	Regresor	Coefficiente	Error Estd.
Constante	-18,617	15,863	Constante	-6,430	4,333	Constante	-4,522	6,499
R_t^A	6,329***	1,471	R_t^{LM}	2,003***	0,387	R_t^{BP}	2,547***	0,677
Y_t	-2,878***	0,909	Y_t	-0,438	0,296	Y_t	-1,166***	0,305
Q_t	0,231***	0,054	Q_t	0,054***	0,016	Q_t	0,110***	0,024
Ψ_t^{RA}	-0,013**	0,006	Ψ_t^{RLM}	-0,003**	0,001	Ψ_t^{RBP}	-0,017**	0,007
Ψ_t^Y	-0,023	0,016	Ψ_t^Y	-0,009*	0,005	Ψ_t^Y	-0,011*	0,006
Ψ_t'	-0,067**	0,026	Ψ_t'	-0,020**	0,008	Ψ_t'	-0,035***	0,010
L_{t-1}^A	0,966***	0,087	L_{t-1}^{LM}	0,992***	0,041	L_{t-1}^{BP}	0,928***	0,020
L_{t-2}^A	-0,142	0,123	L_{t-5}^{LM}	-0,214**	0,093			
L_{t-3}^A	0,114	0,088	L_{t-6}^{LM}	0,158**	0,079			
R2	0,956		R2	0,967		R2	0,973	
Adj. R2	0,953		Adj. R2	0,965		Adj. R2	0,972	
BG s/correl.	3,374		BG s/correl.	2,048		BG s/correl.	2,665	
White het.	27,823		White het.	25,671		White het.	20,056	
F_{RISK}	4,871		F_{RISK}	4,679		F_{RISK}	9,029	

Nota: '***' indica significativo al nivel 10%, '**' al nivel 5% y '*' al nivel 1%. 'BG s/correl.' denota el LM test de Breusch-Godfrey para la correlación serial mientras 'White het.' denota el LM test de White para la heterocedasticidad. Ninguno indica mala especificación del modelo a ningún nivel estándar de significatividad. ' F_{RISK} ' denota el test F de significatividad conjunta $\Psi_t^{R(k)}$, Ψ_t' .

Fuente: Elaboración propia.

ción de que las empresas prefieren la financiación bancaria en tiempos de agitación económica.

Entre las variables de control, el efecto positivo del mercado bursátil en los ratios de deuda refleja el impacto en el acceso al crédito de una garantía mejorada. Es más, el mercado bursátil ofrece un indicio de sentimiento inversor, sirviendo un mercado de boyante como indicador de grandes beneficios esperados. Estas expectativas son entonces capitalizadas en forma de mayor endeudamiento. Los coeficientes negativos del crecimiento económico pueden ser entendidos en términos de la mayor disponibilidad y uso de fondos internos durante las expansiones económicas. Sin embargo, como se defenderá más adelante puede también reflejar la incapacidad de las regresiones estáticas para distinguir entre efectos que operan en direcciones diferentes en diferentes escalas de tiempo. Es posible que el efecto a corto plazo de un mayor crecimiento del endeudamiento sea negativo debido a la creciente disponibilidad de fondos internos, mientras que el efecto a largo plazo sea positivo dado que las empresas aumentan su endeudamiento basándose en expectativas optimistas. De manera similar, los coeficientes positivos del tipo de interés en cada caso chocan con la aceptada creencia de que mayores tipos de interés reducen el endeudamiento. Sin embargo, la existencia de una relación positiva entre el tipo de interés y el ratio de deuda puede resultar de la cercana asociación entre tipos de interés nominales, inflación, inversión y apalancamiento a más largo plazo. La esperada relación negativa puede ser confinada a corto plazo, en cuyo caso un modelo dinámico puede superar la simple especificación estática de (6).

4. MODELIZACIÓN DINÁMICA

Un potencial defecto de la estimación estática previa es que no tiene en cuenta explícitamente la posibilidad de cointegración entre las series no estacionarias¹². Esta forma de mala especificación del modelo genera un sesgo por omisión de variables, donde la variable omitida es el término del error de corrección. Mientras que tomar primeras diferencias en los datos resolvería este problema, también quitaría mucha de la información contenida en las variables nivel. Esta observación, junto con la omisión de la dinámica de la especificación MCO antes nombrada, sugiere que el desarrollo de un modelo de corrección de error (ECM) puede mejorar la modelización de la decisión de endeudamiento de la empresa.

Una relación de cointegración es frecuentemente descrita como un equilibrio a largo plazo, aunque este concepto de equilibrio difiere del familiar para los teóricos de la economía dado que sólo puede existir entre series no estacionarias. De manera más general, las relaciones a largo plazo pueden existir no sólo entre series no estacionarias sino también entre cualquier combinación concebible de estacionariedad y variación no estacionaria siempre que la ecuación permanezca equilibrada. El enfoque ARDL para modelizar relaciones de niveles a largo plazo (Pesaran y Shin, 1998; Pesaran, Shin y Smith, 2001; en lo sucesivo el método PSS) ofrece un método simple con el que modelizar dichos procesos. Esta

¹² La prueba de raíz unitaria (no incluida) sugiere que Y , Ψ^I y Ψ^{RLM} son $I(0)$ mientras todas las demás variables siguen un proceso $I(1)$. Encontrar que Ψ^Y y Ψ^{RBP} son $I(1)$ indica que la varianza de estas series de varianzas condicionales es asintóticamente infinita. Este es un resultado interesante que merece estudiarse en profundidad pero que queda fuera del objetivo de este artículo.

propiedad del método PSS es particularmente atractiva en este contexto debido a los diferentes niveles de integración de las variables analizadas.

El modelo ARDL(r-1,r) toma la forma:

$$\Delta L_t^{(k)} = a_0 + \rho L_{t-1}^{(k)} + \theta X_{t-1}^{(k)} + \sum_{i=1}^{r-1} \phi_i \Delta L_{t-i}^{(k)} + \sum_{i=0}^r \pi_i \Delta X_{t-i}^{(k)} + v_t \quad (7)$$

donde $|\rho| < 1$ es la velocidad de corrección del equilibrio, $X_t^{(k)}$ es una matriz de variables independientes relacionadas con la medida de apalancamiento elegida, $L_t^{(k)}$ (incluyendo la varianza condicional y en nivel del tipo de interés relevante así como del índice de stock, tasa de crecimiento del output, etc.), π_i es una matriz de coeficientes desconocidos, y v_t es un proceso de error gaussiano serialmente incorrelacionado. La prueba-F basada en los límites PSS para la existencia de relaciones estables a largo plazo comprueba la hipótesis conjunta nula $\rho = \theta = 0$, con valores críticos simulados dados por PSS sujetos a la especificación de los componentes determinísticos del modelo. Bajo la hipótesis nula, (7) se reduce al modelo de regresión estándar en primeras diferencias y no existe ninguna relación en el largo plazo entre los niveles de las variables. Bajo la hipótesis alternativa, los coeficientes a largo plazo son computados como $\hat{\lambda} = -\hat{\theta} / \hat{\rho}$. La estructura de retardos se determina usando el método general-a-específico comenzando con $r = 4$ para después eliminar secuencialmente los regresores diferenciados no significativos al nivel del 10% hasta alcanzar un grado de significación aceptable.

Los resultados del análisis ARDL se presentan en el cuadro n.º 2. En todos los casos, la prueba F PSS permite rechazar la hipótesis nula al nivel del 5%. Es más, las

pruebas de diagnóstico no revelan evidencia de mala especificación del modelo, validando el uso de la especificación de corrección de error. La supuesta relación negativa entre volatilidad económica y los diversos ratios de deuda es otra vez observada en todos los casos. Mientras el patrón de significación de la serie varianza condicional es algo más ambiguo que en el caso estático, se mantiene una fuerte evidencia de que las empresas toman en cuenta la volatilidad del tipo de interés, la tasa de crecimiento de la economía y las fuentes de riqueza y productividad al tomar decisiones financieras. La incertidumbre de la tasa de crecimiento es la serie más significativamente volátil de los tres modelos, quizás reflejando el hecho de que las predicciones de crecimiento del producto están ampliamente disponibles a través de una variedad de fuentes creíbles mientras tal información está menos disponible en el caso de los tipos de interés y renta antes de transferencias (las empresas pueden tener menos confianza en las predicciones más tentativas que están disponibles para estas variables).

Es interesante reseñar que todas las series de riesgo son significativas en el largo plazo al nivel del 1% en la ecuación del ratio de bonos, indicando que la emisión de bonos y papel corporativo puede ser particularmente sensible a la volatilidad económica percibida. Es más, la magnitud de los coeficientes a largo plazo $\lambda^{\Psi RBP}$ y $\lambda^{\Psi I}$ es considerablemente mayor en la ecuación de ratio de bonos que en las otras ecuaciones. Estas observaciones una vez más reflejan la mayor flexibilidad de la financiación bancaria en relación a la financiación en forma de bonos. De aquí se desprende que la capacidad de renegociación *ex post* de las condiciones de los créditos bancarios en tiempos de difícil

Cuadro n.º 2
Estimación ARDL

Variable dependiente: ΔL_t^A			Variable dependiente: ΔL_t^{LM}			Variable dependiente: ΔL_t^{BP}		
Regresor	Coefficiente	Err. Est	Regresor	Coefficiente	Err. Est	Regresor	Coefficiente	Err. Est
Constant	-27,929**	12,460	Constant	-8,046**	3,321	Constant	-12,642**	5,363
L_{t-1}^A	-0,125***	0,022	L_{t-1}^{LM}	-0,101***	0,018	L_{t-1}^{BP}	-0,124***	0,020
R_{t-1}^A	8,885***	1,473	R_{t-1}^{LM}	2,370***	0,417	R_{t-1}^{BP}	4,029***	0,629
Y_{t-1}	3,026***	0,990	Y_{t-1}	0,928***	0,278	Y_{t-1}	-0,157	0,303
Q_{t-1}	0,317***	0,048	Q_{t-1}	0,060***	0,013	Q_{t-1}	0,190***	0,024
Ψ_{t-1}^{RA}	-0,005	0,005	Ψ_{t-1}^{RLM}	0,000	0,001	Ψ_{t-1}^{RBP}	-0,019***	0,006
Ψ_{t-1}^Y	-0,065***	0,016	Ψ_{t-1}^Y	-0,016***	0,005	Ψ_{t-1}^Y	-0,020***	0,005
Ψ_{t-1}^I	-0,042*	0,023	Ψ_{t-1}^I	-0,011	0,007	Ψ_{t-1}^I	-0,047***	0,011
ΔR_{t-2}^A	-7,613**	3,019	ΔR_{t-3}^{LM}	-2,240***	0,741	ΔL_{t-3}^{BP}	-0,137*	0,074
ΔR_{t-3}^A	-9,187***	2,538	ΔR_{t-4}^{LM}	-2,304***	0,873	ΔR_{t-1}^{BP}	-3,034***	1,153
ΔR_{t-4}^A	-4,985*	2,814	ΔY_t	-2,291***	0,469	ΔR_{t-3}^{BP}	-4,131***	1,254
ΔY_t	-6,909***	1,619	ΔY_{t-1}	-1,259***	0,439	ΔY_t	-2,489***	0,512
ΔY_{t-1}	-3,689***	1,378	ΔY_{t-4}	-2,232***	0,448	ΔY_{t-4}	-2,005***	0,499
ΔY_{t-4}	-6,890***	1,475	ΔQ_{t-1}	-0,193**	0,095	ΔQ_{t-1}	-0,198*	0,117
ΔQ_{t-1}	-0,602**	0,298	ΔQ_{t-4}	-0,188*	0,111	ΔQ_{t-3}	-0,269**	0,127
ΔQ_{t-2}	-0,583*	0,318	$\Delta \Psi_{t-2}^{RLM}$	-0,004***	0,002	ΔQ_{t-4}	-0,379***	0,133
ΔQ_{t-3}	-0,588*	0,331	$\Delta \Psi_{t-1}^Y$	0,023***	0,008	$\Delta \Psi_t^I$	-0,048***	0,009
ΔQ_{t-4}	-0,995***	0,350	$\Delta \Psi_t^I$	-0,021***	0,007	$\Delta \Psi_{t-1}^I$	0,030***	0,009

Cuadro n.º 2 (continuación)

Estimación ARDL

Variable dependiente: ΔL_t^A			Variable dependiente: ΔL_t^{LM}			Variable dependiente: ΔL_t^{BP}		
Regresor	Coefficiente	Err. Est	Regresor	Coefficiente	Err. Est	Regresor	Coefficiente	Err. Est
$\Delta \Psi_{t-1}^Y$	0,064**	0,026				$\Delta \Psi_{t-4}^I$	0,016**	0,008
$\Delta \Psi_{t-3}^Y$	0,067**	0,027						
$\Delta \Psi_t^I$	-0,078***	0,022						
λ^{RA}	71,264***	11,970	λ^{RLM}	23,390***	3,731	λ^{RBP}	32,406***	6,271
λ^Y	24,273**	9,878	λ^Y	9,164***	3,506	λ^Y	-1,263	2,396
λ^Q	2,543***	0,436	λ^Q	0,591***	0,142	λ^Q	1,527***	0,191
$\lambda^{\Psi RA}$	-0,041	0,040	$\lambda^{\Psi RLM}$	-0,001	0,013	$\lambda^{\Psi RBP}$	-0,149***	0,053
$\lambda^{\Psi Y}$	-0,521***	0,112	$\lambda^{\Psi Y}$	-0,155***	0,041	$\lambda^{\Psi Y}$	-0,157***	0,037
$\lambda^{\Psi I}$	-0,333*	0,183	$\lambda^{\Psi I}$	-0,112	0,072	$\lambda^{\Psi I}$	-0,378***	0,091
R2	0,643		R2	0,638		R2	0,617	
Adj. R2	0,581		Adj. R2	0,587		Adj. R2	0,559	
BG s/correl.	3,960		BG s/correl.	1,436		BG s/correl.	0,986	
White het.	30,928		White het.	31,307		White het.	23,904	
F_{PSS}	12,063		F_{PSS}	14,187		F_{PSS}	11,637	

Nota: selección de retardos lograda por el método general-a específico empezando con cuatro retardos de todas las variables diferenciadas y usando el 10% como regla de decisión. ' F_{PSS} ' denota el F-test PSS para la existencia de relación a largo plazo donde los límites del valor crítico 5% relevante son 3.15 y 4.43. El ' λ^* ' denota los coeficientes del largo plazo.

Fuente: Elaboración propia.

tad financiera lleva a las empresas a favorecer la financiación bancaria en periodos de elevada incertidumbre, dejando el ratio préstamo/renta relativamente menos sensible al tipo de interés y al riesgo de flujo de caja.

Entre las variables de control, el efecto a largo plazo del mercado bursátil en el apalancamiento es una vez más uniformemente positivo y altamente significativo, reflejando la asociación entre índices bursátiles y los flujos esperados de caja de las empresas. Se observa de nuevo una fuerte asociación positiva entre tipo de interés y ratios de deuda (al menos a largo plazo) a pesar de la incorporación de sofisticados modelos dinámicos. Es, sin embargo, digno de mencionar que los coeficientes de la dinámica de los tipos de interés son, sin excepción, negativos. Esto sugiere que el coeficiente de largo plazo está recogiendo la asociación positiva entre el tipo de interés y el ratio de deuda que surge de la estrecha relación positiva entre préstamo, inversión, inflación y tipo de interés en el largo plazo. En contraste, los tipos dinámicos recogen la forma en que las empresas tratan de economizar en deuda a corto plazo dado que su servicio se vuelve más costoso.

Resulta interesante comprobar que la relación negativa entre el crecimiento del producto y los diversos ratios de endeudamiento observados en las regresiones MCO cambian en los modelos ARDL en el largo plazo. Antes se ha afirmado que el mayor crecimiento económico está asociado con el creciente uso de fondos propios, generando el observado efecto negativo. Sin embargo, el mayor crecimiento económico está generalmente asociado a mayores expectativas de beneficio, valores de activos elevados y mayor riqueza neta garantizable y puede, entonces, generar un mayor apalancamiento. Estos dos efectos están presentes en el modelo

ARDL, el primero dominando en el corto plazo (nótese los coeficientes negativos en los ΔY_t) y el segundo en el largo plazo.

Conjuntamente con estas respuestas opuestas a corto y largo plazo, la modesta velocidad estimada de corrección del equilibrio (entre el 40 y 50% por año) sugiere que las empresas están restringidas en su capacidad para cambiar sus ratios de endeudamiento a corto plazo, llevándoles más de dos años alcanzar el ajuste completo. Este resultado es intuitivamente razonable dada la naturaleza a largo plazo de los contratos de crédito y las restricciones impuestas por los flujos de caja generados por las actividades de negocio de las empresas. Además, sugiere que las convenciones financieras claves de la HIF pueden cambiar relativamente despacio y que las expectativas de los agentes económicos pueden presentar cierto grado de inercia.

5. CONCLUSIONES

La proposición de Minsky de que la estabilidad económica está asociada a una creciente fragilidad financiera tiene profundas implicaciones para la dirección de la política monetaria. En el caso límite, implica que las políticas de control de la inflación (*inflation-targeting*) de muchos bancos centrales modernos son incoherentes con su responsabilidad fundamental de asegurar la solidez del sistema financiero. Esto sitúa a las autoridades económicas ante un dilema, que afronta con una aparente elección entre perseguir la estabilidad macroeconómica o mantener un sistema financiero robusto¹³.

¹³ En la práctica, enmarcar el tema de esta forma «blanco-negro» puede oscurecer las escalas de grises entre estos dos casos límites pero de cualquier forma ilustra el concepto adecuadamente.

A pesar de la resonancia de esta proposición, los intentos de probar empíricamente esta hipótesis son notablemente escasos. Este trabajo ha seguido un procedimiento de estimación en dos etapas en el que la volatilidad condicional de varios indicadores clave se estima usando modelos GARCH, y el poder explicativo de las variables *proxies* de riesgo variable en el tiempo se analiza en regresiones secundarias. Han sido verificadas dos especificaciones distintas de los modelos secundarios: (a) simple MCO en niveles, tal y como es práctica común en la literatura financiera empírica; y (b) un ARDL-ECM que explícitamente contabiliza la no estacionariedad de un subconjunto de regresores e introduce dinámicas sofisticadas. Los resultados ofrecen un sustancial apoyo a la supuesta relación inversa entre las distintas medidas de riesgo y los ratios de estancamiento agregado de las corporaciones. Además, los resultados son notable-

mente robustos a la desagregación de los pasivos de las empresas entre aquellos proporcionados por los bancos y aquellos emitidos directamente por las empresas. Por lo tanto, los resultados sustentan fuertemente la visión minskyana de que la estabilidad económica en EE.UU. desde los años setenta ha llevado a un incremento de la exposición de deuda y de la fragilidad financiera.

Estos resultados plantean un tema de primordial importancia: ¿Cómo pueden las autoridades monetarias y fiscales conciliar los aparentemente en conflicto objetivos de estabilidad económica y robustez financiera? ¿Es la búsqueda de la estabilidad en última instancia autodestructiva? La «solución» a este dilema, de existir realmente tal dilema, sigue sin estar clara y está seguramente entre los temas de investigación en macroeconomía más importantes del momento.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BERNANKE, B. y GERTLER, M. (1989): «Agency costs, net worth, and business fluctuations», *American Economic Review*, 79: 14-31.
- 1990: «Financial fragility and economic performance», *Quarterly Journal of Economics*, 105: 87-114.
- BERNANKE, B., GERTLER, M. y GILCHRIST, S. (1996): «THE financial accelerator and the flight to quality», *Review of Economics and Statistics*, 78: 1-15.
- BOLLERSLEV, T. (1986): «Generalized autoregressive conditional heteroskedasticity», *Journal of Econometrics*, 31: 307-327.
- BOLLERSLEV, T., CHOU, R.Y. y KRONER, K.F. (1992): «ARCH modeling in finance», *Journal of Econometrics*, 52: 5-59.
- DE ANTONI, E. (2007): «Minsky on financial instability», en ARESTIS, P. y SAWYER, M.C. (eds.), *A handbook of alternative monetary economics*, Edward Elgar, Cheltenham: 154-171.
- DELLI GATTI, D., GALLEGATI, M. y GARDINI, L. (1993): «Investment confidence, corporate debt and income fluctuations», *Journal of Economic Behaviour and Organisation*, 22: 161-187.
- ENGLE, R.F. (1982): «Autoregressive conditional heteroskedasticity with estimates of the variance of U.K. inflation», *Econometrica*, 50: 987-1008.
- ENGLE, R.F. y BOLLERSLEV, T. (1986): «Modelling the persistence of conditional variances», *Econometric Reviews*, 5: 1-50.
- FAZZARI, S. (1999): «Minsky and the Mainstream: Has recent research rediscovered Financial Keynesianism?», Levy Economics Institute of Bard College, Bard College, working paper, 278, Annandale-on-Hudson (NY).
- FAZZARI, S., FERRI, P. y GREENBERG, E. (2008): «Cash flow, investment, and Keynes-Minsky cycles», *Journal of Economic Behavior and Organisation*, 65: 555-572.
- GREENSPAN, A. (1998): «Question: Is there a new economy?», remarks by Chairman Greenspan at the Haas Annual Business Faculty Research Dialogue, University of California, Berkeley, September 4.
- HAYES, M.G. (2006): «Financial bubbles», en ARESTIS, P. y SAWYER, M.C. (eds.), *A handbook of alternative monetary economics*, Edward Elgar, Cheltenham, 420-437.
- HUBBARD, R.G. (1998): «Capital-market imperfections and investment», *Journal of Economic Literature*, 35: 193-225.
- KREGEL, J.A. (1992): «Minsky's «two price» theory of financial instability and monetary policy: Discounting versus open market intervention», en FAZZARI, S.M. y PAPADIMITRIOU, D.B. (eds.), *Financial conditions and macroeconomic performance: Essays in honor of Hyman P. Minsky*, M.E. Sharpe, London: 85-103.
- LAHART, J. (2007): «In time of tumult, obscure economist gains currency», *Wall Street Journal*, August 18.
- LAVIOE, M. y SECCARECCIA, M. (2001): «Minsky's financial fragility hypothesis: A missing macroeconomic link?», en BELLOFIORE, R. y FERRI, P. (eds.), *Financial fragility and investment in the capitalist economy: The economic legacy of Hyman Minsky*, vol. 2, Edward Elgar, Cheltenham: 76-96.
- LJUNG, G.M. y BOX, G.E.P. (1978): «On a measure of a lack of fit in time series models», *Biometrika*, 65: 297-303.
- MANDELBROT, B. (1963): «The variation of certain speculative prices», *Journal of Business*, 36: 394-419.
- MELTZER, A.H. (2002): «A history of the Federal Reserve, volume 1: 1913-1951», University of Chicago Press, Chicago.
- MINSKY, H.P. (1974): «The modeling of financial instability: An introduction», *Modeling and Simulation*, 5(1): 267-272. Reprinted in Committee on Banking, Housing and Urban Affairs (ed.), 1975, *Compendium of Major Issues in Bank Regulation*, 354-364, US Government Printing Office, Washington DC.
- 1976: «John Maynard Keynes», Macmillan, London.
- 1982: «Can «I» happen again? Essays on instability and finance», M.E. Sharpe, New York.
- 1986: «Stabilizing and unstable economy», Yale University Press, New Haven (CT).
- MISHKIN, F.S. (2007): «Monetary policy strategy», MIT Press, London.
- PESARAN, M.H. y SHIN, Y. (1998): «An autoregressive distributed lag modelling approach to cointegration analysis», en STROM, S. (ed.), *Econometrics and economic theory: The Ragnar Frish centennial symposium*, Cambridge University Press, 371-413, Cambridge.
- PESARAN, M.H., SHIN, Y. y SMITH, R.J. (2001): «Bounds testing approaches to the analysis of level relationships», *Journal of Applied Econometrics*, 16: 289-326.

- SCHWARZ, A.J. (1988): «Financial stability and the Federal safety net», en HARAF, W. S. y KUSHNEIDER, R.M. (eds.), *Restructuring banking and financial services in America*, American Enterprise Institute for Public Policy and Research, Washington D.C: 34-62.
- 1998: «Why financial stability depends on price stability», en WOOD, G. (ed.), *Money, prices and the real economy*, Edward Elgar, Cheltenham: 34-41.
- SORDI, S. y VERCELLI, A. (2006): «Financial fragility and economic fluctuations», *Journal of Economic Behaviour and Organisation*, 61: 543-561.
- TAYLOR, J.B. (1993): «Discretion versus policy rules in practice», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39: 195-214.
- TAYLOR, L. y O'CONNELL, S. (1985): «A Minsky crisis», *Quarterly Journal of Economics*, 100: 871-885.
- TYMOIGNE, É. (2009): *Central banking, asset prices and financial stability*, Routledge, London.
- VERCELLI, A. (2000): «Structural financial instability and cyclical fluctuations», *Structural Change and Economic Dynamics*, 11: 139-156.
- 2009: *Minsky moments, Russell chickens, and grey swans: A reformulation of the financial instability hypothesis*, mimeograph: University of Siena.

APÉNDICE DE DATOS

El periodo de muestra utilizado en la estimación va del segundo trimestre de 1971 al cuarto trimestre de 2008. Los datos sobre el tipo de interés mensual fueron tomados del *Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Data Service* y convertidos a frecuencia trimestral tomando medias de las observaciones en el correspondiente periodo trimestral. Las ponderaciones de variación temporal para las series de medias de los tipos de interés fueron calculadas como la fracción de los pasivos vivos del mercado de crédito en circulación para cada tipo de pasivo en un trimestre dado. De forma similar, el precio de cierre ajustado del índice S&P 500 fue bajado de la web en frecuencia mensual de Yahoo! Finance, convertido en frecuencia trimestral e indiciado (año 2002=100).

Los datos del PIB real trimestral fueron descargados del *IMF's International Financial Statistics* y la tasa de crecimiento computada de la forma habitual. Las cifras de renta antes de impuestos, obligaciones del mercado de crédito en circulación, papel corporativo, bonos corporativos, bonos municipales, préstamos bancarios, hipotecas y préstamos no clasificados en ningún otro lugar fueron extraídos del *Flow of Funds Accounts of the United States (Release Z1)*. Todos los datos están en miles de millones de dólares USA en términos nominales. La base de datos y código informático utilizados en la estimación están disponibles bajo petición.

Exogeneidad del tipo de interés: teoría, evidencia y temas de política para la economía estadounidense

La idea de una oferta monetaria exógena —controlada en su totalidad mediante intervenciones del banco central— fue un principio fundamental del monetarismo y la Nueva Economía Clásica. Por el contrario, los postkeynesianos han defendido que la oferta de dinero es, de hecho, endógena —las fuerzas de mercado se combinan con los bancos centrales a la hora de establecer la oferta de dinero. Pero los postkeynesianos se preguntan hasta qué punto los bancos centrales fijan exógenamente los tipos de interés. Este artículo presenta pruebas respecto a los movimientos de los tipos de interés en los mercados financieros estadounidenses relativos a los tipos de interés de los Fondos Federales fijados por la Reserva Federal. Se llega a la conclusión de que los tipos de interés están establecidos fundamentalmente por las fuerzas de mercado, es decir, son en gran medida endógenos, lo cual lleva a los agentes de mercado a tener grandes oscilaciones en sus evaluaciones de riesgo a lo largo del tiempo. De ahí que las políticas reguladoras efectivas para estabilizar los mercados y controlar los tipos de interés directamente harán aumentar el grado de exogeneidad del tipo de interés.

Moneta-eskaintza exogenoaren ideia —guztiz kontrolatuta banku zentralaren esku-hartzeen bitartez— funtsezko printzipioa izan zen monetarismorako eta Ekonomia Klasiko Berrirako. Aldiz, postkeynesiarrek diote diruaren eskaintza, berez, endogenoa dela; merkatuaren indarrak banku zentralekin biltzen dira diruaren eskaintza ezartzeko. Baina postkeynesiarrek beste zalantza bat dute: zein neurritan ezartzen dituzte banku zentralen interes-tasak modu exogenoan? Artikulu honetan frogak azaltzen dira Estatu Batuetako finantza-merkatuetako interes-tasen mugimenduei buruz, Erreserba Federalak ezarritako Fondo Federalen interes-tasen arabera. Ondorioztatu da interes-tasak batez ere merkatu-indarren arabera daudela ezarrita, hau da, endogenoak direla neurri handi batean; horrenbestez, merkatuko agenteek gorabehera handiak dituzte denboran egindako arrisku-ebaluazioetan. Hori dela eta, merkatuak egonkortu eta interes-tasak zuzenean kontrolatzeko politika arautzaile eraginkorrek handitu egingo dute interes-tasaren exogenotasuna.

The idea of an exogenous money supply —controlled entirely through central bank interventions— was a fundamental tenet of monetarism and New Classical economics. Post Keynesians have developed an extensive literature arguing that the money supply is in fact endogenous —that market forces combine with central banks in establishing the money supply. But Post Keynesians disagree on a related question: to what extent are interest rates set exogenously by central banks? This paper presents evidence regarding the movement of interest rates in U.S. financial markets relative to the Federal Reserve-controlled Federal Funds rate. Concluding that market interest rates are primarily set through market forces, that is, are largely endogenous. This is the instability of deregulated financial markets, which leads market participants to make wide swings in their risk assessments over time. It follows that effective regulatory policies to stabilize markets and control interest rates directly will increase the degree of interest rate exogeneity.

ÍNDICE

1. Oferta de dinero y tipos de interés: ¿endógenos o exógenos?
2. Momentos relativos de los tipos de interés de la Reserva Federal y de mercado
3. Establecimiento de la exogeneidad del tipo de interés mediante la regulación
4. Conclusiones

Referencias bibliográficas

Palabras clave: postkeynesianos, endogeneidad de los tipos de interés, Reserva Federal.

Keywords: postkeynesians, interest rate endogeneity, Federal Reserve.

N.º de Clasificación JEL: E40, E43, E50, G28.

1. OFERTA DE DINERO Y TIPOS DE INTERÉS: ¿ENDÓGENOS O EXÓGENOS?

La idea de una oferta de dinero exógena era un principio fundamental del monetarismo y la Nueva Economía Clásica. La teoría cuantitativa del dinero, $MV = PY$, formula el enfoque claramente. La teoría asume, por lo menos a corto plazo, que la velocidad del dinero (M) y la renta real (Y) serán constantes tanto en niveles como en tasas de crecimiento. Por lo tanto, da por supuesto que la causalidad va de la izquierda a la derecha de la ecuación, implicando con ello que las variaciones en el crecimiento de dinero (M) de-

terminan las fluctuaciones en el nivel de precios (P)—i.e. la tasa de inflación o deflación. Una vez que se establece la relación causal $M \rightarrow P$, se deduce que las fluctuaciones de la oferta de dinero también determinan cambios en la renta nominal, PY . La teoría cuantitativa finalmente supone que el Banco Central, por sí solo, tiene la capacidad de determinar M , mediante operaciones de rescuento y operaciones dinámicas de mercado abierto.

Combinando estos elementos, se puede concluir que el Banco Central ejerce un control exógeno sobre la tasa de crecimiento de la oferta de dinero, lo cual le capacita para determinar la tasa de inflación de una economía, y las fluctuaciones del ciclo económico. Es decir, dentro del enfoque de la teoría cuantitativa, los grandes cambios en la actividad macroeconómica siempre surgen de la gestión de la oferta de dinero que efectúa el Banco Central. Puede dar la impresión de que las fluctuaciones macroeconómicas surgen de las fuerzas endógenas del merca-

* Una versión más larga de este artículo será publicada en *Post-Keynesian Monetary Theory: Reflections and Developments* de Basil Moore y Louis-Phillipe Ronchon (Northampton, MA: Edward Elgar Publishers). Les estoy muy agradecido a Jerry Epstein y Louis-Phillipe Ronchon por sus útiles comentarios sobre este trabajo. Durante los últimos 20 años también me han resultado de una gran ayuda los instructivos y animados debates que he mantenido con ambos y con muchas otras personas sobre un amplio conjunto de temas que aquí se han tratado.

do, tales como los *animal spirits* de los inversores y sus necesidades percibidas de crédito, la capacidad de las instituciones financieras de innovar, la migración de los mercados financieros de estados de relativa solidez a estados de relativa fragilidad, o el marco negociador de los mercados laborales. Sin embargo, para los teóricos cuantitativos estas impresiones son erróneas.

Milton Friedman, en particular, usó la fórmula de la teoría cuantitativa para llegar a convincentes, si bien erróneas, conclusiones sobre cuestiones fundamentales de la economía real. Entre otras cosas, Friedman explicó que la Depresión de 1930 fue resultado de la irresponsable gestión de la Reserva Federal (FED) que llevó a una enorme contracción de la oferta de dinero de los Estados Unidos. Friedman también argumentaba que la inflación era «siempre y en todo lugar» debida a que los bancos centrales permitían que la oferta de dinero se extendiera más rápidamente que la tasa de crecimiento potencial de la actividad económica real¹. Este fue el marco analítico que llevó al resurgimiento y dominio del monetarismo y tradiciones afines, incluyendo el enfoque neoliberal de la política económica que, comenzando en los años setenta, ha predominado en todo el mundo hasta nuestros días².

Con el fin de incentivar la recuperación de un enfoque teórico keynesiano, así como un marco de políticas centrado en promover un crecimiento económico con pleno empleo, fue necesario desarrollar una concienzuda crítica de la noción de dinero exógeno recogida en la teoría cuantitativa. Este es el contexto histórico en el que surgieron los primeros trabajos sobre la teoría

del dinero endógeno de Kaldor, Minsky, Weintraub, Davidson, Rousseas y Moore³.

Cuando comencé a centrarme en este tema a mediados de los ochenta, los trabajos de estos y otros autores ya se encontraban bastante avanzados. Todos ellos estaban haciendo importantes contribuciones minando las principales proposiciones de la teoría cuantitativa y del monetarismo. Pero también estaba claro que mientras estos autores estaban unidos en su oposición al monetarismo, no lo estaban a la hora de proponer una teoría positiva del dinero, el crédito y los mercados financieros. Ciertamente, tal y como subrayé en mi artículo de 1991, sus enfoques eran bastante distintos. A mi entender, Rousseas (1986) fue el único de este primer grupo de autores que explícitamente señaló y ofreció algunas amplias observaciones sobre este hecho.

Por supuesto, en este momento existe una gran cantidad de estudios que han buscado los puntos fuertes y débiles de los enfoques «estructuralista» y «horizontalista» de la teoría del dinero endógeno⁴. Estoy bastante satisfecho de haber desempeñado cierto papel a la hora de aportar nuevas ideas y trabajos de investigación sobre estas cuestiones (Pollin 1991, 1996), pero a la vez, al leer estos estudios más recientes no está claro que se esté avanzando en la reconciliación de ambos enfoques.

Lo que dije en mi anterior trabajo, y todavía mantengo hoy en día, es que el principio

¹ En Friedman (1968) se ofrece una buena visión de conjunto de su enfoque de la teoría monetaria.

² Dos valiosas historias del neoliberalismo son Harvey (2005) y Glynn (2006).

³ Algunas referencias representativas son Kaldor (1958, 1970, 1982), Minsky (1957, 1991), Weintraub (1978), Davidson (1972), Weintraub y Davidson (1973), Rousseas (1960, 1986), y Moore (1988).

⁴ La colección de documentos en Deleplace y Nell (1996) ofrece el más extenso estudio de una segunda generación de pensamiento sobre esta materia, así como sobre la relación entre los enfoques postkeynesianos y circuitistas de la teoría monetaria.

fundamental de una teoría eficaz del dinero y las finanzas es el siguiente: 1) Las diferencias entre activos líquidos y activos no líquidos deberían considerarse cuestiones de grado, y sujetas a cambios a medida que los mercados y las prácticas financieras evolucionan; 2) La innovación es una característica constante de las prácticas del mundo financiero y los efectos de ésta sobre los resultados del mercado aumentan según desciende la regulación del mismo; 3) Las prácticas normales del mercado financiero no regulado generan estados de inestabilidad sistémica, ya que los agentes en el mercado financiero, que operan para maximizar los beneficios bajo condiciones de incertidumbre, asumen sistemáticamente posiciones financieras más arriesgadas según van sucediendo las expansiones cíclicas; y 4) No se puede asumir que la velocidad del dinero —convencionalmente expresada, por ejemplo como PIB/M1— sea constante, sino más bien, como primera aproximación, debería suponerse variable en un grado significativo.

Además, estos cuatro conceptos están estrechamente interrelacionados. La innovación en los mercados financieros está principalmente dirigida por los esfuerzos para mejorar tanto las funciones de liquidez y de depósito de valor de cualquier activo financiero, ya sea éste un certificado de depósito, un derivado de crédito o una hipoteca titulizada. Básicamente, esto supone rebajar los costes de convertir activos ilíquidos de relativamente alto rendimiento en activos líquidos. Tales esfuerzos de innovación llevan a un nivel más alto de riesgo y, consecuentemente, tal y como Minsky (1986) señaló, a una tendencia inherente hacia una estructura financiera cada vez más frágil. Las innovaciones en el uso de activos financieros también llevarán a los

agentes de mercado a economizar en los activos líquidos tradicionales. Esto implica un aumento en la velocidad convencionalmente medida (p.ej., PIB/M1).

En mi opinión, este es un marco altamente flexible y fructífero en el que se puede analizar el grado en el que el Banco Central puede influir sobre los flujos netos de cualquier grupo de activos líquidos que se agrupen para definir «la oferta de dinero,» sin considerar si nos estamos refiriendo a una medida estrecha de la oferta de dinero (p.ej., M1) o a una medida más amplia (p.ej., M2, M3, etc.) También es un marco efectivo para poder evaluar hasta qué punto el Banco Central puede influir a la hora de establecer los tipos de interés—y aquí me estoy refiriendo a toda la gama de tipos que existen en los mercados financieros, no simplemente al tipo de la Reserva Federal o al tipo de descuento. Finalmente, es el marco más efectivo para considerar unas medidas políticas que promuevan el crecimiento económico, el acceso generalizado a un crédito razonable y la estabilidad del mercado financiero.

El enfoque horizontalista está centrado en un grupo más reducido de cuestiones analíticas y preocupaciones políticas. Dejando a un lado por ahora las discusiones sobre la teoría de la inflación, (Rochon y Vernengo, 2001, p.3) resumen el enfoque horizontalista centrándose en dos afirmaciones clave: 1) «el tipo de interés es exógeno; las autoridades monetarias lo fijan»; y 2) «La oferta de dinero —suponiendo que tal expresión fuera apropiada— es totalmente endógena. Esto elimina la relación entre el tipo de interés y el crecimiento de dinero.» Por supuesto, estas son afirmaciones de peso y necesitan ser respaldadas por la investigación. Para dar a los defensores del horizontalismo su justa valía, ambos han explorado estas posiciones de manera extensa.

Hay elementos de estas dos afirmaciones que son compatibles con mi propia concepción, lo cual constituye un enfoque eficaz para entender el dinero, el crédito y los mercados financieros. Hay otros elementos que son incompatibles. No es mi intención desarrollar mediante explicaciones detalladas, punto por punto, qué piezas encajan y cuáles no. En realidad, Rochon y Vernengo dijeron que el debate entre estructuralistas y horizontalistas había llegado a un punto de «esterilidad» lo cual «tuvo un grave efecto sobre los agentes» (2001, p.1). Wray recogió el mismo sentir comentando que él «preferiría morirse de aburrimiento antes que tener que aguantar otro intento de explicar y sintetizar el horizontalismo y estructuralismo» (2006, p. 271).

Lo que podía ser más productivo, desde mi punto de vista, es descomponer todo el conjunto de temas en distintas partes, con la esperanza de centrar la discusión en algunas de ellas. Con esta intención, quiero considerar en este trabajo dos cuestiones específicas que están interrelacionadas y que derivan de estos debates más amplios.

La primera cuestión que me gustaría tratar es «¿hasta qué punto los tipos de interés son exógenos?». Quisiera subrayar aquí el término plural —tipos de interés—. El tema específico que quisiera investigar es el siguiente. Considerando la economía estadounidense como nuestro caso de estudio empírico, pensemos que los tipos de la Reserva Federal pudieran ser fijados exógenamente por la propia FED. De hecho, no creo que esto sea estrictamente cierto, ni siquiera como una primera aproximación. Por una razón, la Reserva Federal opera con una función de reacción que refleja las actividades del mercado. Además, tal y como la crisis del mercado financiero de 2007-09 ha

demostrado una vez más, es fundamental que la Reserva Federal actúe como prestamista de última instancia durante las crisis financieras. En dichas situaciones, el papel de la FED consiste en abastecer de créditos a corto plazo y a bajo interés a un mercado con dificultades. La libertad de la Reserva Federal para determinar los tipos queda, de ese modo, constreñida por la regularidad y la extensión de las tensiones del mercado⁵.

No obstante, con el fin de mantener centrada la discusión, haremos el supuesto de que la Reserva Federal fija los tipos de una manera exógena. Pero incluso dado este supuesto, ¿esto implica que también controla de una manera exógena el conjunto de tipos de interés de mercado? En concreto, ¿puede la Reserva Federal fijar exógenamente los tipos a largo plazo que tienen mayor influencia en la inversión y en el préstamo hipotecario para la vivienda? Planteo esta pregunta de una manera directa sin intentar examinar cuidadosamente los detalles de lo que los diversos autores —horizontalistas, estructuralistas o cualesquiera otros— puedan haber escrito previamente sobre la materia.

Para estudiar esta cuestión, presento algunas sencillas evidencias empíricas sobre el movimiento de cinco tipos de mercado relacionados con el tipo de los Fondos Federales (*Federal Funds*) de la FED —dos tipos a corto plazo, el tipo de la deuda del Tesoro a 6 meses y el tipo de interés bancario preferencial; y tres tipos a largo plazo, el tipo de Bonos del Tesoro a 10 años, el tipo hipotecario a 30 años, y el tipo de interés de los bonos corporativos con la califi-

⁵ La idea de que la primera responsabilidad de la FED es servir como prestamista en última instancia, y que esta responsabilidad limitaba su capacidad para fijar los tipos de interés fue enérgicamente discutida por Minsky (1957).

cación Baa. Como veremos al considerar estos datos, creo que es difícil sostener el argumento de que la Reserva Federal pueda exógenamente determinar la mayoría de estos tipos de mercado, siendo la única excepción el tipo preferencial.

¿Contradice tal evidencia la perspectiva horizontalista? Nuevamente, no creo que ganemos mucho intentando interponer unos hallazgos tan empíricos como punto de referencia en el debate de los planteamientos horizontalistas. En mi opinión, esto se debe a que los horizontalistas insisten demasiado sobre esta cuestión clave. No obstante, por ejemplo, tal y como se ha citado anteriormente, Rochon y Vernengo (2001) afirman categóricamente en el texto principal de su artículo introductorio que «el tipo de interés es exógeno; lo establecen las autoridades monetarias», y en la nota al pie que acompaña a esta afirmación escriben: «Si el tipo de interés es exógeno, evitamos la discusión sobre la determinación del conjunto de tipos de interés» (2001, p. 7). Moore (2001), relegando también este tema a un pie de página, ofrece sólo generalidades metodológicas en su reciente discusión sobre esta cuestión. En concreto, escribe lo siguiente: «la afirmación de que nunca se puede «probar» empíricamente que una variable es completamente exógena es la misma que la de que nunca se puede probar empíricamente que una serie es perfectamente aleatoria. Sólo se puede intentar refutar la existencia de regularidades concretas o patrones para probar si la serie es no-aleatoria. Nunca se puede probar que una serie no tiene patrón sino simplemente rebatir esa existencia de un patrón concreto» (2001, p. 29)⁶.

⁶ La evasiva de Moore aquí es semejante a la que plantea en su trabajo *Horizontalists and Verticalists*, la cual ya destacué en mi artículo de 2001.

El artículo de Wray de 2006, «¿Cuándo son los tipos de interés exógenos?», vuelve explícitamente sobre la cuestión del interés primario. También concluye que los tipos a un sólo día se fijan de manera exógena. Pero en mi opinión, Wray no explica con claridad lo que esto supone para la determinación del resto de tipos. ¿Hasta qué punto también se fijan exógenamente? Si no se fijan los otros tipos, ¿qué importancia puede tener para el comportamiento de la política monetaria y financiera que los tipos diarios sean fijados por el banco central? Wray no pone especial énfasis en que la idea de tipos diarios fijados no excluye «un papel para la versión de Keynes de la preferencia por la liquidez como una teoría de los precios de activos en la que la preferencia por la liquidez es uno de los componentes que interviene en la determinación de los tipos de interés que no son fijados por la política del banco central.» Wray también agrega que «nada de esto es inconsistente con la hipótesis de inestabilidad financiera de Minsky según la cual las expansiones y la evolución de la prácticas financieras tienden a aumentar la liquidez y crear una frágil estructura financiera más vulnerable a las crisis financieras» (p. 289). Pero el alcance, la importancia y la propia idea de tipos de interés determinados exógenamente sigue siendo ambigua.

Ninguno de estos autores u otros de esta corriente de pensamiento de los que yo tenga conocimiento, presentan evidencia empírica alguna a la hora de proponer sus posiciones. Quizás estos sencillos ejercicios empíricos que aquí presento pueden contribuir a avivar la discusión.

La segunda cuestión que me gustaría considerar es la relativa a las implicaciones sobre la política económica que se derivan de la idea de que el control de la Reserva Federal sobre los tipos de mercado es limi-

tado, y que la mayoría de los tipos de mercado están determinados con un alto nivel de endogeneidad como resultado de las operaciones del mercado financiero. Algunos horizontalistas parecen sostener la postura de que permitir la posibilidad de un importante grado de endogeneidad del tipo de interés de mercado lleva a una resignación pasiva ante los poderes de los mercados financieros. Lavoie, por ejemplo, dice que yo me aferro a una «visión mediática» de que los mercados influyen en el tipo de interés de la Reserva Federal (2005, p. 705).

Por supuesto, no es así cómo yo caracterizaría mi propia posición, tal y como he expresado en anteriores trabajos. Más bien, mi opinión es que si la Reserva Federal cuenta ahora con un poder limitado para fijar exógenamente los tipos de interés a través de su control sobre los tipos oficiales, el objetivo debería ser incorporar herramientas políticas adicionales que puedan aumentar la exogeneidad del tipo de interés⁷. La primera consideración que se necesita hacer en este punto es que las regulaciones de los mercados financieros complementen a la política de los tipos de interés del Banco Central. Por definición, la desregulación financiera refuerza la autonomía de las fuerzas de mercado y, por consiguiente, debilita el poder de la Reserva Federal para fijar exógenamente los tipos de interés con independencia de las fuerzas de mercado. Relacionado con esto está el tema de la inestabilidad del mercado financiero. Si los mercados son más inestables, entonces es muy probable que aumente la prima de riesgo incorporada a los tipos de interés de mercado. En resumen, bajo la

creencia de que la política del banco central debería operar como una fuerza exógena efectiva, deberíamos entonces aplicar un conjunto de medidas que permitieran un importante grado de exogeneidad de los tipos de interés. En esta sección del artículo considero brevemente tres tipos de intervenciones: impuestos sobre transacciones de valores, coeficientes de reserva basados en activos, y subsidios directos a los tipos de interés.

2. MOMENTOS RELATIVOS DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LA RESERVA FEDERAL Y DE MERCADO

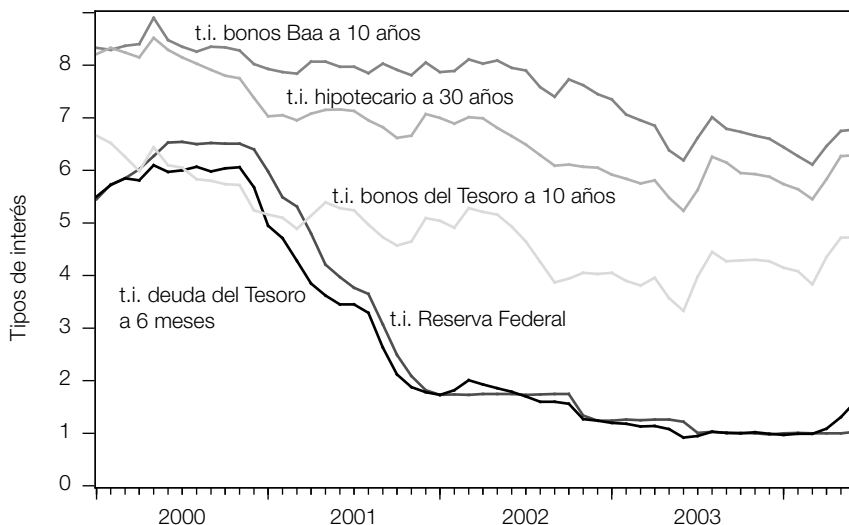
2.1. Intervenciones de la Reserva Federal (2004)

Comenzamos con una sencilla revisión de un periodo reciente y crucial en la política monetaria norteamericana. Este es el periodo en el que Alan Greenspan emprendió un enérgico esfuerzo para luchar contra una inminente recesión a finales del año 2000, confiando en que los grandes recortes del tipo de interés de la Reserva Federal, su principal herramienta, fueran decisivos y suficientes.

En junio del año 2000 Greenspan había aumentado el tipo de interés de la FED hasta el 6,5%, su nivel más alto desde enero de 1991. Sin embargo, Greenspan había claramente malinterpretado la profundidad de la inestabilidad de los mercados financieros, y en particular, del mercado de valores. Desde diciembre de 2000, comenzó una larga serie de marcados recortes en el tipo de interés de la FED tal y como podemos observar en el gráfico n.º 1, que recoge los movimientos de los tipos de la FED junto con los de las letras del Tesoro a 6 meses, los bo-

⁷ En Pollin (1991 y 1996) ofrecían breves debates políticos sobre el dinero endógeno. Otros trabajos que exploraban estas implicaciones políticas con mayor profundidad son Pollin (1993 y 1995).

Gráfico n.º 1

Política monetaria y tipos de interés de mercadoFuente: Economagic.com. *Economic Time Series Page*.

nos del Tesoro a 10 años, las hipotecas a 30 años y las bonos corporativos Baa desde enero del 2000 a junio del 2004.

El primer recorte de los tipos de la FED a partir de su nivel más alto del 2000 tuvo lugar a finales de diciembre. El tipo promedio de la FED bajó en enero de 2001 del 6,4% al 6,0%. Este fue el primero de una serie de once recortes de los tipos que se sucedieron a lo largo del siguiente año, durante el cual el tipo de interés de la Reserva Federal llegó a descender, en enero del 2002, hasta el 1,73% el nivel más bajo de los últimos 40 años. Greenspan mantuvo los tipos entre 1,73-1,75% hasta noviembre, cuando volvió a recortarlos hasta el 1,25%. En julio de 2003, Greenspan redujo los tipos de interés hasta el 1%, nivel en el que se mantuvo durante un año. Durante el bienio 2003-

04, el tipo se mantuvo en la cifra media más baja registrada nunca.

Sin embargo, a pesar de los movimientos tremendamente enérgicos de Greenspan, podemos observar en el gráfico n.º 1 que el impacto no fue muy consistente, en especial sobre los tipos de mercado. El tipo de las letras del Tesoro sí siguió el movimiento descendente de los tipos FED paso a paso. Pero el tipo de los Bonos del Tesoro a 10 años descendió mucho más modestamente. En junio del 2000 este tipo era del 6,00%, inferior al tipo de la Reserva Federal de ese momento. Para enero de 2002, había descendido menos de un punto porcentual, hasta el 5,04%. En junio de 2004, era un 4,73%, 3,7 puntos por encima de los tipos FED, la diferencia más grande entre ambos tipos desde julio de 1958.

Los tipos Baa y los hipotecarios también descendieron durante el periodo de descenso de los tipos de la Reserva Federal, pero nuevamente mucho más modestamente. El tipo de interés hipotecario estaba al 8,29% en junio de 2000 y al 6,29% en junio de 2004. El tipo Baa estaba al 8,48% en junio de 2000 y al 6,78% en junio de 2004. También en ambos casos, el diferencial entre los tipos de mercado y el tipo de interés de la FED estaba en su nivel más alto o cerca de sus niveles más altos.

Explicar por qué se produjeron unos diferenciales tan amplios, prácticamente sin precedentes, entre el tipo de la FED y los tipos de mercado a largo plazo es una cuestión que está más allá del ámbito de este artículo. Bastaría decir que, al observar esta experiencia, sería difícil elaborar un argumento por el que los tipos de mercado se fijaban exógenamente, como un diferencial fijo por encima del tipo de la Reserva Federal⁸.

2.2. Fluctuaciones en los diferenciales de los tipos de interés

Consideremos ahora otro conjunto de sencillas observaciones: el movimiento de los diferenciales del tipo de interés durante un periodo de tiempo más largo. En el cuadro n.º 1 y en el gráfico n.º 2, se presentan datos sobre los diferenciales de cinco tipos —letras

del Tesoro, tipo de interés bancario preferente, bonos del Tesoro, tipos hipotecarios y tipos de los bonos Baa— en relación con el tipo de interés de la Reserva Federal durante los cinco ciclos económicos completos más recientes. Los datos comienzan en noviembre de 1973, un mes pico cíclico, según el Comité de Datos del Ciclo Económico del NBER, y se extienden hasta febrero de 2008, justo dos meses después del pico del ciclo que comenzó con el descenso de abril de 2001. El cuadro n.º 1 presenta las cifras en términos de medias y, desviaciones estándar a lo largo de los cinco ciclos completos mientras que el gráfico n.º 2 muestra toda la serie de datos mensuales de cada uno de los diferenciales de los tipos de interés.

Comencemos con las estadísticas del cuadro n.º 1. Considerando primero los dos tipos de deuda pública —letras y bonos del Tesoro— la desviación estándar de los diferenciales es mayor que las medias. Esto significa que, por lo menos, dentro de estos cinco ciclos de negocio más recientes, no podemos saber claramente mensualmente en que se podrían basar estos diferenciales de los tipos de interés sabiendo el incremento medio de todo el periodo. De esta manera, con los bonos del Tesoro el diferencial medio es de 0,98 puntos porcentuales. Pero la desviación estándar es de 1,84 puntos porcentuales, en un mercado en el que las diferencias de un sólo dígito en puntos básicos —no en porcentaje— afectan el comportamiento de las decisiones de los agentes del mercado. Con las hipotecas a 30 años y los tipos Baa (las medias) a 2,69% y 3,03% respectivamente, son tan sólo 0,6 puntos porcentuales mayores que las desviaciones estándar. Así, nuevamente, en cualquier mes sería razonable esperar que el diferencial real podría ser 2 o más puntos porcentuales por encima de los va-

⁸ Los mismos patrones constantes se repiten en los esfuerzos de la Reserva Federal de responder a la recesión del 2008-09. Así, Paul Krugman escribió lo siguiente en su columna del *New York Times* del 3/10/08: «Una consecuencia de la crisis es que mientras la Reserva Federal ha estado recortando el tipo de interés que controla—los llamados tipos de los Fondos Federales—los tipos que más directamente importan a la economía, incluyendo los tipos hipotecarios y de los bonos corporativos han seguido aumentando. Y esto es evidente que empeora el declive económico.»

Cuadro n.º 1

**Diferenciales en tipos de interés en Estados Unidos:
diversos tipos de interés a corto y largo plazo menos tipos de interés de
la Reserva Federal**

(datos mensuales noviembre 1973–febrero 2008)

	Diferenciales medios (puntos porcentuales)	Desviación standard (puntos porcentuales)
Letras del Tesoro	- 0,51	0,84
Tipo preferente	2,33	1,16
Bonos del Tesoro	0,98	1,84
Tipos hipotecarios	2,69	1,74
Tipos de los bonos Baa	3,03	2,02

Fuente: Economagic.com.

253

lores medios de todo el periodo. El diferencial de los tipos de interés preferente es el único caso en el que la desviación estándar es menor que la mitad del valor del diferencial medio de 2,33.

Basándonos en estas cifras descriptivas, obviamente no podemos establecer con seguridad, mes a mes, cual es el diferencial probable respecto a los tipos de la FED.

Esta misma conclusión general se deduce observando los datos de los cinco ciclos completos del gráfico n.º 2. Un aspecto importante que se observa en estos datos y que no está claro en las estadísticas resumen del cuadro n.º 1 es el relacionado con los diferenciales de los tipos de interés preferentes. Con ellos, comenzamos a ver algo muy parecido a un diferencial constante sobre los tipos FED que empieza a mediados de los noventa. Desde noviembre de 1973 hasta diciembre de 1994, el diferencial medio de los tipos preferenciales sobre los tipos FED era de 1,90 puntos porcentuales, con una desviación

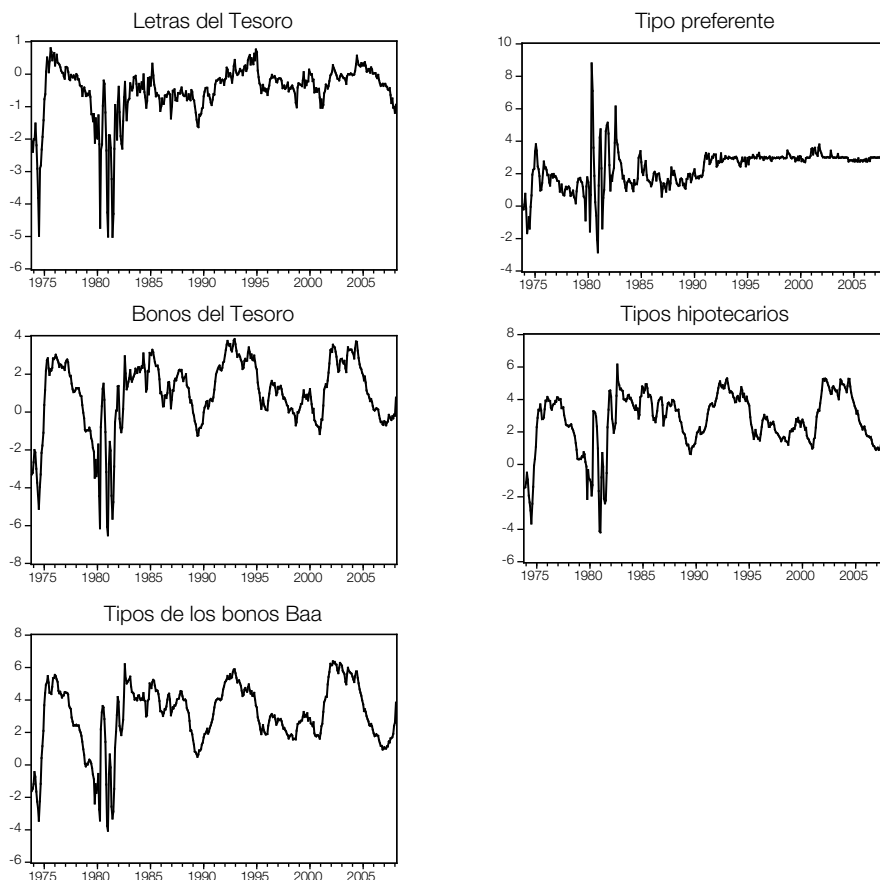
estándar de 1,29 puntos porcentuales. Desde enero de 1995 hasta febrero de 2008, el diferencial medio fue de 3,01 puntos mientras que la desviación bajó hasta 0,20 puntos porcentuales.

Nuevamente, queda fuera del alcance de este artículo explicar el cambio de los procedimientos operativos de los bancos comerciales al establecer sus tipos de préstamo preferenciales como un diferencial fijo sobre el tipo de la Reserva Federal. Para nuestro propósito, la deducción más importante a partir de estos datos es el contraste entre los tipos de interés preferenciales y los diferenciales que vemos en los otros tipos de mercado. Desde mediados de la década de los noventa, observamos en los tipos preferenciales un diferencial constante. El hecho de que ninguno de los otros tipos de mercado reproduzca el patrón de comportamiento de los tipos de interés preferenciales resalta la evidente y persistente volatilidad de los diferenciales del resto de tipos con respecto al de la FED.

Gráfico n.º 2

**Diferenciales en tipos de interés en Estados Unidos:
diversos tipos de interés a corto y largo plazo menos tipos de interés de
la Reserva Federal**

(datos mensuales noviembre 1973–febrero 2008)



Fuente: Economagic.com. *Economic Time Series Page*.

2.3. Relaciones causales Granger entre los tipos de interés de la FED y los tipos de mercado

El tercer conjunto de evidencias que me gustaría introducir es una serie de tests de

causalidad de Granger, que estiman la secuencia de cambios entre el tipo de la Reserva Federal y los diversos tipos de mercado que hemos estado examinando.

Una serie semejante de tests de Granger fue llevada a cabo en dos trabajos (Pollin,

1991 y 1996). La cuestión básica que se propuso en estos dos trabajos fue la siguiente: ¿podemos observar que los movimientos de subida o descenso del tipo de la FED ocurren sistemáticamente, como una secuencia, antes que los movimientos en la misma dirección de los tipos de interés de mercado? La idea de que los tipos de interés de mercado están determinados exógenamente por movimientos del tipo de la Reserva Federal parecería ciertamente coherente con dicha secuenciación temporal —es decir, que la Reserva Federal actúa para cambiar el tipo de interés de los Fondos Federales, y que este cambio en la postura de la política monetaria de la FED lleva a los cambios consiguientes, y en general equivalentes, en los tipos de mercado.

En este artículo, los tests de Granger están modelizados de una manera ligeramente distinta que en los anteriores trabajos, reflejando pequeños ajustes técnicos en la forma en la que el método ha sido precisado más recientemente en la literatura. En este caso, el modelo se especifica de la siguiente manera:

$$y_t = \alpha_0 + \alpha_1 y_{t-1} + \dots + \alpha_i y_{t-i} + \beta_1 x_{t-1} + \dots + \beta_i x_{t-i} + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$x_t = \alpha_0 + \alpha_1 x_{t-1} + \dots + \alpha_i x_{t-i} + \beta_1 y_{t-1} + \dots + \beta_i y_{t-i} + u_t \quad (2)$$

en donde la variable y es la serie de tipos de mercado, introducidos de uno en uno, junto con el tipo de la FED representado por la variable x . En la ecuación 1 de esta especificación, estamos estimando en qué medida los cambios en el valor actual de un tipo de mercado pueden ser explicados por sus propios valores pasados, para después ver si añadiendo los valores retrasados del tipo de los Fondos Federales se puede mejorar la explicación del movimiento del tipo de mercado. Se dice que el tipo de merca-

do está «Granger-causado» por el tipo de la FED si éste sirve para predecir los valores actuales del tipo de mercado, es decir, si los coeficientes de los valores retrasados del tipo de la FED son estadísticamente significativos. En la ecuación 2, testamos la causalidad opuesta: en qué medida los cambios pasados en los distintos tipos de mercado sirven para predecir el actual valor del tipo de la Reserva Federal⁹.

Para el actual conjunto de pruebas, se evalúan las relaciones de causalidad-Granger en los cinco tipos de mercado cuyos movimientos he mencionado en la sección anterior—esto es, dos tipos a corto plazo, el tipo de interés bancario preferencial y el tipo de las letras del Tesoro a 6 meses; y tres tipos a largo plazo, el tipo de los bonos del Tesoro a 10 años, el hipotecario a 30 años y el tipo de los bonos corporativos Baa. Se utilizan retrasos de 12 periodos, es decir, un año completo de valores retrasados tanto de los Fondos Federales como de los distintos tipos de mercado. Las variables están en forma de primeras diferencias, de manera que, todas las variables son estacionarias.

Los resultados de estos test se muestran en el cuadro n.º 2. Las cifras del cuadro son los estadísticos-F. También muestro los rangos del valor-p asociados con cada una de los estadísticos-F. Los resultados del cuadro corresponden a tres periodos separados: el periodo completo de noviembre de 1973 a febrero de 2008; el primer ciclo de noviembre de 1973 a junio de

⁹ En Pollin (1991), se analizan las consideraciones de por qué los modelos de causalidad-Granger podrían no ofrecer una prueba válida de las interrelaciones entre el tipo de la FED y los tipos de mercado. Entonces defendí, y sigo haciéndolo, que los tests de Granger son informativos a la hora de evaluar hasta qué punto la Reserva Federal determina exógenamente los tipos de mercado.

Quadro n.º 2

Test Granger de causalidad entre el tipo de la Reserva Federal y tipos de mercado

(El período completo comprende de noviembre de 1973 a febrero de 2008)

	Cinco ciclos completos		Primer ciclo y ciclos más recientes			
	noviembre 1973 - febrero 2008		noviembre 1973 - junio 1981	marzo 2001 - febrero 2008		
	Los tipos de interés de la Reserva Federal determinan los tipos de mercado	Los tipos de interés de mercado determinan los tipos de la Reserva Federal	Los tipos de interés de mercado determinan los tipos de la Reserva Federal	Los tipos de interés de la Reserva Federal determinan los tipos de mercado	Los tipos de interés de mercado determinan los tipos de la Reserva Federal	
Tipos a corto plazo						
Deuda del Tesoro a 6 meses	2,3 ^a	10,1 ^a	4,4 ^a	1,6 ^d	1,6 ^d	5,9 ^a
Tipo bancario preferente	110,5 ^a	5,3 ^a	4,2 ^a	28,2 ^a	65,8 ^a	0,1 ^d
Tipos a largo plazo						
Bonos del Tesoro a 10 años	3,1 ^a	5,8 ^a	5,6 ^a	1,7 ^c	0,6 ^d	1,7 ^c
Tipo hipotecario a 30 años	5,0 ^a	4,3 ^a	8,8 ^a	7,4 ^a	0,6 ^d	0,9 ^d
Bonos corporativos Baa	2,1 ^b	3,6 ^a	6,0 ^a	3,2 ^a	0,3 ^d	0,7 ^d

413 observaciones. Los datos son estadísticos-F
P-value ranges: a) < 1%; b) 1.1 – 5%; c) 5.1 – 10%; d) > 10%.
Fuente: Economagic.com.

1981; y el más reciente ciclo completo de marzo de 2001 a febrero de 2008. Además de considerar el resultado de los cinco ciclos completos, el hecho de centrarnos en el primer y último ciclo nos permite considerar de forma directa la medida en la que las relaciones de causalidad-Granger pueden cambiar con el tiempo.

Considerando primero los resultados de los cinco ciclos completos, el hallazgo más consistente es que hay una causalidad recíproca entre el tipo de la FED y los cinco tipos de mercado. Esto es cierto tanto para los tipos a largo plazo como para los de corto plazo.

El tipo de interés bancario preferencial es el único caso en el que el grado de causalidad, medido por el estadístico-F, va directamente desde el tipo FED al tipo preferencial. Este resultado es consistente con los datos que vimos en el gráfico n.º 2, en donde desde mediados de 1990 en adelante, el tipo de interés preferente se fijó como un diferencial prácticamente constante por encima del tipo de los Fondos Federales.

Sin embargo, con los otros cuatro tipos de mercado, los estadísticos-F son más o menos de la misma magnitud, si no mayores, cuando les estima si los tipos de mercado dan relaciones de causalidad-Granger a los tipos de la Reserva Federal. En resumen, para los otros cuatro tipos, no hay ninguna prueba que sugiera una clara línea unidireccional de causalidad que vaya del tipo de los Fondos Federales a los de mercado. Esta conclusión aparece ciertamente matizada por los resultados que observamos con los tipos de interés preferente. Solo con el tipo preferente, la influencia dominante de la Reserva Federal hacia el mercado surge claramente de los resultados del test de Granger.

Por lo general, estas relaciones para los cinco ciclos completos también se reproducen para el primer ciclo noviembre de 1973 a junio de 1981. Sólo cuando nos centramos en el ciclo más reciente de marzo del 2003 a febrero del 2008, es cuando encontramos una desviación de los patrones de los cinco ciclos completos. Al considerar los tipos de mercado a largo plazo durante este ciclo más reciente, no hay ninguna causalidad-Granger estadísticamente significativa que vaya desde el tipo de los Fondos Federales a los tipos mercado, y prácticamente ninguna en el sentido contrario. Estos hallazgos formales de los tests son coherentes con los datos que ya hemos visto durante el periodo junio de 2000 a junio de 2004, cuando Greenspan redujo el tipo de la FED del 6,54% al 1%, manteniéndolos desde entonces a este nivel. Tal y como vimos, la reacción de los tipos a largo plazo a los enérgicos recortes de Greenspan fue muy débil.

Estos hallazgos, aunque consistentes, son en cierta manera, diferentes de aquellos sobre los que informé en mis dos artículos anteriores. En general, al considerar estos resultados de causalidad-Granger con los de los dos trabajos anteriores, podemos señalar unos hallazgos más sólidos. Lo más importante es que los movimientos de los tipos FED no dan causalidad-Granger a los movimientos de los tipos de mercado a largo plazo. En algunos periodos parece haber un nivel significativo de causalidad bidireccional, pero éste es un hallazgo menos «robusto». Además, con el ciclo más reciente, tenemos evidencia de que sea cual sea el grado de causalidad que hubiera existido en periodos anteriores, éste se ha quebrado en el ciclo más reciente hasta hacerlo insignificante.

En los dos trabajos anteriores, se planteó detenidamente interpretaciones alternativas

de este patrón robusto de los tests de causalidad de Granger. En concreto, se consideró la opinión de algunos críticos, tal y como lo expresa Moore, de que estos resultados Granger son de hecho un respaldo a la idea de exogeneidad de los tipos de interés ya que, tal y como lo expresa Moore, «los tipos a largo plazo están basados en los cálculos de los agentes del mercado sobre los futuros tipos de interés a corto plazo» (1988, p.286). Por resumir mencionaré dos puntos clave:

1. Ningún defensor de la teoría de los tipos de interés exógenos ha demostrado que los tipos a largo plazo se fijen solamente, o incluso, en su mayoría, en base a las previsiones de los agentes del mercado sobre los tipos a corto plazo. No hay duda de que las expectativas de cambios en la política de la Reserva Federal ciertamente influyen a la hora de fijar los tipos a largo plazo. Pero las pruebas disponibles también apoyan la idea de que otros factores, incluyendo, en distintas combinaciones, la preferencia por la liquidez, las preferencias de hábitat y las expectativas sobre la inflación, los tipos de cambio y la estabilidad del mercado también influyen en los movimientos de los tipos a largo plazo en relación con los cambios registrados en los tipos a corto plazo. Volveré sobre este punto posteriormente.
2. Incluso si supusiéramos que los participantes del mercado fijan los tipos a largo plazo sólo en previsión de los movimientos de los tipos a corto plazo, aún así no hay razón para suponer que los agentes en el mercado a largo plazo operan con pleno e infalible conocimiento respecto a cuándo y cuánto se cambiarán los tipos a corto plazo. Su-

poner esto sería abandonar un marco analítico basado en los principios de la incertidumbre keynesiana y entrar en un marco basado en los principios de la previsión perfecta.

2.4. Inflación y riesgo de incumplimiento

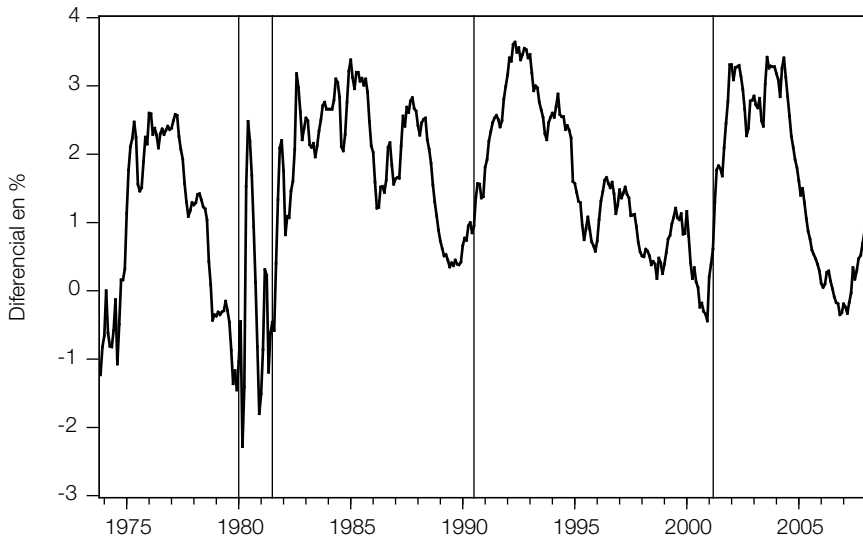
Consideremos ahora algunas medidas estándar de los cambios en la inflación y en el riesgo de incumplimiento a lo largo del tiempo, i. e. tal y como estos se reflejan en los movimientos de los diferenciales del tipo de interés.

Riesgo de inflación. Para medir el riesgo de inflación, observamos en el gráfico n.º 3 el diferencial entre los dos instrumentos de deuda del gobierno que hemos estado examinando hasta ahora, las letras del Tesoro a 6 meses y los bonos del Tesoro a 10 años. Como se trata de instrumentos de deuda emitidos por el gobierno estadounidense, ninguno de los dos incorpora riesgo de incumplimiento. De esta manera, el movimiento del diferencial entre ambos reflejará en gran medida las diferentes percepciones del mercado sobre el riesgo de inflación, con el tipo a largo plazo incrementándose en términos relativos hasta el punto de que los agentes del mercado creen que la aceleración de la inflación mermará con el tiempo el valor real de las rendimientos procedentes de los bonos fijados nominalmente.

El principal aspecto que surge del gráfico n.º 3 es que las percepciones de riesgo de inflación son altamente volátiles durante todo el periodo, con un diferencial mínimo de -2,28 puntos porcentuales en marzo de 1980 y un diferencial máximo a 3,64 puntos porcentuales en mayo de 1992; es decir,

Gráfico n.º 3

Medida del riesgo de inflación:
diferencial entre Bonos del Tesoro a 10 años y Letras del Tesoro a 6 meses
 (las líneas verticales son picos mensuales cíclicos)



Fuente: Economagic.com; NBER.

una diferencia entre el máximo y el mínimo de casi seis puntos porcentuales. El valor medio para este diferencial de riesgo de inflación durante todo el periodo es de 1,49 puntos y la desviación estándar está casi al mismo nivel, 1,22 puntos porcentuales.

El gráfico n.º 3 está dividido por líneas verticales dibujadas en los meses pico del ciclo económico durante todo el periodo. Al dividir todo el periodo de esta manera, también queda claro que el riesgo de inflación fluctúa, en general, con el ciclo económico global. Durante cada fase de expansión, el tipo de los bonos del Tesoro sube en relación con el tipo de las letras del Tesoro, indicando un aumento en el riesgo de infla-

ción percibido por el mercado a medida que el ciclo avanza por su fase de expansión y se sitúa en su punto medio. Una vez sobrepasado este punto medio, las percepciones del riesgo de inflación comienzan a reducirse y son generalmente bajas cuando la expansión llega a su punto final.

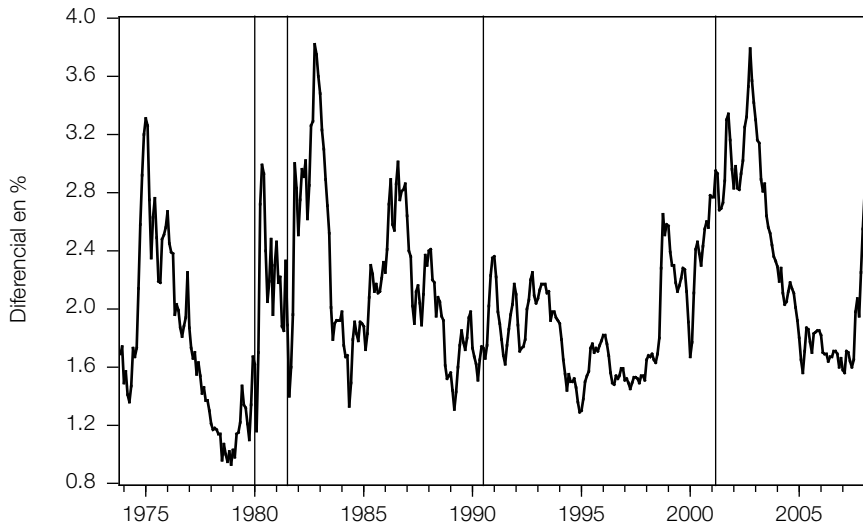
Mientras que éste es un patrón aplicable en líneas generales, también vemos que los detalles varían de un ciclo al siguiente. Lo que resulta más evidente del gráfico n.º 3 es que no hay un nivel fijo de las percepciones de riesgo de inflación por los mercados financieros, ni durante el transcurso de los ciclos individuales ni a largo plazo al pasar de un ciclo a otro.

Gráfico n.º 4

Medida del riesgo de incumplimiento

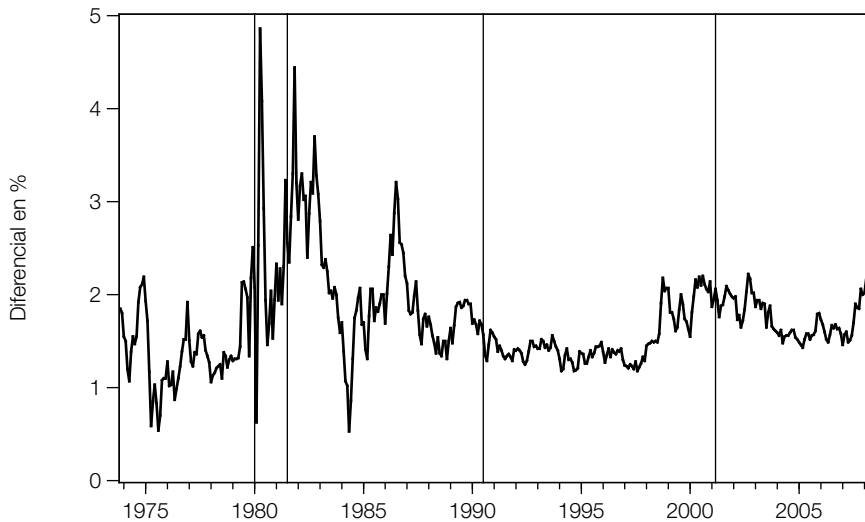
A) Diferencial entre bonos corporativos Baa y Bonos del Tesoro a 10 años

(las líneas verticales son picos mensuales cíclicos)



B) Diferencial entre tipos hipotecarios a 30 años y Bonos del Tesoro a 10 años

(las líneas verticales son picos mensuales cíclicos)



Fuente: Economagic.com; NBER.

Riesgo de incumplimiento. Para examinar el riesgo de incumplimiento, dibujé dos conjuntos de diferenciales de tipo de interés: los diferenciales entre los bonos del Tesoro a 10 años, y entre el tipo de bonos corporativos Baa y el tipo hipotecario a 30 años, respectivamente. Ambos se muestran en el gráfico n.º 4. Con ambos diferenciales, estamos, por supuesto, comparando los movimientos relativos de un bono del gobierno a largo plazo que está libre del riesgo de incumplimiento con dos instrumentos de deuda que sí están sujetos a ese riesgo.

Lo primero que queda claro al observar los dos trazos es el distinto comportamiento que demuestran. Se desarrollan en patrones muy parecidos durante mediados de los ochenta. Pero posteriormente el diferencial del tipo Baa se hace mucho más inestable. Este diferencial también sigue marcando patrones diferentes en los dos ciclos más recientes, subiendo a un máximo de 3,79 puntos porcentuales en octubre de 2002 antes de caer bruscamente en ese mismo ciclo hasta 1,56 puntos en febrero de 2007, para subir de nuevo a finales del periodo hasta 3,08 puntos porcentuales en febrero del 2008.

Las relativamente suaves fluctuaciones en el diferencial de los tipos hipotecarios a 30 años tienen poca relación con los acontecimientos mucho más dramáticos que han ocurrido en el mercado hipotecario general durante este periodo. Estos acontecimientos incluyen el derrumbe y la operación de rescate de las cajas de ahorro a finales de los ochenta y principios de los noventa, y la burbuja inmobiliaria y su quiebra durante el ciclo más reciente. La crisis de la burbuja inmobiliaria también lleva a la crisis del mercado de las hipotecas *subprime*, que sigue a la fecha de este artículo. Estos acontecimientos no fueron incorporados en las percepciones de riesgo de incumpli-

miento, al menos, por los que participaban en el mercado hipotecario a 30 años.

Para destacar algunos puntos generales de los gráficos n.º 3 y n.º 4, debería subrayar nuevamente que nuestro objetivo aquí no es proponer una teoría de la inflación o del riesgo de incumplimiento, ni siquiera intentar una especificación detallada de cómo medir estos fenómenos. Más bien, los puntos principales que se pueden deducir de estas sencillas y claras observaciones son: 1) los diferenciales varían significativamente con el transcurso del tiempo, y las percepciones del riesgo se reflejan en cómo fluctúan estos diferenciales; 2) los diferenciales varían tanto dentro como entre los ciclos; y 3) los diferenciales varían entre segmentos del mercado financiero, tales como los bonos corporativos Baa y los mercados hipotecarios.

Para incorporar estas observaciones dentro del tema que se está tratando en este artículo, será útil plantear esta cuestión: cuando la Reserva Federal ajuste el tipo de los Fondos Federales, ¿podemos predecir qué ocurrirá al mismo tiempo con el riesgo de inflación y con el riesgo de incumplimiento? Hemos observado que ambos varían significativamente en el transcurso del tiempo y entre distintos segmentos de mercado. Como tal, el vínculo entre las intervenciones de la Reserva Federal para cambiar el tipo de los Fondos Federales no llevará a resultados predecibles con respecto a los tipos de mercado a largo plazo.

3. ESTABLECIMIENTO DE LA EXOGENEIDAD DEL TIPO DE INTERÉS MEDIANTE LA REGULACIÓN

Tal y como se subraya en Pollin, (1991 y 1996), es necesario incorporar una teoría

completamente desarrollada de la endogeneidad de la oferta de dinero en una teoría más amplia de la inestabilidad financiera sistémica. Este marco más amplio, a su vez, proporcionará las bases para establecer unas intervenciones políticas efectivas que promuevan la estabilidad del mercado financiero y un acceso más ampliamente compartido a un crédito asequible. Esta es también la manera en la que se puede aumentar el grado de exogeneidad del tipo de interés. El control sobre el tipo de los Fondos Federales, y los tipos a corto plazo equivalentes en otras economías, no es capaz por sí solo de servir a este propósito.

Las razones básicas por las que esto ocurre surgen de la teoría de la inestabilidad financiera sistémica de Keynes/Minsky. La hipótesis de Keynes desarrollada por Minsky parte de un hecho fundamental de la naturaleza de las economías capitalistas: que el proceso de inversión —que es un determinante básico del nivel de renta, el empleo y el crecimiento de la productividad de una economía— es intrínsecamente inestable porque opera sobre la base de la incertidumbre. Tal y como dijo Keynes (1936) en una famosa frase, «simplemente no sabemos» lo rentable que puede ser un posible proyecto de inversión. Un objetivo principal de los mercados financieros es mejorar los problemas causados por la incertidumbre mediante el incremento de la liquidez de las inversiones. Cuando los instrumentos financieros se comercializan libremente en mercados relativamente amplios, las inversiones ilíquidas en instalaciones y equipos se pueden transformar en derechos convertibles en efectivo o en otros activos líquidos tan rápidamente como lo permitan las estructuras institucionales y tecnológicas. Sin embargo, aumentar la liquidez de los activos también tiende a crear graves problemas para la estabilidad de las eco-

nomías capitalistas. La Teoría General de Keynes realizó un análisis inicial de estas fuentes de inestabilidad de una forma contundente. Esta literatura crítica se ha ido desarrollando progresivamente a partir de Keynes, incluyendo aquí las contribuciones fundamentales de Minsky, junto con muchas otras de tradición postkeynesiana¹⁰.

3.1. Sistemas de regulación financiera

En general, según estas perspectivas críticas, los mercados financieros amplios pero desregulados operan con un considerable grado de ineficiencia e irracionalidad. Esta conclusión básica fue el fundamento analítico sobre el cual se construyeron los sistemas de regulación financiera tras la Gran Depresión y la Segunda Guerra Mundial. Estas regulaciones incluían el sistema de Bretton Woods de tipos de interés fijos y las medidas nacionales de controles de capital implantadas con el fin de controlar los flujos de capitales internacionales y los mercados especulativos de divisas¹¹. En Estados Unidos se estableció el sistema Glass-Steagall de regulación financiera a escala nacional. El propósito principal de estas regulaciones fue crear barreras entre diversos segmentos del mercado financiero general para delimitar claramente la lista de actividades y operaciones permitidas a cada segmento de mercado y, por supuesto, lo que es más importante para nuestro estudio, regular los tipos de interés de mercado¹².

¹⁰ La literatura sobre este punto es extensísima. Dos colecciones de trabajos surgidas de las contribuciones de Minsky incluyen Fazzari y Papadimitrou (1992) y Dymski y Pollin (1994).

¹¹ Panic (1995) ofrece una breve visión general del diseño inicial del sistema de Bretton Woods.

¹² Los ensayos incluidos en Dymski, Epstein y Pollin (1993) describen la estructura y evolución del sistema Glass-Steagall.

Sistemas nacionales de regulación financiera incluso más estrictos operaron en la mayoría de las economías europeas y Japón. Las regulaciones públicas tuvieron un papel clave en la determinación tanto del coste del crédito como de la cantidad de crédito disponible para los prestatarios. En estos sistemas «basados en la banca», los reguladores operaban en estrecha relación con los bancos y las empresas no financieras que eran quienes determinaban el coste del crédito. Los mercados de capitales desempeñaron un papel mucho más limitado en estas economías a la hora de movilizar fondos, asignar crédito e influir en las decisiones de inversión¹³.

Centrándonos exclusivamente en el papel de los propios bancos centrales, Epstein (2007) ha demostrado que a lo largo de la historia de lo que son ahora las economías más desarrolladas del mundo, los bancos centrales han utilizado una amplia gama de instrumentos de política para influir en las actividades del mercado financiero incluyendo el establecimiento de tipos de interés de mercado.

[...] Prácticamente todos los bancos centrales, incluyendo el Banco de Inglaterra (BOE) y la Reserva Federal Americana (FED) han utilizado métodos directos para apoyar a los sectores económicos. Y no se ha tratado simplemente de un tema de aberración histórica sino que, más bien, ha sido un aspecto esencial de sus estructuras y comportamiento durante décadas. En concreto, un papel crucial tanto para el BOE como para la FED ha sido estimular los sectores financieros de sus economías y, sobre todo, apoyar el papel internacional de sus sectores de servicios financieros. Y esto lo han logrado utilizando tipos de interés subvencionados, restricciones legales, crédito dirigido y persuasión moral

para promover mercados e instituciones concretos (2007, p. 97).

A partir de esta perspectiva histórica, está claro entonces que los bancos centrales han estado preocupados por influir exógenamente en los tipos de interés y por facilitar o restringir el acceso al crédito. No han confiado en un único instrumento, como los tipos de la Reserva Federal, para conseguir unos niveles adecuados de efectividad en estas intervenciones.

3.2. La creación de un marco regulador viable en los actuales mercados financieros

Tres principios básicos deberían guiar la formulación de un nuevo régimen regulador del mercado financiero en la actualidad¹⁴. Primero, el entorno regulador debería ser sistemático de tal manera que afecte a todos los intermediarios y mercados; en otras palabras, según D'Arista y Schlesinger (1993), que esa normativa equipare al alza el entorno regulador. Una regulación homogénea minimizaría las oportunidades de búsqueda de rentas generadas por la explotación de diferencias reguladoras entre distintos segmentos del mercado. Una estructura reguladora homogénea es también más fácil de diseñar, aplicar y reforzar. El segundo principio es que, en la medida de lo posible, las regulaciones deberían funcionar modificando los precios de mercado y los incentivos en vez de establecer límites estrictos a la actividad del mercado. El tercer principio es el fomento de las actividades del mercado financiero en las cuales las tasas de beneficio social superen a las tasas de beneficio privado. El sistema norteamericano Glass-Steagall, por ejem-

¹³ Estas estructuras financieras se describen en Zysman (1983), Pollin (1995) y Grabel (1997).

¹⁴ Véase Pollin (2009) para una discusión más completa aunque menos técnica sobre estos temas.

plo, apoyaba en gran medida el objetivo social de financiación de la vivienda familiar individual limitando los activos de las cajas de ahorro a préstamos hipotecarios.

Esto no significa que determinar tasas de beneficio social siempre sea sencillo. Pero una clara elección sería ponderar fuertemente los beneficios derivados de la propia estabilidad financiera. De esta manera, cualquier nuevo marco regulador debería procurar limitar las fuentes inmediatas de inestabilidad financiera de los mercados: comportamiento gregario, efectos contagio de las tendencias de mercado, y los efectos desbordamiento de la actividad de los mercados financieros sobre el conjunto de la economía.

Dos políticas específicas que son coherentes con los tres principios generales son los coeficientes de reserva basados en el activo y los impuestos específicos sobre las transacciones de títulos. Los primeros incluirían los criterios de adecuación de capital de Basilea, los criterios de márgenes sobre la compraventa de acciones, y los criterios que limitan la composición de los préstamos, como los ya aplicados a las cajas de ahorro bajo el sistema Glass-Steagall. Cuando operan adecuadamente, tales medidas permiten a los reguladores establecer costes diferenciales a las instituciones financieras según la calidad de los activos de su cartera. De esta manera, si la estabilidad del mercado financiero es el resultado social pretendido por dichas medidas, entonces los préstamos de los intermediarios regulados que financian el mercado especulativo incorporarían márgenes o coeficientes de reservas más elevados. La misma técnica es capaz de promover también otros objetivos, tal y como fue el caso de las viviendas familiares individuales en el sistema Glass-Steagall.

Los impuestos específicos sobre las transacciones de títulos, como la llamada «tasa Tobin» sobre los mercados de divisas internacionales, son una forma eficaz de elevar los costes del comercio especulativo a corto plazo en los mercados financieros, sin afectar a la tenencia de activos a largo plazo de activos. Siguiendo el principio de que las regulaciones deberían ser uniformes para los distintos segmentos del mercado, se debería gravar con el impuesto no simplemente los mercados de divisas, tal y como fue la propuesta inicial de Tobin, sino sistemáticamente a todos los mercados.

La idea de la tasa Tobin es que permite al mercado eliminar los flujos financieros especulativos separándolos de los más estables. Esto se debe a que un pequeño impuesto sobre las transacciones de títulos —por ejemplo un impuesto del 0,5 % sobre la compraventa de acciones— crearía una carga insignificante a los agentes que tienen la intención de mantener sus activos a largo plazo. Sin embargo, si los propietarios de activos compran una nueva acción con la intención de venderla para obtener ganancias a corto plazo, se les impondría un impuesto del 0,5% en cada operación, lo que constituiría una carga significativa.

Las propuestas en defensa de estos impuestos han recibido importantes críticas en los últimos años, en concreto respecto al hecho de que gravarlos crea necesariamente graves distorsiones de mercado y por lo tanto, nuevas oportunidades de búsqueda de renta. Pero, de hecho, tales medidas pueden activarse de una manera más factible en los distintos segmentos del mercado financiero¹⁵.

¹⁵ Pollin, Baker y Schaberg (2003) sondean la literatura que gira en torno a los impuestos sobre transacciones de títulos y ofrecen una propuesta de diseño que permitiría que los impuestos operasen neutral-

3.3. Garantías de préstamo y subvenciones al tipo de interés

Un enfoque definitivo y más directo para inyectar exogeneidad en los tipos de interés de mercado sería tener tipos de interés explícitamente administrados por la política gubernamental. Por supuesto, no es una idea descabellada. Ciertamente, tal y como recalqué al principio y como ya se ha discutido en el artículo de Epstein citado anteriormente, los límites al tipo de interés y otras formas de créditos subsidiados fueron prácticas comunes tanto en EE.UU. como en el resto de los países antes de que los mercados financieros fueran desregulados y los bancos centrales cambiaran sus métodos operativos directos en favor de intervenciones indirectas. Además, tal y como he subrayado antes, los sistemas financieros basados en la banca operaban con tipos de interés administrados y establecían unos tipos subvencionados para canalizar el crédito a las actividades alineadas con los objetivos de la política industrial del gobierno.

Una forma de introducir tipos de interés subvencionados que incorpore de forma ágil evaluaciones de riesgo para el prestamista y valoración de las garantías presentadas por el prestatario consistiría en que la política gubernamental ofreciera garantías de préstamo explícitas, lo que reduciría el coste del crédito a los prestatarios de la misma manera en que las garantías del

préstamo reducen el riesgo a los prestamistas privados¹⁶.

Según este esquema, las garantías podrían estar dirigidas a segmentos del mercado que reflejen prioridades sociales. Por ejemplo, en medio de la turbulencia del mercado hipotecario de mediados de 2008, una prioridad obvia hubiera sido restablecer un mercado estable para hipotecas solventes, en concreto para los compradores de primera vivienda. Un sistema de garantía de préstamo para este segmento de mercado podría construirse *grosso modo* según las siguientes consideraciones.

En su nivel máximo en 2006, el volumen de préstamo hipotecario era de aproximadamente de 1,1 billones de dólares. De esta cantidad, más o menos el 15%, o 170.000 millones de dólares, fue destinado para la compra de primeras viviendas. Con el programa de ayuda al crédito, el gobierno americano, suscribiría los 170.000 millones de dólares en hipotecas para primera vivienda. Por la vía del ejemplo, supongamos que el gobierno suscribe un total de 200.000 millones de dólares en préstamos. Supongamos también que el nivel de garantía es del 50% del principal de estos préstamos. Bien entrada la crisis del mercado a finales de 2007, la tasa de incumplimiento en los préstamos hipotecarios era del 0,83%. Para los propósitos de nuestro ejemplo, supongamos que la tasa de incumplimiento es más de cinco veces superior, del 5%¹⁷.

¹⁶ Mis co-autores y yo hemos estudiado recientemente unas intervenciones políticas semejantes en las economías de Sudáfrica y Kenia. Pollin *et al.* (2007, 2008) y Pollin (2008).

¹⁷ Los datos de este párrafo proceden del Consejo de la Reserva Federal *Flow of Funds Accounts* y T2 Partners LLC, «Why We Are Still in the Early Innings of the Bursting of the Housing and Credit Bubbles,» March 16, 2008, www.valueinvestingcongress.com.

mente en los distintos segmentos del sector de servicios financieros. Feige (2005) ofrece ideas interesantes para ampliar los impuestos a las transacciones de tal manera que incluyan todos los mercados de activos y para confiar en los impuestos sobre las transacciones de activos como sustitutos de los impuestos sobre la renta.

Por lo tanto, operamos con tres supuestos:

1. El programa de garantía del préstamo del gobierno asume doscientos mil millones de dólares en pasivos contingentes para suscribir el mercado hipotecario de primeras viviendas.
2. La tasa de incumplimiento de estos préstamos es del 5%.
3. La garantía sobre estos préstamos cubre el 50% del principal.

Bajo estos tres supuestos, se deduce que las acumulaciones para el gobierno representarían 5.000 millones de dólares al año (200.000 millones $\times$ 0,05 $\times$ 0,5). Esta cifra supondría un compromiso significativo por parte del gobierno. Aún así, con un presupuesto federal actual de 2,8 billones de dólares, este programa de garantía del préstamo representaría menos del 0,2% del total del gasto federal. Esto ocurriría aún haciendo supuestos improbables, por lo elevados, sobre el alcance del programa y sobre la tasa de incumplimiento de las hipotecas.

El siguiente paso para desarrollar dicho programa sería establecer un tipo de interés subvencionado apropiado sobre estos préstamos. El punto de partida es el tipo de los bonos públicos a largo plazo, ya que estos operan sin riesgo de incumplimiento, aunque, al igual que las hipotecas a largo plazo, sí incorporan el riesgo de inflación. El riesgo de incumplimiento de una hipoteca subvencionada dependería, en ese caso de: 1) el perfil crediticio del deudor; y 2) la duración del préstamo. Sobre esta base, el tipo sobre los préstamos subvencionados debería ser fijado por encima del tipo de los títulos del estado. El margen sobre el tipo de los títulos del estado debería depender del perfil del prestatario y de la duración de la garantía pública sobre los préstamos.

Para dejar esto más claro, podemos especificar que un gobierno se enfrenta a un riesgo de incumplimiento cero. De esta manera, el tipo de interés sobre el préstamo privado con un 100% de garantía debería fijarse al nivel del de los títulos del Estado. Por el contrario, el tipo apropiado sobre un préstamo sin garantía es, por definición, el tipo de interés del mercado. Como tal, el tipo de los títulos del estado y el tipo de interés del mercado definen el límite dentro del cual se deberían fijar los tipos reducidos.

Por lo tanto el tipo reducido apropiado puede derivarse simplemente de la siguiente manera:

$$I^g = i^m - LC,$$

en donde

$$LC = C(i^m - i^b)$$

luego

$$I^g = (1-C)i^m + Ci^b$$

I^g es el tipo sobre el préstamo garantizado, i^m es el tipo de interés para un préstamo de un tipo de riesgo y vencimiento dado, C es el porcentaje de un préstamo que el gobierno garantiza e i^b es el tipo de los títulos del Estado para un vencimiento dado.

Para ilustrar este cálculo con un ejemplo, consideremos un caso basado en las condiciones reales del mercado en enero de 2008. En aquel momento, el tipo del mercado hipotecario a 30 años era 5,76% y el tipo de los bonos del Tesoro a 10 años era 3,74%, es decir, un diferencial de 2,02 puntos porcentuales. Según lo establecido anteriormente el tipo subvencionado sobre las hipotecas caería en 1 punto porcentual hasta 4,76%. Si quisiéramos que el tipo subvencionado bajara más, entonces prolongaríamos el tiempo de la subvención del préstamo. Con un 75% de garantía, el tipo hipotecario subvencionado sería 4,25%.

Con este sistema de garantías de préstamo y tipos de interés subvencionados, los prestamistas privados seguirían soportando importantes riesgos y, por lo tanto, tendrían importantes incentivos para evaluar cuidadosamente las solicitudes de préstamos. Además, un sistema así opera con fuertes incentivos de mercado: los prestamistas privados seguirían soportando importantes riesgos y, por lo tanto, tendrían importantes incentivos para evaluar cuidadosamente las solicitudes de préstamos.

Obviamente, éste es un estudio simplificado sobre las distintas formas de establecer un sistema de garantías de préstamos a gran escala. Hacer que dicha propuesta sea factible implicaría un desarrollo considerable para el control y la creación de desincentivos al fraude. También implicaría un trabajo mucho más detallado a la hora de definir adecuadamente el segmento de mercado que tendría derecho a las subvenciones y el nivel adecuado de subvención.

Con este ejercicio intento subrayar de forma sencilla las diferentes intervenciones que son necesarias para controlar exógenamente los tipos de interés y que se pueden obtener niveles mucho mayores de exogeneidad en los tipos de interés en comparación con las actuales condiciones. Pero esto no se puede lograr si insistimos en que para conseguir la exogeneidad del tipo de interés es suficiente con confiar sólo en la capacidad de la Reserva Federal para fijar los tipos de interés.

4. CONCLUSIONES

Las contribuciones de los economistas postkeynesianos sobre la teoría de la endogeneidad de la oferta de dinero —incluyendo el importante trabajo inicial de Kaldor, Mins-

ky, Davidson, Moore, y Rousseas— han sido considerables. Para empezar, cuando los enfoques del monetarismo y aliados se convirtieron en hegemónicos a principios de los setenta, los teóricos postkeynesianos presentaron los primeros desafíos sólidos a esta visión.

Hoy en día, los economistas ortodoxos han abandonado en su mayoría los principales principios de la teoría cuantitativa del dinero, por lo menos respecto a la práctica política, si no en sus fundamentos teóricos. En la actualidad, el objetivo de control de la inflación sigue siendo el marco político dominante, aunque ahora sin una teoría coherente comparable a la teoría cuantitativa para guiar la política económica.

Mientras tanto, los postkeynesianos han hecho grandes avances en cuanto a ideas teóricas y a enfoques prácticos de políticas. Dichos esfuerzos analíticos —en la medida en que son desarrollados rigurosamente— dejan inevitablemente al descubierto las debilidades del enfoque ortodoxo. Si no se corrigen estas debilidades, éstas llevan a un programa de investigación estancado y a inadecuadas recetas políticas, tal y como ocurre en el caso de la teoría cuantitativa.

El debate entre los postkeynesianos sobre la naturaleza de la endogeneidad de la oferta de dinero es ya viejo, desde hace más o menos dos décadas sigue vivo. A la vista de esa experiencia, parece que muchos de los temas principales de debate no se han solucionado y no parece que vayan a ser resueltos siempre y cuando el debate se desarrolle como lo ha hecho hasta la fecha. Parte de la razón de esto es que las preguntas que se suelen hacer son demasiado generales y por lo tanto difíciles de concretar.

He intentado en este artículo concentrar la atención en una cuestión específica: el

grado en el que los tipos de interés del mercado están determinados exógenamente. Los horizontalistas han defendido firmemente la idea de que «el tipo de interés» está determinado exógenamente por los bancos centrales. Basándome en el enfoque estructuralista, he mantenido, por el contrario, que las fuerzas de mercado son un factor clave, y en la mayoría de los casos el principal determinante, de los tipos de interés de mercado, especialmente en los plazos más largos. También he sostenido que hay claras razones para lo que se dé esta endogeneidad, en concreto por la actual inestabilidad sistémica de los mercados financieros de las economías capitalistas, lo que lleva a los agentes de mercado a hacer grandes cambios en sus evaluaciones del riesgo en el transcurso del tiempo.

El problema de los mercados financieros inestables surge del hecho de que la inhe-

rente inestabilidad de los mercados se hace más grave cuando se les permite operar bajo regímenes reguladores débiles. El movimiento hacia una desregulación del mercado financiero desde los años setenta ha supuesto, por lo tanto, un movimiento hacia una mayor endogeneidad del tipo de interés. Se deduce de ahí que las políticas reguladoras eficaces para estabilizar los mercados y controlar los tipos de interés aumentarán directamente el grado de exogeneidad de lo mismos.

La importancia de esta cuestión no podía ser más clara a la luz de la actual crisis financiera. Si se proyecta una agenda de investigación positiva, es posible que un creciente número de investigadores acepten el reto de intentar comprender mejor las posibilidades de aumentar el grado de exogeneidad del tipo de interés en la economía de EE.UU. y en el resto del mundo.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- DAVIDSON, P. (1972): *Money and the Real World*, John Wiley and Sons, New York.
- DELEPLACE, G. y NELL, E. (eds.) (1996): *Money in Motion*, Macmillan, London.
- DYMSKI, G., EPSTEIN, G. y POLLIN, R. (1993): *Transforming the U.S. Financial System: Equity and Efficiency for the 21st Century*, M.E. Sharpe, Armonk, NY.
- DYMSKI, G. y POLLIN, R. (1994): *New Perspectives in Monetary Macroeconomics: Explorations in the Tradition of Hyman P. Minsky*, Ann Arbor, MI, University of Michigan Press.
- D'ARISTA, J. y SCHLESINGER, T. (1993): «The Parallel Banking System,» en DYMSKI, G., EPSTEIN, G. y POLLIN, R. (eds.), *Transforming the U.S. Financial System: Equity and Efficiency for the 21st Century*, M.E. Sharpe, Armonk, NY:157-199.
- EPSTEIN, G. (2007): «Central Banks as Agents of Economic Development,» en Ha-Joon Chang ed. *Institutional Change and Economic Development*, United Nations University Press, New York: 95-114.
- FAZZARI, S. y PAPADIMITRIOU, D. B. (1992): *Financial Conditions and Macroeconomic Performance: Essays in Honor of Hyman P. Minsky*, M.E. Sharpe, Armonk, NY.
- FEIGE, E. L. (2005): «The Automated Payment Transaction (Apt) Tax: A Proposal to the President's Advisory Panel on Federal Tax Reform,» Manuscript at: <http://129.3.20.41/eps/pe/papers/0506/0506011.pdf>
- FRIEDMAN, M. (1968): «Money: Quantity Theory,» en *International Encyclopedia of the Social Sciences*: 432-447.
- GRABEL, I. (1997): «Savings, Investment, and Functional Efficiency: A Comparative Examination of National Financial Complexes,» en Pollin, R. (ed.), *The Macroeconomics of Saving, Finance, and Investment*, University of Michigan Press, Ann Arbor, MI: 251-298.

- GLYN, A. (2006): *Capitalism Unleashed: Finance, Globalization and Welfare*: Oxford University Press, New York.
- HARVEY, D. (2005): *A Brief History of Neoliberalism*, Oxford University Press, New York.
- KALDOR, N. (1958): «Monetary Policy, Economic Stability and Growth,» memorandum submitted to the Committee of the Working of the Monetary System (Radcliffe Committee), June 23, Recogido en *Collected Economic Papers, Volume 3, Essays on Economic Policy 1*, Duckworth, London.
- 1970: «The New Monetarism,» *Lloyds Bank Review*, July: 1-17.
- 1982: *The Scourge of Monetarism*, Oxford University Press, Oxford.
- KEYNES, J. M. (1936): *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Harcourt Brace & World, New York.
- LAVOIE, M. (2005): «Monetary Base Endogeneity and the New Procedures of the Asset-Based Canadian and American Monetary Systems,» *Journal of Post Keynesian Economics*, Summer: 690-707.
- MINSKY, H. (1957): «Central Banking and Money Market Changes,» *Quarterly Journal of Economics*: 171-187.
- 1986: *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, New Haven, CT.
- 1991: «The Endogeneity of Money,» en Nell.E y Semmler.W (eds.), *Nicholas Kaldor and Mainstream Economics: Confrontation or Convergence?*, St. Martins Press, New York.
- MOORE, B. (1988) *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge University Press, New York.
- 2001: «Some Reflections on Endogenous Money,» en Rochon y Vernengo (eds.), *Credit, Interest Rates, and the Open Economy: Essays on Horizontalism*, Northampton, MA: Edward Elgar:11-30.
- PANIC, M. (1995): «The Bretton Woods System: Concept and Practice,» en Michie, J. y Grieve Smith, J. (eds.), *Managing the Global Economy*, Oxford University Press, Oxford: 37-54.
- POLLIN, R. (1991): «Two Theories of Endogenous Money: Some Empirical Evidence,» *Journal of Post Keynesian Economics*, Spring: 366-95.
- 1993: «Public Credit Allocation through the Federal Reserve: Why it's Necessary; How it Should Be Done,» en Pollin, R., Dymski, G. y Epstein, G. (eds.), *Transforming the U.S. Financial System: Equity and Efficiency for the 21st Century*, M.E. Sharpe Publishers: 321-354.
- 1995: «Financial Structures and Egalitarian Economic Policy,» *International Papers in Political Economy*, 2(3) December; publicado simultáneamente en *New Left Review*, 214, November/December 1995: 26-61.
- 1996: «Money Supply Endogeneity: What are the Questions and Why Do they Matter?» en Deleplace, G. y Nell, E. (eds.), *Money in Motion: The Post Keynesian and Circulation Approaches*: 490-515.
- 1997: «Financial Intermediation and the Variability of the Saving Constraint,» en Pollin, R. (ed.), *The Macroeconomics of Saving, Finance, and Investment*, University of Michigan Press, Ann Arbor: 309-366.
- 2008: «Microfinance, Macrofinance and Egalitarian Development,» en Arestis, P. y Eatwell, J (eds.), *Issues in Finance and Industry: Essays in Honor of Ajit Singh*, Palgrave Macmillan, Chapter 4, London.
- 2009: «Tools for a New Economy: Proposals for a Financial Regulatory System,» *Boston Review*: 108-111.
- POLLIN, R., BAKER, D. y SCHABERG, M. (2003): «Securities Transaction Taxes for U.S. Financial Markets,» *Eastern Economic Journal*, Fall: 527-59.
- POLLIN, R., EPSTEIN, G., HEINTZ, J. y NDIKUMANA, L. (2007): *An Employment-Targeted Economic Program for South Africa*, Edward Elgar Publishers, Northampton, MA.
- POLLIN, R. y GITHINJI, M. Y HEINTZ, J. (2008): *An Employment-Targeted Economic for Kenya*, Edward Elgar Publishers, Northampton, MA.
- ROCHON, L.P. y VERNENGO, M. (2001): «Introduction,» en Rochon y Vernengo (eds.), *Credit, Interest Rates, and the Open Economy: Essays on Horizontalism*, Edward Elgar, Northampton, MA:1-10.
- ROUSSEAS, S. (1960): «Velocity Changes and the Effectiveness of Monetary Policy, 1951-57,» *Review of Economics and Statistics*, February: 27-36.
- 1986: *Post Keynesian Monetary Economics*, M.E. Sharpe, Armonk, NY.
- WEINTRAUB, S. (1978): *Keynes, Keynesians, and Monetarists*, University of Pennsylvania Press, Philadelphia.
- WEINTRAUB, S. y DAVIDSON, P. (1973): «Money as Cause and Effect,» *Economic Journal*, December, reimpresso en Weintraub (1978).
- WRAY, R. (2006): «When are Interest Rates Exogenous?» en Setterfield, M. (ed.), *Complexity, Endogenous Money, and Macroeconomic Theory: Essays in Honor of Basil J. Moore*, Edward Elgar, Northampton, MA: 271-289.
- ZYSMAN, J. (1983): *Governments, Markets and Growth*, Cornell University Press, Ithaca, NY.

Controlar los productos financieros peligrosos mediante un principio de precaución financiera

Entre las causas principales de la peor crisis económica desde la Gran Depresión se encuentran los productos financieros extremadamente complejos, opacos y de alto riesgo tales como las *collateralized debt obligations* y los *credit default swaps*. Los reguladores, los compradores, e incluso muchos emisores de estos productos estructurados y complejos no entendían cómo funcionaban en tiempos de calma y, mucho menos, en tiempos de extrema tensión del mercado. Estos productos no sólo han contribuido a causar la crisis sino que también han hecho que sea más difícil de resolver. Como respuesta, basándose en una analogía con la *Federal Drug Administration*, un grupo de analistas ha propuesto que sea una autoridad reguladora del gobierno denominada ASPEF (Administración para la Seguridad de los Productos y la Estabilidad Financiera) la que apruebe los productos financieros antes de que salgan al mercado.

Depresio Handia izan zenetik egon den krisi ekonomiko gogorrenaren arrazoi nagusien artean, finantza-produktu konplexuegiak, ilunak eta arrisku handikoak daude, esaterako collateralized debt obligations eta credit default swaps izenekoak. Erregulatzailiek, erosleek eta baita produktu egituratu eta konplexu hauen jaulkitzaile askok ere, ez zuten ulertzen nola funtziona zezaketen barealdian eta, are gutxiago, merkatuaren tentsioa muturrekoa zen aldian. Produktu horiek, krisia eragiten laguntzeaz gain, konpontzea zailagoa izatea ere eragin dute. Irtenbide gisa, Federal Drug Administration izenekoarekin duen parekotasunean oinarrituta, analista talde batek proposatu du Produktuen Segurtasunaren eta Finantza Egonkortasunaren aldeko Administrazioa izeneko gobernuaren agintaritzak izan dadila finantza-produktuak onesten dituen merkatu baimenaren lehen.

High risk, opaque, and extremely complex financial products such as collateralized debt obligations and credit default swaps have been among the key causes of the worst economic crisis since the Great Depression. Regulators, buyers, and even many issuers of these investor or capital market products (as distinct from consumer products) did not understand how they worked in calm times, much less in times of extreme market stress. Not only have these products helped cause the crisis but they have also made the crisis extremely difficult to resolve. In response, building on the analogy of the Food and Drug Administration (FDA), a number of analysts have proposed a requirement that financial products be approved by a government regulatory authority, the Financial Stability and Product Safety Administration (FSPSA), before they can be marketed.

ÍNDICE

1. Introducción
 2. Experiencias previas de regulación de productos financieros. El caso de India
 3. La Administración para la Seguridad de los Productos y la Estabilidad Financiera (ASPEF). Estructura y funciones
 4. ¿El principio de precaución reduciría la innovación financiera?
 5. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: principio de precaución financiera, regulación de productos financieros, innovación financiera.

Keywords: financial precautionary principle, financial products regulation, financial innovation.

N.º de clasificación JEL: E44, E58, E52.

1. INTRODUCCIÓN

Dos años más tarde, la crisis financiera global que empezó en el sector *subprime* de Estados Unidos y en los mercados financieros en general, se ha ido intensificando y extendiendo por todo el mundo hasta convertirse en una crisis económica a gran escala. La presión popular en espera de respuestas y de una reforma está intensificándose según va aumentando la ira de los contribuyentes sobre los multimillonarios rescates financieros.

La mayoría de los economistas está de acuerdo en que uno de los factores claves de la crisis fue la creación y venta de nuevos productos financieros, una sopa de letras de

títulos y derivados altamente complejos, opacos, y en última instancia tóxicos. Entre estos, se incluyen los *Asset Backed Mortgages* (ABM), *Collateralized Debt Obligations* (CDO), *Asset Backed Commercial Paper* (ABCP), *Credit Default Swaps* (CDS), y muchos otros. (Para consultar descripciones de estos títulos véase, por ejemplo, BIS, 2005a, 2008). Un ejemplo de estos problemas son los llamados CDO de títulos respaldados por activos o *asset backed securities* (ABS). Según análisis recogidos en el *Financial Times*, casi la mitad de todos estos productos de crédito creados a partir de otros bonos titulizados han quedado impagados, y de los que se emitieron en los últimos años del *boom* crediticio, casi dos tercios están impagados.¹

* Este artículo es una versión reducida y revisada del documento de trabajo «A Financial Precautionary Principle: New Rules for Financial Product Safety» www.wallstreetwatch.org

¹ (Paul J. Davies, «Half of all CDOs of ABS Failed», *Financial Times*, February 11, 2009, <http://www.ft.com/cms/s/0/ddaa47f4-f79b-11dd-a284-000077b07658.html>).

Según el *Financial Times*, «estos incumplimientos han afectado a los CDO cuyo valor superaba los 300.000 millones de dólares, las cuales se crearon a partir de partes de otros ABS tales como bonos hipotecarios, otros CDO, bonos estructurados, o derivados basados en estos.» Estos elementos han causado grandes pérdidas en los bancos más importantes y han sido uno de los factores clave que han llevado a estos bancos a la insolvencia. Estas pérdidas, que han quedado ocultas por la complejidad de estos títulos, también explican por qué las instituciones financieras eran reacias a prestarse entre sí: no conocían ni la cuantía ni la composición de estos activos en los balances de los bancos y por lo tanto no podían evaluar la salud de dichos bancos. Esto les llevó a acumular liquidez, restringir los estándares de préstamo y reducir el crédito a la economía real, aumentando con ello las presiones recesivas que hundieron al mundo y, ciertamente, todavía tienen un dominio completo sobre partes fundamentales del mismo.

También está cada vez más ampliamente admitido el hecho de que los *credit default swaps* (CDS), los «instrumentos de aseguramiento» en mercados desregulados *over-the-counter* (OTC)² que se convirtieron en medios complejos mediante los cuales los bancos y otros agentes podían especular sobre incumplimientos de los títulos, han complicado enormemente la disolución de las posiciones de deudas y puede que sea una de las razones fundamentales por las que es tan difícil resolver esta crisis. (Ver por ejemplo *Newsweek*, 2008 y *Whalen*, 2009).

Hoy, los altos ejecutivos de los mismos bancos que subscribieron y compraron estos

productos están de acuerdo con esta evaluación. Un grupo de banqueros de alto nivel de grandes instituciones financieras como Lehman Brothers, Citibank, Bank of America y otros que conforman el Grupo de Políticas de Administración de Riesgos de Contrapartidas (*Counter-Party Risk Management Policy Group*, CRMPG) publicó un informe en agosto de 2008 (un mes antes del hundimiento de Lehman Brothers) que contenía la siguiente evaluación del papel desempeñado por los productos financieros en la crisis:

[...] durante la crisis del mercado crediticio, las características del comportamiento de varias clases de instrumentos de crédito estructurado han representado una parte significativa de las depreciaciones y pérdidas incurridas por parte de los grandes intermediarios financieros integrados, *hedge funds*, instituciones financieras especializadas y otros agentes de mercado. Además, hay casi un acuerdo universal de que incluso con una óptima presentación en la documentación subyacente, las características de estos instrumentos y el riesgo de pérdida que implicaban no fueron totalmente entendidos por muchos agentes del mercado. Esta falta de comprensión fue mucho más marcada en el caso de los CDO, CDO al cuadrado, e instrumentos afines, que reflejaban una compleja serie de factores incluyendo una falta de comprensión de las inherentes limitaciones de los modelos de tasación y de los riesgos de los conjuntos de datos históricos a corto plazo. Como consecuencia, estos instrumentos demostraron una depreciación y una volatilidad superiores a los niveles previamente asociados con títulos con calificaciones de riesgo similares, generando tanto un derrumbe de la confianza en una amplia gama de calificaciones de productos estructurados como un colapso en la liquidez de dichos productos (CRMPG III, 2008).

Aún así, las autoridades reguladoras estaban y siguen estando en su mayor parte comprometidas con la laxitud regulatoria y confiando en la autorregulación de las insti-

² Instrumentos intercambiados entre agentes fuera de los mercados regulados.

tuciones y productos financieros. Para estar seguros, cada vez se reconoce más que los estándares laxos, el excesivo endeudamiento, la alta concentración de riesgos, las complejas interacciones entre productos e instituciones, y las importantes asimetrías de los vencimientos, fueron factores claves detonantes de la crisis. Pero no se reconoce de la misma manera que los propios productos financieros de riesgo, opacos y complejos fueron fundamentales a la hora de transmitir y permitir que se produjeran estos problemas. Por ejemplo, los productos financieros tales como los CDO y los CDO al cuadrado incluían en sus estructuras un alto grado de apalancamiento. Este endeudamiento en los productos interactuó con la opacidad haciendo difícil que los reguladores, inversores o los propios bancos emisores los pudieran comprender. Eran financiados por endeudamiento a corto plazo aunque eran productos a largo plazo y se hicieron a mucho más largo plazo cuando se convirtieron en ilíquidos con la crisis, e hicieron más fácil oscurecer y evitar las regulaciones financieras que habían sido por sí mismas una débil línea de defensa contra la crisis. Por lo tanto, eran transmisores de apalancamiento, riesgo y opacidad dentro del sistema. De ahí que regular estos productos y no simplemente las instituciones financieras sea importante para proteger la estabilidad financiera general.

Esto hace surgir la cuestión clave de este artículo: ¿Cuál es la mejor manera de evitar que estos títulos tóxicos infecten la corriente sanguínea financiera en el futuro?

En este artículo explicamos a grandes rasgos cómo podría funcionar una autoridad reguladora de productos financieros, a la cual denominaremos Administración para la Seguridad de los Productos y la Estabilidad Financiera (ASPEF). La idea clave tras la

ASPEF es que los productos financieros deben ser aprobados antes de que salgan al mercado y sujetos a una evaluación y supervisión continuas en combinación con la aplicación de mecanismos durante todo el ciclo de vida de estos productos. Sostenemos que la agencia contribuirá significativamente a resolver cuatro de los problemas que han estado en el origen de la actual crisis financiera. Respondiendo al argumento de que esto reducirá la tasa de innovación financiera, demostramos que una gran parte de la «innovación financiera» es ineficaz, o se utiliza para evitar las regulaciones y los impuestos. La reciente crisis también demuestra que algunos productos financieros pueden ser extremadamente peligrosos.

1.1. El argumento

En un anterior trabajo, propusimos que se debería instituir un «Principio de precaución financiera»³ como parte de un programa de nueve puntos de reforma. Bajo este principio de precaución financiera, se prohibirían las innovaciones financieras a menos que aquellos que las emiten demuestren previamente su inocuidad y tengan el permiso para hacerlo (Crotty y Epstein, 2009a). Para conseguir el permiso para vender es-

³ Usamos el término «principio de precaución» de una manera un tanto libre ya que tiene muchas definiciones diferentes y se le asocian distintas controversias. El útil artículo de Wikipedia lo define de esta manera: «El *principio de precaución* es un principio moral y político que afirma que si una acción o determinada política podrían causar un daño grave o irreversible al público o al medioambiente en ausencia de un consenso científico de que ese daño no se produciría, la carga de la prueba recae en quienes defienden tal acción». Versiones del principio de precaución han sido reconocidas por las agencias de las Naciones Unidas, el derecho comunitario europeo, y muchos otros lugares. Pero por lo que sabemos, no ha sido aplicado a las finanzas. http://en.wikipedia.org/wiki/Precautionary_principle

tos productos, esos emisores tendrían que proporcionar pruebas de que estos productos son seguros tanto para quienes los compran como para todo el sistema financiero en general. Este «principio de precaución financiera» cambiaría completamente la práctica existente en Estados Unidos mediante la cual se permite a las empresas emitir estos productos a no ser que lo tengan explícitamente prohibido.

La idea básica de un principio de precaución financiera es bastante sencilla: es importante establecer un nivel de tolerancia al riesgo y emprender acciones definitivas para intentar asegurar que esa tolerancia al riesgo no se incumpla, depositando la responsabilidad de probar que los productos son seguros sobre quienes quieren venderlos. El proyecto de reforma financiera Obama/Geithner propone la creación de una nueva «Agencia para la protección financiera» «Consumer Financial Protection Agency» (CFPA) que podría incluir algunos componentes «de precaución» en lo que respecta a los productos para los consumidores. Pero impide cualquier regulación relativa a los productos de los inversores.

Un número de economistas que abarca una gama amplia de ideologías políticas han sugerido que las innovaciones financieras deberían ser más cuidadosamente examinadas y reguladas antes y después de ponerse en circulación. Entre estos se encuentran economistas como los premios Nobel Daniel McFadden, y Martin Hellwig, Joseph Stiglitz y muchos otros como Dani Rodrik, George Soros y Robert Wade.

Fundamentos de un principio de precaución financiera

Las lecciones que se extraen de la actual crisis dejan claro que estas sugerencias van

por buen camino. Como buena parte de las discusiones mantenidas el último año han dejado claro, ya se advirtió muchas veces y desde hace varios años a los reguladores, sobre los graves daños de las actuales prácticas financieras. Pero no tomaron ninguna medida por varias razones básicas⁴, tal y como aclara un reciente informe del *Government Accountability Office* (GAO, 2009b) y que son los problemas básicos que han estado en el origen de la crisis financiera:

1. Un número de prácticas y productos financieros eran demasiado complejos para que los propios bancos o los reguladores los comprendieran. Muchos reguladores de grandes y complejas organizaciones informaron, por ejemplo, que no entendieron lo rápido que la liquidez se desvanecería hasta que comenzó la crisis. Esto se debía en parte a la complejidad de estos productos, y en parte a la disposición de los reguladores a aceptar directamente las evaluaciones de riesgo de los propios banqueros o sus cómplices, las agencias de calificación.
2. Muy pocas de las regulaciones vigentes establecían que los reguladores analizaran el riesgo de productos financieros concretos, cuando estos se extendían por el sistema, así que no podían entender el grado y la rapidez con la que minarían la solvencia de las instituciones financieras en caso de una crisis.
3. Incluso cuando entendieron que existían algunas prácticas y productos de alto riesgo, los reguladores no po-

⁴ Ver GAO, 2009b, para diversos ejemplos reveladores.

seían las herramientas legales para detener la venta de estos productos o para que los retiraran.

4. Incluso en los casos en que los reguladores disponían de mecanismos de ejecución más fuertes, no los usaron. Esto se debió por una parte, a la regulación cautiva; y por otra a la falta de contundencia de los instrumentos disponibles y la ausencia de una norma o confianza a la hora de usarlos para enfrentarse a las grandes firmas financieras especialmente en un periodo de expansión financiera. Es decir, los reguladores están sujetos a los mismos procesos procíclicos que los bancos a los que regulan. En el auge, la mayoría de los banqueros –y los reguladores que supuestamente los regulaban– fueron demasiado optimistas y aquellos alejados de este sentir y que habían estado lanzando advertencias, fueron rechazados.

Aunque Joseph Stiglitz ha ido más allá que otros y ha expuesto un marco útil, a pesar de la cada vez más extendida discusión de las instituciones para regular las innovaciones financieras peligrosas, nadie ha expuesto una descripción detallada de cómo se debería estructurar dicha regulación. Este artículo intenta llenar este vacío. Desarrollamos aquí los esbozos y fundamentos para una Administración para la Seguridad de los Productos y la Estabilidad Financiera (ASPEF) que comprobaría y aprobaría (o denegaría) la comercialización de los nuevos productos financieros. Al hacer esto, presentamos el caso de una estricta regulación y supervisión de nuevos productos financieros antes y después de su introducción en la economía; discutiremos cómo se debería diseñar dicha regulación, recurriendo a analogías con la *Federal*

Drug Administration (FDA), e irónicamente, con experiencias prácticas de administración de riesgo propuestas en la actualidad por grupos de banqueros (eg. CRMPG, 2008; COSO, 2004) y analistas y reguladores gubernamentales (BIS, 2008; *Government Accountability Office*, 2009a, 2009b). Proponemos la estructura y el nombre de ASPEF simplemente con fines de exposición. Obviamente, el nombre preciso de la institución, bien sea integrada en otra institución como podría ser la Reserva Federal, o una nueva institución reguladora –o bien si se tratara de una independiente como la FDA– es un asunto complejo que dependerá de la estructura global de la reforma financiera según ésta se desarrolla. El principal objetivo aquí son las *funciones* que dicha institución debería desarrollar y cómo debería llevarlas a cabo más que la estructura institucional dentro del esquema de regulación global.

1.2. Líneas generales de nuestro artículo

El resto del artículo se desarrolla de la siguiente manera. El segundo apartado describe brevemente experiencias en otros países que han puesto en práctica un «principio de precaución financiera» para nuevos productos financieros, haciendo hincapié en la experiencia de la India como un ejemplo de gran éxito del principio de precaución financiera. El tercer apartado describe cómo este principio podría funcionar describiendo las operaciones de la ASPEF. El cuarto apartado aborda una posible crítica clave que es probable que surja contra dicha regulación: la preocupación de que reprima una valiosa innovación financiera. El quinto apartado presenta las conclusiones.

2. EXPERIENCIAS PREVIAS DE REGULACIÓN DE PRODUCTOS FINANCIEROS. EL CASO DE INDIA

Ha habido importantes precedentes de la implantación de un principio de precaución financiera que han tenido bastante éxito. Tras el fin de la Segunda Guerra Mundial, en Estados Unidos la regulación de productos financieros estaba implícitamente incluida en la estructura general de regulación financiera. Esta estaba basada en una estricta segmentación funcional de las instituciones financieras y en la severa regulación de la actividad basada en la función de la institución (ver D'Arista, 1994; Wolfson, 1993). De esa manera, los límites sobre los pagos de interés en depósitos prohibían a los bancos y sociedades de ahorro y préstamo que ofrecieran depósitos que produjeran tipos de interés por encima de los «límites de la Regulación Q»⁵. La venta de fondos del mercado monetario tenía que ser aprobada por las autoridades reguladoras.

Diversas regulaciones limitaban la emisión de activos basados en hipotecas titulizadas en la década de los ochenta. Estos productos no se pudieron crear y vender a gran escala hasta que se cambiaron dichas regulaciones (D'Arista, 1994, cap. 7). Cuando los intercambios se producían entre divisas, los organizadores del canje tenían la autoridad de limitar la naturaleza y tipos de los productos comercializados (D'Arista, 1994, cap. 7).

No obstante, aunque hubiera varios puntos de control sobre la creación de produc-

tos financieros en el sistema regulador entre las décadas de los treinta y los setenta, no había una comisión de seguridad financiera fundamental cuya tarea fuera evaluar la seguridad de los productos financieros. La innovación financiera estaban permitidas a menos que estuvieran prohibidas de antemano, y según se fue desarrollando la desregulación y la innovación en Estados Unidos durante las décadas de los ochenta y noventa, hubo cada vez menos controles, *ex-ante* y *ex-post*, para evaluar los impactos de los productos financieros en la esfera privada, y mucho menos en la esfera pública.

Sin embargo, otros países sí tuvieron un control mucho mayor de la creación de nuevos productos financieros: incluyendo Malasia, India, China y España. Mientras estos países, como la mayoría, han puesto en práctica la liberalización financiera en los últimos años, sin embargo, han mantenido un cierto grado de supervisión importante sobre la introducción de nuevos productos financieros. En este trabajo, describimos un importante precedente, el de la India⁶.

El caso de la India es un ejemplo sumamente interesante de la aplicación exitosa del principio de precaución aplicado a nuevos productos financieros, un sistema que fue defendido y desarrollado en gran medida por el anterior gobernador del Banco de la Reserva Federal de la India Y.V. Reddy. Antes de la reciente crisis financiera, Mr. Y.V. Reddy fue vilipendiado por el sector financiero, por muchos economistas y por la prensa especializada por las severas medi-

⁵ La regulación Q es una regulación del gobierno de EE.UU. que puso un límite en los tipos de interés que los bancos podían pagar, incluyendo un tipo de interés de 0% para las cuentas corrientes. Estos límites fueron eliminados a principios de la década de los ochenta por el *Monetary Control Act*.

⁶ Esta sección se basa casi en su totalidad en la información privada proporcionada por el Sr. Y.V. Reddy, anterior gobernador del Banco de la Reserva de India (BRI) y la Sra. Shyamala Gopinath subgobernadora del Banco de la Reserva Federal de India, quienes dedicaron de forma generosa parte de su tiempo y conocimientos a describir el marco de regulación financiera de India. Véase también (Reddy, 2008).

das reguladoras que aplicó a los productos financieros. Según los críticos, estas medidas ahogaban la innovación y estaban impidiendo que India entrara en el siglo XXI en materia de innovación financiera. Pero después de la crisis, cuando India se libró del peor declive que hundió a Estados Unidos, el Reino Unido y otros centros financieros en la recesión, Mr. Reddy fue unánimemente elogiado como un genio y un héroe financiero nacional.

Según el gobernador Reddy, los bancos sólo pueden desarrollar aquellas actividades permitidas por la *Bank Reserve Act* de 1949. Conforme a esta ley, «si la operación de algunos productos está claramente prohibida, los bancos no pueden negociar con tales productos. Por ejemplo, los depósitos estructurados no están permitidos. En el caso de que los bancos operen productos financieros que no hayan sido específicamente permitidos o prohibidos, no existe ninguna norma que dictamine cómo reaccionaríamos ante eso. Al lanzar cualquier producto, normalmente los bancos suelen buscar nuestra aprobación previa, ya que querrían jugar sobre seguro en caso de que la prohibición saliera a la luz en alguna regulación posterior de la que los bancos puedan no ser conscientes.»

El grado de aprobación previa que se necesita depende hasta cierto punto de si los productos son *over-the-counter* (OTC) o si se intercambian en mercados organizados. Con respecto a los productos OTC, Reddy señala que «los bancos a menudo piden al Banco de Reserva de la India (BRI) una aprobación previa pero el Banco de la Reserva de India es generalmente reacio a dar su aprobación ya que es difícil evaluar su eficacia y seguridad por adelantado. El BRI no quiere emitir una aprobación formal a menos que esté seguro de su eficacia.»

De esta manera, el BRI ha sido reacio a dar la impresión de «avaluar» la seguridad y eficacia de productos que no puedan analizarse por completo. Sin embargo, según Reddy, «si el BRI está evidentemente incómodo, se recomienda a los bancos que no ofrezcan dichos productos o se emiten salvaguardas y directrices para dichos productos, lo que podría denominarse una medida de precaución. Hay un estrecho control sobre cualquier producto de estas características de tal manera que podrían tenerse en consideración medidas de protección adicionales. Algunas veces, los bancos sí ofrecen esos productos sin previa aprobación del BRI, y, basadas en su comportamiento, el BRI emite una serie de directrices. Esto da un margen para la innovación pero se reserva el derecho de intervención del BRI.»

Resumiendo, con respecto a los productos OTC, existe la suposición de que los bancos se dirigirán al BRI para conseguir la aprobación; el BRI no aprobará productos que considere claramente nocivos. Respecto a otros, emitirá directrices y salvaguardas. Además, continuará controlando productos y revisando salvaguardas y directrices tal y como estaba garantizado.

Las directrices y salvaguardas pueden ser bastante estrictas y pueden implicar la especificación de la emisión, comercialización y aspectos contables, etc. de los productos. Por ejemplo⁷, con respecto a los derivados del tipo de interés de la rupia,

⁷ El *Loan Portfolio Swap* (LPS) es el contrato más elemental de permuta crediticia; en virtud de este contrato dos entidades (financieras o no) se intercambian todos los flujos de efectivo de dos carteras de préstamos, de igual importe y vencimiento, pero cuyos acreditados pertenecen a grupos o áreas geográficas diferentes, y con escasa o nula correlación entre sus tasas de morosidad (por ejemplo, construcción aeronáutica y sector ganadero).

sólo se permiten ciertos tipos de derivados, (acuerdos de tipo de cambio a plazo, *swaps* de tipo de interés y futuros de tipos de interés). Las directrices enuncian claramente los principios generales para realizar transacciones de derivados: «Se permite cualquier estructura de derivados siempre y cuando sea una combinación de dos o más instrumentos genéricos permitidos por el BRI y los creadores de mercado deberían encontrarse en una posición para señalar al mercado o para demostrar el valor de estos productos basados en precios de mercado observados. Además debe asegurarse que los productos estructurados no contienen algún(os) derivado(s), que no se haya(n) permitido como proyecto independiente. Esto también se aplicará en caso de que la estructura contenga instrumentos en «efectivo». Todas las transacciones de derivados permitidas deberán contratarse sólo a los tipos vigentes de mercado.»

La restricción sobre transacciones de divisas cruzadas es especialmente prudente, sensata y restrictiva: los bancos sólo pueden ofrecer derivados complejos si tienen una «exposición subyacente de las transacciones comerciales». Hay otros productos como los CDS y otros derivados especulativos relacionados con la especulación sobre la balanza de capitales que no se han permitido. En el caso de los derivados dólar-rupia, los únicos tipos que se permiten son: futuros de divisas, *swaps* de divisas y opciones sobre divisas. En este caso el requisito de una transacción subyacente en el

mercado indio para entrar en un contrato de protección es un rasgo exclusivo de derivados indio. Progresivamente el concepto de subyacente está siendo liberalizado.

2.1. Crédito estructurado y derivados crediticios

La titulización en la India ha existido durante más de una década pero hasta hace poco estuvo confinada principalmente a unos pocos bancos y a empresas financieras no bancarias. Tanto los títulos respaldados por hipotecas como los títulos respaldados por activos han estado de moda.

Según el BRI: «A la luz de las distintas prácticas seguidas por los bancos de la India y ciertas preocupaciones sobre la contabilidad, tasación y tratamiento del capital, el BRI emitió unas directrices formales en febrero de 2006 tras una amplia consulta con los agentes del mercado. Las directrices están generalmente en línea con las emitidas internacionalmente por otros supervisores y prevén lo siguiente:

1. Un detallado conjunto de directrices para asegurar que se mantienen las distancias entre el creador y el *Special Purpose Vehicle* (SPV) o *Special Investment Vehicle* (SIV)⁸.
2. Mejoras crediticias proporcionados por el creador para las primeras y se-

Un *Credit Default Swap* (CDS) es un contrato por el que una de las partes compra protección frente a un riesgo de crédito durante un determinado periodo de tiempo a cambio de un pago periódico. Por otro lado, el vendedor de protección se compromete a realizar un pago determinado, acordado para el supuesto de que un determinado suceso de crédito (normalmente impago) ocurra sobre el activo de referencia.

⁸ *Conduits* y *Special Investment Vehicles* (SIV) son entidades que se financian mediante emisiones de pagarés a corto plazo (ABCP) y que invierten en activos (bonos de titulización, CDO, etc.) a largo plazo. A diferencia de los SIV, los *Conduits* suelen disponer de líneas de liquidez en los bancos que los promueven. Estas entidades instrumentales llevaban a cabo una actividad muy parecida a la bancaria (financiación a corto e inversión a largo plazo) sin disponer de los recursos propios, ni del acceso a la liquidez de un banco central, ni de la regulación y supervisión adecuadas.

gundas pérdidas que deban deducirse del capital.

3. Cualquier beneficio/prima que surja de la venta no permitida debe ser registrado por adelantado y amortizarse durante la vida de los títulos emitidos o que vayan a ser emitidos por el SPV.
4. Provisión de facilidad de liquidez para que se la trate como una partida de «fuera del balance» y atraiga un factor de conversión de crédito del 100% así como un riesgo del 100 %.
5. Divulgación por parte del creador, como notas a la contabilidad, presentando una posición comparada por dos años de:
 - a) número total y valor contable de los activos de préstamo titulizados;
 - b) estimación de ventas recibidas por los activos titulizados y de pérdidas/ganancias por las ventas de dichos activos;
 - c) forma y valor (valor vivo) de los servicios ofrecidos en forma de mejoras del crédito, respaldo de la liquidez, servicio de activos post-titulización, etc.

2.2. Restricciones sobre la creación de nuevos mercados

Con respecto a la creación de nuevos mercados, el papel del BRI es incluso más estricto. «Respecto de los mercados financieros es generalmente necesario que los agentes obtengan la autorización previa.» Además, «las autorizaciones dadas a menudo incorporan directrices y salvaguar-

das.» Por su parte, el BRI no acepta sin sentido crítico la autorregulación por parte de los bancos o asociaciones bancarias. Según Reddy, «Aunque se reconocen los códigos de conducta o las directrices autorreguladoras, las directrices del BRI especifican hasta qué punto se puede confiar en dichos códigos de conducta.» Además, las directrices no son documentos ineficaces. Aunque no tienen la legitimidad o rigidez de las normas directivas son, aún así, vinculantes a no ser que existan unas circunstancias atenuantes. Para Reddy: «En caso de conflictos, tanto el regulador (BRI) como los tribunales dan más peso a las directrices.»

2.3. Lecciones del caso de la India

El enfoque del BRI de regulación de los derivados y de otros complejos productos financieros es instructivo:

1. Se presupone que las entidades deberían conseguir permiso antes de vender nuevos productos financieros. Esta presunción es incluso más firme para quienes quieren crear nuevos mercados.
2. El BRI se reserva el derecho de prohibir productos de los que están convencidos que serán perjudiciales, pero se abstiene de avalar otros productos, porque se consideraría que están poniendo un sello de aprobación en unos productos de cuya eficacia y seguridad no están convencidos.
3. Si el BRI no prohíbe un producto, a menudo pone condiciones restrictivas y salvaguardas y sigue controlando los efectos de los productos a lo largo del tiempo.

4. Estas salvaguardas y restricciones incluyen una amplia gama de elementos: límites sobre quién puede emitir productos y quién puede comprarlos; las condiciones en las que tienen que emitirse (eg. tiene que haber un riesgo comercial subyacente); restricciones en la transparencia de precios y en la administración del riesgo por parte de los emisores y compradores; salvaguardas para asegurar que no se creen productos más peligrosos disfrazados de productos más simples; capital requerido para respaldar la emisión de productos.
5. Estas directrices y salvaguardas sí tienen poderes efectivos: i.e., gozan de buen crédito en los tribunales reguladores y en los juzgados.

2.4. Conclusión

Una serie de países que se han librado de una manera notable de la peor crisis financiera tenían regulaciones financieras que englobaban aspectos relativos a un principio de precaución financiera que ha contribuido a unos resultados relativamente buenos. Usando el ejemplo concreto de India, vemos que hay dos propuestas para lograrlo. El enfoque del BRI hace hincapié en criterios de capital más rígidos sobre los productos de riesgo, las directrices y la supervisión y en prohibiciones ocasionales.

Estos principios podrían ser implantados por el principal regulador de la estabilidad financiera, los bancos centrales, o podrían incorporarse a una agencia independiente, como la Administración para la Seguridad de los Productos y la Estabilidad Financiera (ASPEF), que se describe en el siguiente apartado, y que aplicaría un sistema más

elaborado de pruebas y supervisión. Este segundo enfoque lo discutiremos con más detalle.

3. LA ADMINISTRACIÓN PARA LA SEGURIDAD DE LOS PRODUCTOS Y LA ESTABILIDAD FINANCIERA (ASPEF). ESTRUCTURA Y FUNCIONES

Siguiendo la analogía con la FDA e inspirándose en las prácticas reales de otros países así como en las prescripciones detalladas por parte de los banqueros y autoridades reguladoras, esbozamos un conjunto viable de procedimientos para aplicar el principio de precaución financiera que sería administrado por la ASPEF.

3.1. Comprobación de los productos financieros. Etapas de aprobación y control

Esta sección describe las etapas de la comprobación de un producto financiero, aprobación y supervisión.

Pruebas previas a la comercialización y aprobación

La institución financiera que lo proponga entregará una solicitud para comercializar un nuevo producto financiero. Se le exigirá que pague una significativa tasa para financiar el coste de la prueba. El solicitante proporcionará una «Declaración de Seguridad y Eficacia», la cual incluirá información completa sobre la naturaleza del producto, el plan de marketing, (p.ej. a quién se le va a vender, etc.), cuales son las funciones del producto y posteriormente la evidencia de que el producto satisfará estas funciones.

Además, el patrocinador ofrecerá los resultados de las pruebas de seguridad basados en sus modelos internos, incluyendo la estructura, los *inputs* y los supuestos que guían estos modelos. A diferencia de la práctica actual, sin embargo, los modelos no serán propiedad de estas entidades, sino que estas deben proporcionar a la ASPEF toda la información codificada de los modelos, porque la ASPEF (o sus asesores) deberán ser capaces de reproducir los estudios y entender sus conclusiones.

Además, al solicitante también se le pedirá que ofrezca información y que rellene una «Declaración de Impacto en la Estabilidad Financiera». Mientras que la «Declaración de Seguridad y Eficacia» se centrará en los impactos del riesgo sobre la institución solicitante y sobre el comprador del producto financiero, la «Declaración de Impacto en la Estabilidad Financiera» se centrará en el impacto de este producto sobre la estabilidad financiera del conjunto del sistema considerando no sólo el efecto en las instituciones compradoras sino en cómo las tensiones sobre el sistema pueden generar efectos de interacción a través del precio de los activos y la liquidez que afecten a todo el sistema. Por supuesto, cada solicitante no tendrá todo el conocimiento necesario para tratar esta cuestión en su integridad, pero sus contribuciones serán cruciales para el análisis de los efectos sistémicos que realice la ASPEF. Este organismo tomará los datos y análisis proporcionados por el emisor y los someterá a sus propias pruebas en vez de simplemente aceptarlos tal y como los solicitantes los entregan. La ASPEF utilizará una combinación de expertos internos y externos para verificar estos modelos, *inputs* y datos. (Más adelante discutiremos sobre los «expertos» externos).

¿Cuál debería ser el nivel de riesgo aceptable?

Esta es una cuestión fundamental y muy compleja que debe estar sujeta a un amplio debate tal y como ocurre en otras áreas como la salud pública, las leyes de medicamentos y alimentos, o la regulación medioambiental, entre otras. Aún así, varios aspectos concretos de este tema merecen mayor atención. El primero, es la tendencia a la laxitud en la aplicación de las regulaciones en momentos de expansión financiera. Como señaló Horace M. Williams, Director de la *Financial Markets and Community Investment* en un reciente testimonio ante el Senado: «La regulación responsable exige que los reguladores evalúen de forma crítica sus enfoques reguladores, especialmente durante los momentos de prosperidad, para asegurar que son conscientes de los posibles puntos ciegos de la regulación» (GAO, 2009b, p. 30). Una forma de contribuir a esto es tener unos niveles de riesgo máximo anticíclicos incluidos en la estructura de la ASPEF. En tiempos de expansión, los productos nuevos tienen que demostrar un nivel de riesgo más bajo que en momentos de crisis para que puedan ser aprobados y mantenidos. Esto funcionaría contra la tendencia natural a ser demasiado optimista y a quedar sujeto a la influencia del sector en las fases de auge, y por el contrario, a excederse en el pesimismo en tiempos de depresión.

El segundo aspecto, es que, a la luz de los problemas inherentes a los modelos de administración de riesgo que se discutirán más adelante, el nivel de riesgo aceptable sólo debería elevarse cuando se mejoren significativamente los modelos y otras herramientas analíticas para crear la «Declaración de Seguridad y Eficacia Financiera» y, aun más importante, la «Declaración de Im-

pacto en la Estabilidad Financiera», y dicha mejora haya sido verificada por la ASPEF y por expertos externos.

Aumento de los criterios de capital y de liquidez

Una propuesta para tratar con productos financieros que han sido evaluados como productos de riesgo alto pero aceptable, es imponer criterios de capital y liquidez más elevados y exigir unos informes más estrictos sobre esos productos. Este es un modelo aparentemente seguido por las autoridades reguladoras de España e India y puede ser también aplicado por la ASPEF (Crotty y Epstein, 2009a).

Determinación de la seguridad y eficacia a escala institucional y del sistema

El principal medio hasta ahora para intentar determinar la seguridad de productos financieros complejos han sido los modelos informáticos desarrollados por las agencias de calificación y por los bancos para cumplir las reglas de capital de Basilea. Muchos de estos modelos se denominan modelos Valor del Riesgo o *Value at Risk* (modelos VaR⁹) (Crotty, 2008). Se ha demostrado que han sido absolutamente inadecuados para examinar el riesgo, y, tal y como lo demuestra Crotty, de hecho, jamás pueden ser un único indicador de seguridad. Para tratar analíticamente algunos de estos efectos sistémicos de interacción y liquidez, algunos investigadores han sugerido una modificación del análisis VaR, por ejemplo, un análisis CoVaR. (Adrian y

Brunnermeir, 2008). CoVar se define como el valor del riesgo de las instituciones financieras suponiendo que el resto de instituciones también sufre tensiones.

Obsérvese que estos problemas son incluso más graves en el caso de los nuevos títulos ya que puede no existir dato alguno directamente aplicable al comportamiento y, por tanto, la imposibilidad de asignar probabilidades de estos títulos en situaciones de tensión. A pesar de todo, las propias empresas, y las agencias de calificación, utilizan en la actualidad estos modelos para ensayar y probar estos títulos con el fin de desarrollarlos y comercializarlos.

Pruebas de estrés y pruebas de reversión de estrés

Un problema fundamental asociado a los análisis VaR y CoVar es el hecho de que confían en datos del pasado los cuales, como hemos señalado, no dan necesariamente una buena idea de los riesgos reales que suponen los productos y prácticas actuales.

Las «pruebas de estrés» podrían servir para solucionar algunos de estos problemas ya que están basados en modelos de simulación en vez de exclusivamente en datos reales. Por ejemplo, se pueden utilizar para intentar evaluar cual sería el impacto en la solvencia de una institución o un producto si ocurriera un hecho extremo, como un profundo deterioro de la situación de la otra parte contratante (BIS, 2009). El BIS de Basilea ha publicado recientemente unas propuestas de «práctica óptima» sugeridas para realizar estas «pruebas de estrés». Otro instrumento disponible son las «pruebas de reversión de estrés» (BIS, 2009; CRMPGIII, 2008). En estas pruebas, el analista parte del su-

⁹ Modelo VaR: Modelos dinámicos que describen el comportamiento de un conjunto dado de series cronológicas que intentan medir la máxima pérdida esperada en una inversión con cierto nivel de confianza y en un periodo de tiempo determinado.

puesto de que un suceso podría poner en riesgo la solvencia de una empresa y después analiza qué tipos de productos y prácticas han llevado a ello.

Otra herramienta para estudiar los efectos de los nuevos productos sería usar pruebas de estrés para estimar cómo se comportarán las instituciones financieras y los productos individuales en respuesta a perturbaciones extremas, incluyendo convulsiones (*shocks*), donde otras instituciones están sujetas a las mismas y, por lo tanto, la liquidez general del mercado y la solvencia de todas las partes quedan afectadas. Para estudiar la seguridad de los nuevos productos, por ejemplo, se podrían aplicar las pruebas de estrés a sistemas tanto con estos productos como sin ellos, y bajo distintos supuestos sobre la naturaleza de la distribución de estos productos en el sistema financiero. Entonces es cuando se puede evaluar el nivel de riesgo sistémico creado por estos productos según los distintos grados de distribución y tipos de *shocks*.

En este caso también el ASPEF podría aplicar orientaciones y prácticas que ya han sido o están siendo desarrolladas. El Banco de Pagos Internacional (BIS) en su reciente directriz señala que los supervisores deberían:

- a) Hacer evaluaciones regulares y globales de los programas de pruebas de los bancos.
- b) Solicitar a los gestores que lleven a cabo acciones correctoras si se identifican deficiencias materiales en los programas de pruebas de estrés o si los resultados de dichas pruebas no se tienen adecuadamente en cuenta en el proceso de toma de decisiones.

- c) Pedir a los bancos que usen escenarios específicos en los cuales su viabilidad sea amenazada.

- d) Asegurarse de que tienen la capacidad y las habilidades para evaluar los programas de pruebas de estrés de los bancos (BIS, 2009: 21-23).

De esta manera, incluso el extremadamente tímido BIS está dispuesto a promover una supervisión reguladora mucho más agresiva de pruebas de riesgo, habiendo desarrollado listas de control de lo que es necesario hacer.

Evaluación de la eficacia y del valor social de los productos

Ahora se ha demostrado que pasar un «test de mercado» a corto plazo es insuficiente para demostrar el valor social (y a menudo incluso el valor privado para el cliente) de un producto financiero. De ahí, que la ASPEF también deba evaluar los productos por su eficacia social (véase Tobin, 1984, en donde se recoge una excelente definición de la eficacia social de las instituciones y los productos financieros). Es muy improbable que los modelos complejos sean tan útiles como el trabajo analítico serio y concienzudo desarrollado por expertos objetivos y con gran conocimiento. Los ingenieros financieros y los economistas son capaces de evaluar si los productos financieros pueden contribuir a verdaderas mejoras de la eficiencia y lo único que habrá que hacer es asegurarse de que están dando sus opiniones expertas y objetivas, no unas opiniones empañadas por sus implicaciones e intereses financieros con las empresas que emiten y avalan esos productos financieros. (Partnoy, 2003; Das, 2006; Bookstaber, 2007).

Lo fundamental: ¡decir no!

Dados todos estos problemas de datos y modelización, la regla clave para la ASPEF debería ser la siguiente: si el producto es demasiado complejo para entenderlo y existe un nivel relativamente alto de incertidumbre sobre cómo funcionará en épocas normales y especialmente en épocas de tensión, en ese caso no debería ser aprobado hasta que no se entienda correctamente. En casos menos extremos en donde los beneficios probables son altos, sólo debería ser aprobado con unas limitaciones y condiciones de seguimiento muy estrictas, incluyendo posiblemente elevados requisitos de liquidez y de reservas de capital. En otras palabras, la regla debería ser que si las pruebas no están lo suficientemente claras y los supuestos no son suficientemente razonables, y los resultados son turbios o negativos, entonces no debería aprobarse el producto, a menos que el solicitante pueda probar inobjetablemente que los beneficios sociales superan con creces los riesgos.

3.2. Pruebas posteriores a la comercialización, control y evaluación

Tal y como ocurre en el caso de la aprobación de medicamentos, la ASPEF puede:

- negarse a permitir que el producto salga al mercado si es ineficaz o poco seguro, (con una explicación completa y un proceso de apelación en vigor);
- pedir más datos o pruebas;
- aprobar el producto pero insistir en requisitos más altos de capital y liquidez;

- limitar la distribución de los productos a determinadas instituciones o tipos de inversores y en ciertas cantidades;
- imponer determinada información sobre la producción y la seguridad de los productos, incluyendo el etiquetado.

En el último caso, por ejemplo, puede insistir en que el solicitante ofrezca sesiones informativas para que quienes compren el producto se aseguren de que los entienden totalmente. En prácticamente todos los casos, la ASPEF impondrá un plan de post-comercialización a través del cual el originador (y el intermediario que venda el producto) ofrecerá información fundamental referente a la distribución del producto, especificaciones de precio, problemas de impago o liquidez asociados al producto, etc. En el caso de los productos que son de alto riesgo o inciertos, pero que por alguna razón fueron aprobados, puede haber un pequeño periodo de prueba tras el cual se debe renovar la aprobación. Todos los productos tendrán una fecha límite antes de la cual es necesaria una nueva aprobación (véase posteriormente).

Etapas límite y nueva aprobación

Debe estar estipulado que la aprobación de todos los productos financieros altamente complejos tendrá un límite tras el cual se les exigirá la obtención un nuevo certificado. Una vez vencido ese período, se hará un seguimiento de datos post-comercialización, se efectuarán pruebas y otros procedimientos, y todo ello se incorporará en el análisis de una manera sistemática. Si no es re-aprobado, el producto ya no puede volver a salir al mercado. En casos extremos, si se descubre que el producto es extremadamente peligroso entonces puede que sea

necesario tomar medidas para eliminar el *stock* vivo de activos, con adecuadas penalizaciones impuestas tanto a emisores como a compradores para evitar problemas de riesgo moral en el futuro.

3.3. **Contratación de personal para la aprobación y el proceso de control: expertos internos y externos**

Proteger la economía de productos peligrosos mientras se permite incorporar paulatinamente innovaciones financieras verdaderamente valiosas desde el punto de vista social exigirá un buen número de expertos capacitados y adecuadamente motivados para evaluar la seguridad de los productos financieros y establecer mejores mecanismos con ese fin. Parte de este conocimiento se desarrollará dentro de las propias instituciones financieras (y en consultoras afines que venden a estas instituciones sus servicios basados en su conocimiento). Pero la ASPEF también debe tener un número de personal cualificado —tanto propio como externo procedente de las universidades, *think-tanks* y otros— que puedan también contribuir a la evaluación y control del riesgo.

El tema de la contratación y el uso de consultoras y asesores externos es también una constante preocupación para la FDA. Los asuntos relacionados con posibles conflictos de interés respecto a las consultoras y asesores externos son especialmente problemáticos. En el campo de los medicamentos, muchos científicos incluso del mundo académico, son también asesores de empresas farmacéuticas. De manera semejante, muchos expertos académicos en finanzas han ejercido de asesores finan-

cieros o poseen importantes acciones en instituciones financieras o reciben becas de las instituciones financieras para investigar y ayudar al desarrollo de nuevos productos.

Parte de la solución es diseñar y establecer directrices sobre el conflicto de intereses para los expertos externos. Además, no obstante, la ASPEF puede que tenga que intentar promover la formación de expertos académicos más objetivos que ayuden a analizar estos productos financieros y tal y como discutiremos posteriormente, perfeccionar nuevos y mejores medios para evaluar la seguridad y la eficacia social de los productos financieros.

Mejorar el conocimiento de la eficacia y la seguridad de los productos financieros

El *Institute of Medicine Report* de la FDA señaló que hay una escasez de científicos con los conocimientos adecuados para probar la seguridad de nuevas medicinas o para poner en marcha métodos mejores para evaluar dicha seguridad (IOM, 2007). Recomendaron que la FDA respaldara la investigación y formación de científicos en estas áreas. Con estas mismas premisas, la ASPEF puede necesitar plantear incentivos y oportunidades de formación para que los economistas desarrollen habilidades en la evaluación del riesgo y nuevos modelos para evaluar la seguridad de los productos financieros. Estos podrían incluir por ejemplo:

1. Patrocinar una revista arbitrada de alta calidad científica donde los académicos pudieran publicar sus investigaciones innovadoras y de alto nivel respecto a la evaluación de la seguridad financiera.
2. Becas para jóvenes especialistas para realizar esa investigación y desarrollar

nuevas modelos. 3) Una o más prestigiosas conferencias cada año en donde los expertos puedan presentar y obtener *feedback* sobre la investigación en esta área.

Estas serían formas relativamente baratas para desarrollar «expertos ciudadanos vigilantes» que crearan un panel de expertos sin vinculaciones con los intereses financieros y sean capaces de hacer un análisis objetivo de dichos productos.

La responsabilidad recaerá en último lugar sobre los propios creadores de productos financieros

En último término, sin embargo, la carga de la prueba de demostrar la seguridad de los productos financieros es de las instituciones financieras que quieren vender los productos. De hecho, ese es el aspecto fundamental del principio de precaución: situar esa carga en quienes quieren vender los productos y obtener beneficios con ello. Situando alto el listón para alcanzar la aprobación del producto, las propias instituciones financieras tendrán que invertir fuertemente en la evaluación del riesgo financiero y de nuevos métodos de análisis más avanzados.

4. ¿EL PRINCIPIO DE PRECAUCIÓN REDUCIRÍA LA INNOVACIÓN FINANCIERA?

Los que se oponen a regular la comercialización de nuevos productos financieros insistirán en que esto reducirá el ritmo de la innovación financiera útil. Abordamos esta preocupación observando detenidamente la naturaleza de la innovación y las pruebas de sus efectos en la economía. Posteriormente veremos que:

1. Incluso como un tema teórico, no existe presunción alguna de que la «innovación financiera» aumentará el bienestar social.
2. Hay muy pocas pruebas empíricas de que más innovación financiera esté correlacionada a tasas más altas de inversión productiva o de crecimiento económico.
3. Hay pruebas de que una buena parte de la innovación está motivada por el deseo de evitar impuestos o regulaciones, o bien por la redistribución de la renta entre los *stakeholders*, en lugar de intentar aumentar la eficiencia o conseguir que los mercados financieros sean más completos.

4.1. Definiciones y funciones

La clásica revisión de Tufano de la innovación financiera define el término de la siguiente manera:

En general, la innovación financiera es el acto de crear y después popularizar nuevos instrumentos financieros así como nuevas tecnologías financieras, instituciones y mercados.
(Tufano, 2004).

Algunos economistas distinguen entre «innovación financiera» e «ingeniería financiera» (Finnerty y Emery, 2001). Definen la ingeniería financiera como la creación de productos innovadores para resolver problemas financieros pero argumentan que estos son sólo verdaderamente innovadores si crean más eficiencia o si reducen los problemas de los productos financieros «incompletos». Esta distinción, por supuesto, hace alusión directa al tema tratado aquí: la posibilidad de que algunas «innovaciones» financieras no mejoren la eficiencia o pudieran ser demasiado peligrosas, y por lo tan-

to, necesitarán ser reguladas más estrictamente o incluso prohibidas.

4.2. Funciones que prestan las innovaciones financieras

En los estudios más completos que existen hasta la fecha, John D. Finnerty y su colega han creado una lista de innovaciones de títulos organizada por tipos de instrumento y función/motivación del emisor: deuda, acciones preferentes, títulos convertibles y acciones ordinarias (Finnerty 1988, 1992, 2002). El estudio inicial de Finnerty (1988) trataba de las innovaciones financieras tanto al consumidor como a las empresas y enumeraba once motivaciones/funciones: 1) ventajas fiscales, 2) costes de transacción reducidos, 3) costes de agencia reducidos, 4) reasignaciones del riesgo, 5) mayor liquidez, 6) factores reguladores o legislativos, 7) nivel y volatilidad de los tipos de interés, 8) nivel y volatilidad de los precios, 9) trabajo académico, 10) beneficios contables y 11) desarrollos tecnológicos.

En su último trabajo, Finnerty redujo las funciones a seis: 1) reasignación del riesgo, 2) mayor liquidez, 3) reducción de los costes de agencia, 4) reducción de los costes de transacción, 5) reducción de los impuestos o 6) evitar restricciones reguladoras. Se deberían añadir otros dos motivos: primero, las empresas tienen motivos para crear una innovación de su propiedad exclusiva que sea lo suficientemente turbia y compleja como para concederle unas ventajas de propiedad durante, al menos, un periodo inicial (Tufano, 2002; Das, 2006). Lo llamaremos a esto 7) el motivo «de propiedad» o «redistributivo». Un octavo motivo, implícitamente propuesto por James Tobin, es abrir nuevas vías para especular

sobre tendencias o limitar las pérdidas cuando estas apuestas fracasen. Llamaremos a esto (8) el «motivo casino». Claramente, muchos de estos motivos no tienen nada que ver con la reducción de costes de transacción o con el aumento de la eficiencia social.

El cuadro n.º 1 utiliza los tres estudios de Finnerty para calcular el número y porcentaje de innovaciones que están en parte motivadas por los impuestos, la contabilidad o el «arbitraje» o la «evasión» reguladora. Nuestros cálculos revelan que aproximadamente un tercio de estas «innovaciones» están motivadas por estos factores, más que por simples mejoras de eficiencia. De hecho, éste es con seguridad una subestimación de las innovaciones motivadas por los impuestos y el arbitraje regulador, ya que Finnerty (y Emery) presentaron un conjunto seleccionado de innovaciones que según ellos sugirieron tendrían un «mandato de permanencia» debido a que «añadían valor.» Su lista queda lejos de ser una lista completa de nuevos tipos de títulos.

De hecho, Tufano (2002) da cuenta de un número mucho mayor de innovaciones que las sugeridas por Finnerty, *et al.* Él sugiere que es probable que un porcentaje mayor del que aparece en esta tabla de nuevos productos se produzcan por razones impositivas, contabilidad, regulaciones, «casino» y redistribución

El análisis de la lista de las principales instituciones que se han encargado de la creación de nuevos productos financieros en los últimos años sugiere que los beneficios de estas innovaciones han sido enormemente exagerados. Los cuadros n.º 2 y n.º 3 están basados en un estudio emprendido por Lerner (2006) que consultó artículos del *Wall Street Journal* para identificar

Cuadro n.º 1

Innovaciones financieras motivadas por el deseo de evitar impuestos y regulaciones

Estudio	Número total de innovaciones de títulos (1)	Número motivado, por lo menos en parte, por razones de impuestos o regulaciones (2)	Porcentaje de innovaciones totales motivadas por razones de impuestos o regulaciones $(2)/(1) \times 100$ (%)
Finnerty, 1988	103	45	44
Finnerty, 1992	65	21	34
Finnerty y Emery, 2002	80	25	31

Fuentes: Finnerty, 1988; Finnerty, 1992; Finnerty and Emery, 2002 y cálculos de los autores.

Cuadro n.º 2

Los innovadores financieros más frecuentes 1990-2000*

Empresa	Número de innovaciones
Merrill Lynch	20
Citigroup	15
American Express	13
Citicorp	13
McGraw-Hill	13
Charles Schwab Corp.	11
Dow Jones	10
Morgan Stanley	10
Goldman Sachs	9
Bear Stearns	8
IBM	8
Reuters Group	7
Bank of America	6
Barclays	6
Chase Manhattan	6
J.P. Morgan	6

* Las innovaciones financieras se identificaron buscando en una base de datos de *Wall Street Journal Articles*.

Fuente: Lerner, 2006.

Cuadro n.º 3

Desglose de las innovaciones por sector*

Noticias totales por año		Desglose de innovaciones por tipos (%)		Distribución de las innovaciones por sector (%)	
1990	48	Aseguramiento y comercio de títulos	33,5	Brokers y Dealers de títulos	23,5
1991	61	Gestión de activos; pensiones	26,2	Bancos comerciales	22,3
1992	47	Combinación de clases; otros	17,7	Otras instituciones crediticias	8,2
1993	49	Banca minorista e hipotecaria	11,6	Programación de ordenadores y actividades relacionadas	6,7
1994	38	Tarjetas de crédito	5,2	Libros	4,4
1995	29	Seguros	5,2	Periódicos	3,5
1996	34	Banca comercial	0,6	Vehículos a motor y equipamiento	2,9
1997	54				
1998	49				
1999	55				
2000	74				
2001	55				
2002	58				

* Las innovaciones financieras se identificaron buscando en una base de datos de *Wall Street Journal Articles*.

Fuente: Lerner, 2006.

«innovaciones financieras» durante el periodo 1990–2002. El cuadro n.º 2 es especialmente revelador. Aparte de organizaciones no-financieras (IBM, Reuters, etc.) la lista de los máximos innovadores financieros es esencialmente la lista de bancos que, en la crisis actual, han perdido enormes cantidades de dinero, e incluso se han convertido en insolventes al tiempo que contribuían a la ruina de la economía global. La propia lista debería dar que pensar tanto acerca del valor privado como del valor social a largo plazo de estas innovaciones financieras. El cuadro n.º 3 revela que la mayoría

de estas innovaciones se producen en el área del aseguramiento y comercio de títulos y en las empresas de *broker-dealer* escasamente reguladas (i.e., bancos de inversión) y en los bancos comerciales (lo cual también se refleja en el cuadro n.º 2). Por consiguiente, la mayoría de las innovaciones de los últimos años se han producido precisamente en aquellas instituciones en las que se han originado la mayoría de los problemas. Además de ser esto una prueba a primera vista de la falta de valor social de estas innovaciones, también hace surgir señales de alarma.

4.3. Evidencias teóricas y estadísticas

Mientras la lista de empresas innovadoras del cuadro n.º 2 debería causar preocupación sobre el riesgo y el valor social de las innovaciones financieras, sería indispensable que se realizaran unas pruebas más rigurosas sobre la conexión entre innovación financiera y resultados económicos. En otras palabras, ¿cuál es el impacto de estas innovaciones financieras sobre la economía real? ¿Están asociadas con niveles de beneficios más altos para las empresas innovadoras? Y aún más importante desde el punto de vista social, ¿están asociadas con más inversión, mayor crecimiento económico o incremento de la productividad? ¿Reducen la inestabilidad, o el riesgo sistémico?

Desgraciadamente, ha habido muy pocos análisis empíricos rigurosos para probar la atrevida hipótesis teórica de que más innovación financiera contribuye a un mayor bienestar social. Los complejos análisis matemáticos para probar o refutar semejante presunción han mostrado que las innovaciones financieras, pueden, en principio, tanto aumentar como disminuir el bienestar social. (Elul, 1995; Frame y White, 2004).

Empíricamente, hay escasas pruebas sobre estas cuestiones claves. Lerner (2006) concluye que la innovación financiera incrementa los beneficios de la entidad financiera innovadora, por lo menos a corto plazo. Pero ¿el asunto de los efectos sociales y el del riesgo sistémico? Frame y White (2004) publicaron una encuesta global de los determinantes y efectos de la innovación financiera. Tal y como demuestran en su artículo, son relativamente pocos los estudios sobre el tema. Prácticamente no hay verificación empírica de que las innovaciones financieras contribuyan a redu-

cir el coste del capital, a aumentar la inversión, o a acelerar el crecimiento económico. Ciertamente, a la luz de los enormes costes asociados con la crisis actual (caída del PIB, desempleo, déficit público...), tenemos una gran cantidad de pruebas reales de los enormes costes asociados a algunas innovaciones financieras. Lo que contrasta fuertemente con las afirmaciones del estamento político y académico de que las innovaciones y los sistemas financieros «modernos» mejoran en gran medida el bienestar social, y que los intentos por regular tales innovaciones minarán el bienestar económico.

5. CONCLUSIONES

Hemos destacado la razón fundamental de que exista un principio de precaución financiera que regule los productos financieros y hemos sugerido dos mecanismos para implantar dichas regulaciones: 1) un principio de precaución financiera *light*, tal y como muy eficazmente puso en práctica, por ejemplo, el BRI, y 2) un conjunto más elaborado de procedimientos de examen, control y re-examen, tal y como pudiera encarnar una institución como la ASPEF. Algunos pueden objetar que nuestra propuesta ASPEF quedará corrompida por su captura: por las propias instituciones financieras que pueden beneficiarse de estos nuevos productos y acabarán usando su poder financiero y político para desgastar y finalmente destruir estas regulaciones¹⁰. Este es un grave peligro. Existe también el

¹⁰ Véase el excelente estudio «*Sold Out: Who Wall Street and Washington Betrayed America*» que describe como el dinero de Wall Street corrompió el proceso político para generar una regulación financiera que en gran medida ha contribuido a generar la crisis (*Essential Information/Consumer Education Foundation, March, 2009*. www.wallstreetwatch.org)

riesgo de que la solución para limitar los productos nocivos desaparezca cuando se vuelva a producir un auge en los mercados financieros. Las claves para evitar estos peligros son:

1. Fuertes dosis de responsabilidad democrática del proceso de regulación.
2. Endurecimiento automático anticíclico de la regulación de los productos financieros. En la fase de auge, el nivel aceptable de riesgo de los productos financieros debe reducirse para reflejar las proyecciones excesivamente optimistas y el cada vez mayor poder cultural, político y financiero de las finanzas. Esto se podría conseguir, por ejemplo, implantando aumentos automáticos de las exigencias de capital y liquidez para las instituciones y productos de riesgo durante la fase de expansión (ver Crotty y Epstein, 2009a) y/o elevando el umbral mínimo de la tasa de seguridad y las cuotas para la aprobación de nuevos productos según vaya desarrollándose la expansión.

Por último, la única solución es sacar el dinero de la política e implicar en ella a más ciudadanos. Esto supone colocar a más miembros de la comunidad en más niveles de gobierno y de supervisión, incluyendo la supervisión de las autoridades reguladores financieras. Por esa razón, la FPSA debería tener un Consejo de Supervisión de la Comunidad constituido por ciudadanos expertos que controlen las actividades de la ASPEF. Debemos conseguir reguladores que se tomen en serio las regulaciones, darles los recursos necesarios para contratar personal cualificado, competente y comprometido con la sociedad, y equiparles con las herramientas legales y analíticas para regular de forma adecuada. De otra manera, ninguna estructura institucional, sin importar lo apropiado que sea su título o lo razonable que sea su diseño, protegerá al público de las prácticas destructivas de instituciones financieras excesivamente eufóricas, de financieros sin ninguna ética y de los efectos sistémicos potencialmente destructivos de los productos y empresas financieras «innovadoras».

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ASHCRAFT, A. B. y SANTOS J. A. C. (2007): «Has the CDS Market Lowered the Cost of Corporate Debt?», *New York Federal Reserve Working Paper*.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS) (2005a): *The Joint Forum, Credit Risk Transfer*. <http://www.bis.org/publ/joint13.htm>
- 2005b: *The Role of Ratings in Structured Finance. Issues and Implications*.
- 2008: *The Joint Forum, Credit Risk Transfer, an update*. <http://www.bis.org/publ/joint18.htm>
- 2009: *Principles for Sound Stress Testing Practices and Supervision*. Basel Committee on Banking Supervision.
- BANK NIGARA (BANK OF MALAYSIA) (2003): *Guidelines on Introduction of New Products*. BNM/RH GL 008-3 Prudential Financial Policy Department. http://www.bnm.gov.my/guidelines/01_banking/04_prudential_stds/11_guidelines_introduction_new_products.pdf
- 2007: *Financial Stability Report*. www.bnm.gov.my/files/publication/fspd/en/2007/cp03.pdf
- BLOOMBERG NEWS. (KENNEDY. S) (2008): «Nobel Laureates Say Credit Crunch Hurting Growth.» www.bloomberg.com/apps/news?pid=email_en&refer=home&sid=aTtYLhidMBul Ver también: (<http://blogs.wsj.com/economics/2008/08/21/nobel-laureates-debate-role-of-regulators-during-financial-crises/>)
- BLOOMBERG NEWS (ONARAN, Y. y MCKEE, M.). (2009): «En Geithner We Trust Eludes Treasury as Market Fails to Recover». <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601109&sid=aLhs5Byln00k&refer=exclusive>
- BOOKSTABBER, R. (2007): *A Demon of Our Own Design: Markets, Hedge Funds, and the Perils of Financial Innovation*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey.
- BRUNNERMEIER, M., CROCKET, A., GOODHART, C., AVINASH D. P. y SHIN, H. (2009): «The Fundamental Principles of Financial Regulation.» *Geneva Reports on the World Economy*, 11. (Preliminary Report).
- COLBY, R.L.D. (2006): «Prudential Supervision of U.S. Securities Firms», Testimony Before the U.S. House Subcommittee on Financial Institutions and Consumer Credit. September 14.
- COUNTERPARTY RISK MANAGEMENT POLICY GROUP (CRMPGI). (1999): «Improving Counterparty Risk Management Practice.», June.
- 2005: «Toward Greater Financial Stability: A Private Sector Perspective», July.
- 2008: «Containing Systemic Risk: The Road to Reform.» *Report of CRMPG III*. August 8, 2008. www.crmppolicygroup.org
- COSO Treadway REPORT (2004): *Enterprise Risk Management –Integrated Framework*. September.
- CROTTY, J. (2008): «Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the 'New Financial Architecture'». *Political Economy Research Institute (PERI) Working Paper*, September. No. 180. www.peri.umass.edu
- CROTTY, J y EPSTEIN, G. (2009a). «Avoiding Another Meltdown», *Challenge Magazine*, January/February, 2009, Vol. 52, No. 1: 5 – 26.
- 2009b: «A Financial Precautionary Principle: New Rules for Financial Product Safety.» *Wall Street Watch*, www.wallstreetwatch.org
- DAS, S. (2006): *Traders, Guns and Money: Knowns and Unknowns in the Dizzying World of Derivatives*. Prentice Hall, New York.
- DAVIES, H y GREEN, D. (2009): *Global Financial Regulation; The Essential Guide*, The Polity Press, Cambridge.
- D'ARISTA, J. (1994): *The Evolution of U.S. Finance; Restructuring Institutions and Markets*, M.E. Sharpe, Armonk, New York.
- ELUL, R. (1995): «Welfare Effects of Financial Innovation in Incomplete Markets Economies with Several Consumption Goods», *Journal of Economic Theory*, 65: 43 -78.
- ESSENTIAL INFORMATION/CONSUMER EDUCATION FOUNDATION (2009): «Sold-Out: How Wall Street and Washington Betrayed America.» www.wallstreetwatch.org
- FINNERTY, J.D. (1988): «Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview», *Financial Management* 17, No. 4: 23–39.
- 1992: «An Overview of Corporate Securities Innovation», *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 4, No. 4: 23–39.
- FINNERTY, J. D. y DOUGLAS, R. E. (2002): «Corporate Securities Innovation: An Update» *Journal of Applied Finance*: 21–48.
- GOVERNMENT ACCOUNTABILITY OFFICE (GAO). (2009a): *Financial Regulation: A Framework for Crafting and Assessing Proposals to Modernize the Outdated U.S. Financial Regulatory System*. Document: 09-216.

- 2009b: «Review of Regulators' Oversight of Risk Management Systems at a Limited Number of Large Complex Financial Institutions», Statement of Orice M. Williams, Director of Financial Markets and Community Investment, Testimony before the Subcommittee on Securities, Insurance, and Investments, Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, U.S. Senate. GAO-09-499T. March, 18.
- GRAY, J. (2008): «Is it Time to Highlight the Limits of risk-based Financial Regulation»? *Capital Markets Law Journal*.
- GROUP OF 30 (2009): *Financial Reform: A Framework for Financial Stability*. www.group30.org (The «Volcker Report»).
- HELLWIG, M. (2008): «Systematic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime Mortgage Crisis.» Max Planck Institute Reprints.
- HUNT, R.M. (2009): «Business Methods Patents and U.S. Financial Services», Federal Reserve Bank of Philadelphia, Working Paper.
- INDIA PLANNING COMMISSION (2009): *A Hundred Small Steps. Report of the Committee on Financial Sector Reforms*, Sage Publications, New Delhi.
- INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE (IIF) (2008): Final Report of the IIF Committee on Market Best Practices: Principles of Conduct and Best Practice Recommendations- Industry Response to the Market Turmoil of 2007 – 2008, July.
- INSTITUTE OF MEDICINE (2007): *The Future Of Drug Safety: Promoting And Protecting The Health Of The Public*, The National Academies Press.
- INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (2005): Letter on Asset Backed Securities Regulations, 8 March.
- LENER, J. (2002). «Where Does State Street Lead? A First Look At Finance Patents, 1971–2000. *Journal of Finance*, 57: 901–930.
- 2006: «The New Financial Thing: The Origins of Financial Innovations» *Journal of Financial Economics*, 79: 223–255.
- MAYER, BROWN, ROWE and MAW. (2004): «Securities Update: SEC Proposes New Rules for Asset-Backed Securities», May 21.
- MUOLO, P. y PADILLA, M. (2008): *Chain of Blame; How Wall Street Caused the Mortgage and Credit Crisis*, John Wiley and Sons, New York.
- NEWSWEEK MAGAZINE (2008): «The Monster that Ate Wall Street.» <http://www.newsweek.com/id/161199>
- NYU STERN SCHOOL OF BUSINESS (2008): *Restoring Financial Stability; How to Repair a Failed System*, Stern School of Business, New York.
- OECD (2008): *OECD Economic Surveys: Spain*.
- 2009: *OECD Economic Surveys: The Euro Area*.
- PARTNOY, F. (1999): «The Siskel and Ebert of Financial Markets? Two Thumbs Down for Credit Rating Agencies.» *Washington University Law Quarterly*, Vol 77, No. 3: 619–723.
- 2003: *Infectious Greed; How Deceit and Risk Corrupted the Financial Markets*, Henry Holt and Company, New York.
- 2006: «How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gate Keepers», University of San Diego Law School, May Research Paper: 07–46.
- REDDY, Y. V. (2008): Meeting of the Task force on Financial Regulation. *Initiative for Policy Dialogue*. July, Manchester.
- RODRIK, D. (2008): «Financial Innovation: A Case of Aspirin or Amphetamines»? *Daily Star*. April 20.
- SOROS, G. (2008): «Testimony Statement Of George Soros Before The U.S. House Of Representatives Committee On Oversight And Government Reform», Washington, D.C. November 13. <http://www.georgesoros.com/crisis-and-what-to-do110608>.
- 2009: «The Crisis and What to Do About It.» <http://www.georgesoros.com/crisis-and-what-to-do110608>.
- STIGLITZ, J.E. (2009): *Principles for a New Financial Architecture*. The Commission of Experts of the President of the UN General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System. www.un.org/ga/president/63/commission/newfinancialarchitecture.pdf
- TUFANO, P. (2003): «Financial Innovation», en *Handbook of the Economics of Finance (Volume 1a: Corporate Finance)*, Constantinides, G., Harris, M. y Stulz, R. (eds.), Elsevier, Amsterdam: 307–336.
- UNITED STATES DEPARTMENT OF TREASURY (2009): *Financial Regulatory Reform. A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*.
- VAN HORNE, J.C. (1985): Financial Innovations and Excesses. *Journal of Finance*, Vol 40, No. 3.
- WADE, R. (2009): In interview with Kevin Gallagher, «The Economic Crisis and the Developing World: What Next?»; Interview with Robert Wade y Jose Antonio Ocampo», *Challenge Magazine*, January/February.
- WARREN, E. y WARREN TYAGI, A. (2008): «Protect financial consumers», *Harper's Magazine*, November: 39–40.
- WHALEN, C. (2009): «What is to Be Done With Credit Default Swaps.» February 23. www.institutionalriskanalytics.com
- WOLFSON, M (1993): «The Evolution of the Financial System and the Possibilities of Reform», en Dymski, G., Epstein, G. y Pollin, R. (eds.), *Transforming the U.S. Financial System; Equity and Efficiency for the 21st Century*. Washington, D.C. Economic Policy Institute (EPI): 133–157.

AUTORES

ARESTIS, Philip. Director de investigación del Centro de Cambridge para las políticas públicas y económicas del Departamento de Economía agraria de la Universidad de Cambridge y profesor de Economía del Departamento de Economía aplicada de la UPV. Principal consejero académico del HM Government Economic Service (GES) Board of Professional Development, UK). **Senior Scholar en el Instituto Levy de Economía de Nueva Cork.** Profesor distinguido adjunto de Economía, de la Universidad de Utah, profesor visitante de la Universidad de Leeds, y profesor asociado de investigación del Ministerio de Finanzas y estudios de administración de empresas en la Escuela de estudios orientales y africanos (SOAS), Universidad de Londres. Fue becario senior investigador en el Instituto Levy de Economía. Sus áreas de investigación son: macroeconomía, economía monetaria, econometría aplicada y economía política aplicada. Ha publicado como único autor así como coautor varios libros, así como capítulos de libros y realizado informes de investigación para institutos de investigación. Ha publicado ampliamente en revistas académicas y ha sido redactor de varios diarios económicos.

CAVALCANTE, Anderson. Estudiante de doctorado y Master en Economía en la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Federal de Minas Gerais (UFMG) de Brasil. Actualmente estudiante de tercer ciclo en Downing College de la Universidad de Cambridge en donde ha desarrollado un trabajo sobre el desarrollo financiero regional y crecimiento económico. Es miembro del Laboratorio de Estudios Monetarios y Territoriales (LEMTe) del Centro de Desarrollo regional y Planificación (CEDEPLAR-UFMG). Ha investigado los

aspectos monetarios y financieros de desarrollo regional desde una perspectiva post-Keynesiana.

CORREA VÁZQUEZ, Eugenia. Doctora en Economía por la Facultad de Economía de la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM). Pertenece a la Academia Mexicana de Ciencias y miembro del Sistema Nacional de Investigadores Premio Universidad Nacional en Ciencias Económico-Administrativas, 2006. Premio en Investigación Económica por el Instituto de Investigaciones Económicas de la UNAM. Miembro de número de la Academia Mexicana de Economía Política y de la Federación Mexicana de Universitarias. Autora de más de 100 artículos en revistas científicas y más de 18 libros coordinados en temas de desarrollo económico y economía financiera. Actualmente es profesora titular de la maestría y el doctorado de la Facultad de Economía de la UNAM.

CROTTY, James. Profesor de Economía en la Universidad de Massachusetts-Amherst, Sus áreas de investigación son la teoría keynesiana, la teoría marxista, economía global neoliberal, la política económica de la moderna Corea y los mercados financieros e inestabilidad económica. Sus trabajos se han publicado en revistas especializadas como *New Perspectives in Monetary Macroeconomics*, *Journal of Economic Issues*, *Review of Radical Political Economics*, *The New Competition for Inward Investment: Companies, Institutions and Territorial Development*, *Financialization and the World Economy*, *Review of Radical Political Economics*, *Cambridge Journal of Economics*, *Competition and Change*,

DALLERY, Thomas. Candidato a doctor por la Universidad de Lille e investigador junior en el Departamento de investigación de Clersé (CNRS). Está terminando la disertación de su tesis basada en la financiarización. Sus trabajos abarcan estudios microeconómicos y macroeconómicos de los comportamientos de los agentes económicos y su coordinación en un sistema capitalista. Estos trabajos se han publicado recientemente en *Review of Radical Political Economics* y *Review of Political Economy* (con Till van Treeck). También está trabajando acerca de enfoques interdisciplinarios del sistema económico. Los trabajos relacionados se incluyen en artículos publicados en *Revue Française de Socio-Économie e Innovations*, *Cahiers d'Économie de l'Innovation*.

DEJUÁN ASENJO, Óscar. Catedrático de Fundamentos del Análisis Económico de la Facultad Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Castilla-La Mancha. Doctor en Economía (PhD) por la New School for Social Research, New York. Doctor en Derecho por la Universidad de Barcelona. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Barcelona y en Derecho por la Universidad de Barcelona. Estancias de Investigación Postdoctorales en la New School for Social Research, New York y Universidad de Cambridge. Su libro más importante publicado es «La Constitución Económica Española» (Premio del Congreso de los Diputados al mejor libro publicado sobre la Constitución Española de 1978). Ha publicado diversos artículos en revistas especializadas como *Review of Political Economy*, *Investigación Económica*, *The European Journal of the History of Economic Thought (EJHET)*, *Economic Growth and Distribution: On the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, *Ética y Economía*, *Journal of PostKeynesian Economics*, *Energy and Environmental Modelling*, *Energy Policy*.

DOS SANTOS, Paulo L. Profesor de Economía en la SOAS (School of Oriental and African Studies) donde enseña microeconomía y teoría financiera. Graduado en Matemáticas y Económicas, hizo su doctorado en la Universidad de Londres. Sus áreas de investigación son la banca y los mercados financieros, economía y teoría financiera y política económica. Sus recientes trabajos incluyen la economía política de las actividades bancarias y de los mercados de capitales contemporáneos, la teoría financiera y los sistemas bancarios de las Filipinas, del Brasil y del México. Su actual investigación se centra en el contenido micro y macroeconómico del crédito a la vivienda. Es miembro de la Red de investigación sobre dinero y finanzas. Ha publicado diversos trabajos sobre innovación y liberalización bancaria.

EPSTEIN, Gerald. Codirector y professor de Economía, hizo su doctorado en la Universidad de Princeton. Ha publicado una amplia variedad de artículos sobre asuntos de política económica, especialmente en las áreas de las actividades de los bancos centrales y de las finanzas internacionales, y redactor de seis volúmenes, incluyendo *Financialization and the World Economy* (Edward Elgar Press 2004); *Capital Flight and Capital Controls in Developing Countries* (Edward Elgar Press 2004); *Globalization and Progressive Economic Policy*: (with Dean Baker and Robert Pollin, Cambridge University Press 1998); *Macroeconomic Policy After the Conservative Era: Studies in Investment, Saving and Finance* (with Herbert Gintis, Cambridge University Press 1995); and *Transforming the U.S. Financial System: An Equitable and Efficient Structure for the 21st Century* (with Gary Dymski and Robert Pollin, M.E. Sharpe 1993). Actualmente trabaja sobre políticas de desarrollo macroeconómico para promover unas mejoras sostenibles en los estándares de vida. Es miembro del *Center for Popular Economics*.

FEBRERO PAÑOS, Eladio. Profesor titular de Teoría Económica en la Universidad de Castilla-La Mancha. Sus líneas de investigación han sido: medidas de productividad, teorías clásicas del valor y macroeconomía monetaria. Ha publicado artículos en *Cambridge Journal of Economics*, *Economic Systems Research*, *Review of Political Economy* y *Journal of Post Keynesian Economics* entre otras revistas de prestigio internacional.

FERREIRO APARICIO, Jesús. Profesor Titular en el Departamento de Economía Aplicada V de la Universidad del País Vasco (UPV/EHU). Es Licenciado y Doctor en Economía por la Universidad del País Vasco. Sus principales áreas de interés son la política macroeconómica, el mercado de trabajo, la inversión extranjera directa y los flujos financieros internacionales. Ha publicado numerosos trabajos sobre estas materias en capítulos de libro y en revistas nacionales e internacionales, como *Economic and Industrial Democracy*, *Économie Appliquée*, *Ekonomia*, *Ekonomiaz*, *European Planning Studies*, *International Labour Review*, *International Review of Applied Economics*, *International Journal of Political Economy*, *Journal of Post Keynesian Economics*, *Revista de Economía Mundial* o *Transnational Corporations*.

HEIN, Eckhard. Profesor de Economía en la Berlin School of Economics and Law. Estudió economía en la Universidad de Bremen y en la New School for Social Research, de Nueva York, y terminó su doctorado en la Universidad Libre de Berlín. Fue conferenciante senior en la Carl von Ossietzky de la Universidad de Oldenburg, donde obtuvo su grado postdoctoral, y es investigador sénior en el Instituto de política macroeconómica (IMK) en la

fundación de Juan Boeckler. Miembro del Comité de la coordinación de macroeconomía de la Red de investigación y de políticas macroeconómicas y de un co-editor de manejo de la «intervención. Diario europeo de la economía y de las políticas económicas». Ha publicado en *Cambridge Journal of Economics, the European Journal of the History of Economic Thought, Metroeconomica, Structural Change and Economic Dynamics, the Review of Political Economy, among others. His latest monograph is «Money, Distribution Conflict and Capital Accumulation»*(Palgrave Macmillan, 2008).

GREENWOOD-NIMMO, Mathew. Graduado y postgrado en Economía de la Universidad de Leeds, y profesor en la misma de Economía. Su investigación se centra en las áreas de la economía monetaria, la macroeconomía de economías abiertas y la econometría aplicada. Particularmente, ha explorado el acoplamiento entre la inflación que apuntaba la política monetaria y la fragilidad financiera postuladas por Hyman Minsky. Asimismo ha trabajado profundamente en el desarrollo de las nuevas herramientas para el análisis estadístico de los procesos asimétricos que exhibían formas complejas de ausencia de linealidad.

LAPAVITSAS, Costas. Es profesor titular en Economía en la SOAS de la Universidad de Londres. Profesor asistente en Economía de la Universidad de Tokio. Sus áreas de investigación son la relación entre las finanzas y el desarrollo, la estructura de los sistemas financieros y la evolución y funcionamiento del sistema financiero japonés. Actualmente está analizando el desarrollo de los sistemas basados en el mercado y basados en los bancos referentes a los sistemas financieros británico y japonés.

PALLEY, Thomas I. Licenciado por la Oxford University, y Master en Relaciones Internacionales y Doctor en Economía por la Universidad de Yale. Ha publicado en numerosas revistas académicas y escrito para las revistas *The Atlantic Monthly, American Prospect* and *Nation*. Está trabajando en el proyecto: Economics for Democratic & Open Societies. El objetivo del proyecto es estimular el debate público sobre el tipo de acuerdos y condiciones económicas necesarias para promover la democracia y abrirla a la sociedad. Fue economista jefe en la *US-China China Economic and Security Review Commission*. Antes de entrar en esta Comisión fue director del Proyecto de reforma global del *Open Society Institute* y antes fue director auxiliar de políticas públicas en el AFL-CIO.

POLLIN, Robert. Profesor de Economía y codirector de fundación del Instituto de investigación de la economía política (PERI) en la Universidad de Massachusetts, Amherst. Sus investigaciones se han centrado en macroeconomía, condiciones para los trabajadores con bajos salarios en los EE.UU. y globalmente el análisis de mercados financieros, y una economía basada en energías limpias en los E.E.U.U. Ha publicado numerosos libros: *A Measure of Fairness: The Economics of Living Wages and Minimum Wages in the United States* (coautor, 2008); *An Employment-Targeted Economic Program for Kenya* (coautor, 2008); *An Employment-Targeted Economic Program for South Africa* (coautor, 2007); *Contours of Descent: U.S. Economic Fractures and the Landscape of Global Austerity* (2003). Ha trabajado en el programa de desarrollo de Naciones Unidas y en la Comisión económica de Naciones Unidas en África en políticas para promover la extensión del empleo digno y la reducción de la pobreza en América latina y África subsahariana. También ha trabajado con el *Joint Economic Committee* del Congreso de los E.E.U.U. y como miembro de Capital For-

mation del Consejo de Política de competitividad de los E.E.U.U. Ha sido coautor de los informes *Job Opportunities for the Green Economy* (Junio 2008) y *Green Recovery* (Septiembre 2008), estudiando los beneficios económicos externos de las inversiones a gran escala en una economía basada en las energías limpias en los EE.UU.

RODRÍGUEZ LÓPEZ, Patricia. Master en Ciencias Económicas por la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM), realizó estudios de doctorado en investigación económica por la Universidad Complutense de Madrid. Académica del Instituto de Investigaciones Económicas (IIEc), UNAM. Profesora de la Facultad de Economía (FE), UNAM. Coordinadora del Seminario de Economía Fiscal y Financiera del IIEc. Coordinadora de Economía Financiera del Postgrado de la FE-UNAM. Sus temas de especialidad son: Macroeconomía, Política Monetaria, Economía de género y Mercado laboral e Inflación.

SERRANO PÉREZ, Felipe. Catedrático de Economía Aplicada y Director del Departamento de Economía Aplicada V de la UPV/EHU. Ha publicado trabajos sobre economía de la seguridad social, actividad innovadora, mercado de trabajo y análisis de las instituciones. Sus trabajos más recientes han sido publicados en las revistas *Industrial and Labor Relations Review* y *Journal of Post keynesian Economics*, así como en la editorial PalgraveMacmillan.

TRONCOSO BALTAR, Carolina. Estudiante de doctorado en el Cambridge Centre for Economics and Public Policy, de la Universidad de Cambridge. Trabajó varios años como investigadora en el grupo de economía Industrial y tecnológico (NEIT), en la Universidade Estadual de Campinas, UNICAMP de Sao Paulo y en el Grupo de Estudios de Economía Industrial (GEEIN), de la Universidade Estadual Paulista, UNESP de Sao Paulo. Obtuvo su grado de master en el UNICAMP de Sao Paulo y su grado en la Universidade Estadual Paulista, UNESP de Sao Paulo Brazil. Ha publicado como única autora así como coautora de varios capítulos de libro acerca de informes de investigación para institutos de investigación y publicado en varias revistas especializadas.

VAN TREECK, Till. Economista Senior de Política Económica. Estudió Ciencias políticas y Economía en la Universidad de Muenster, diplomado en el Instituto de Estudios Políticos de la Universidad de Lille. Estudios de Economía en la Escuela de Negocios de la Universidad de Leeds, Doctor en el Instituto de Política Macroeconómica (IMK) en la Fundación de Juan-Böckler. Programas de investigación en la escuela de economía de Londres, Universidad de Lille, Universidad de Ottawa e Instituto Levy de Economía de la Universidad de Bard. Desde julio de 2009 es profesor investigador en el instituto de la política macroeconómica (IMK) en la fundación de Juan-Böckler. Áreas de investigación: política económica, teoría macroeconómica y econometría aplicada. Publicaciones en revistas internacionales tales como *Cambridge Journal of Economics*, *Metroeconomica*, *Review of International Political Economy*, *Review of Political Economy*.

VASUDEVAN, Ramaa. Profesora adjunta del Departamento de Economía, de la Universidad de Colorado. Ha sido docente en la Universidad de Barnard (Nueva York), en el Programa de desarrollo internacional sostenible en la Universidad de Brandeis, en la Universidad de PGDAV y en la Universidad de Delhi. Su doctorado en economía en la New School Uni-

versity de Nueva York, se centró en la economía política del comercio internacional y finanzas, mientras que el Master realizado en el *Centre for Development Studies*, Trivandrum (India), fue un estudio sobre la evolución de mercados laborales en la India colonial. Sus intereses principales de investigación son las finanzas internacionales, macroeconomía en economías abiertas y la economía política del desarrollo.

VIDAL BONIFAZ, Gregorio. Profesor-Investigador titular en el Departamento de Economía de la Universidad Autónoma Metropolitana (UAM), Unidad Iztapalapa (México). Actualmente es Jefe del Área de Investigación de Economía Política. Doctor en Estudios Latinoamericanos (Ciencias Políticas) por la UNAM, México Pertenece a la Academia Mexicana de Ciencias y miembro del Sistema Nacional de Investigadores. Es miembro de número de la Academia Mexicana de Economía Política. Premio en Investigación Económica por el Instituto de Investigaciones Económicas de la UNAM y autor, coordinador o coautor de 21 libros publicados en varios países, de 46 capítulos en libros, 41 artículos en revistas científicas en temas del desarrollo económico, la economía internacional y la política económica. Coordinador del Programa Universitario de Investigación Integración de las Américas de la Universidad Autónoma Metropolitana.

NATURALEZA, OBJETIVOS Y PERFIL EDITORIAL DE LA REVISTA *EKONOMIAZ*

DECLARACIÓN DE OBJETIVOS

Las revistas, en tanto que son los principales medios de comunicación científica; poseen una gran responsabilidad en el desarrollo de la ciencia. Su forma de contribuir a él es estableciendo una política editorial definida y transparente respecto a los aspectos que tienen que ver con la ética de la investigación y publicación, el proceso de evaluación y «arbitraje» científico, la buena gestión profesional y otros aspectos editoriales fundamentales.

Ekonomiaz se fundó en 1985, lleva casi un cuarto de siglo inmersa en la comunidad científica económica. Sus objetivos fundamentales son: a) la promoción de la investigación científica universitaria y la divulgación de sus resultados en los campos de la teoría y la economía empírica y aplicada, con especial atención a los de la Economía, el Derecho y la Administración del Sector Público; b) la divulgación de calidad de los avances científicos conseguidos en las áreas que cultiva; c) la colaboración en la racionalidad del proceso de toma de decisiones públicas en materia económica, facilitando explicaciones, fundamentos y datos para respaldar el diseño, la ejecución y la evaluación de las políticas económicas de la Administración Pública vasca.

Ekonomiaz siempre ha adoptado una perspectiva científica rigurosa basada en el realismo científico entre cuyos componentes figuran la objetividad, la imparcialidad, el enfoque global e interdisciplinar y la contrastación empírica de hipótesis y resultados. Con el subtítulo de *Revista Vasca de Economía* se ha querido subrayar que aunque sus análisis no se circunscriben exclusivamente a su ámbito territorial natural, el conocimiento de la economía vasca y la perspectiva del desarrollo y la innovación regional deben estar siempre presentes.

La concepción del contenido de la revista se basa en la elección de un tema central sobre el que pivotan los artículos. La elección de dichos temas se guía por el criterio de relevancia en su doble acepción de importancia y pertinencia: los temas seleccionados son aquellos que se encuentran en cada momento en el centro del debate académico, político y social. Sin embargo, *Ekonomiaz* no se limita a abordar los temas candentes del momento, con una visión a corto plazo; sino que como herramienta de prospección económica a medio y largo plazo intenta también penetrar en el futuro. Por ello, *Ekonomiaz* trata de situarse lo más cerca posible de la vanguardia del conocimiento planteando temas que puedan llegar a ser objeto de especial interés y atención en el mundo académico y político. Además,

la revista incorpora la sección «Otras colaboraciones» donde se publican trabajos originales «no solicitados expresamente» relativos a asuntos de interés en la economía real y la investigación académica.

GESTIÓN EDITORIAL

La gestión editorial de la revista *Ekonomiaz*, que es uno de los elementos esenciales de la política editorial, descansa en dos órganos: el Consejo de Redacción y la Dirección ejecutiva. El primero es el responsable de mantener la línea editorial, así como de la selección de los temas centrales de investigación, del asesoramiento científico general y de la relación con centros de investigación y universidades. Los miembros de este consejo se eligen de acuerdo con principios de excelencia profesional y académica, y capacidad investigadora, así como con criterios de experiencia en tareas de dirección, y, a ser posible, en la de edición de revistas científicas. Las funciones de dirección ejecutiva son asumidas por un equipo integrado por un director ejecutivo, un subdirector y tres editores. Este equipo es el responsable del buen funcionamiento de los procesos de selección, evaluación (basado en un sistema de doble evaluación anónima) y publicación de los trabajos originales.

Ekonomiaz está admitida en el Catálogo de revistas Latindex al cumplir la mayoría de los criterios bibliográficos de calidad establecidos por el acreditado sistema de información, tanto para revistas escritas como electrónicas. Hay que subrayar que en el Catálogo Latindex sólo aparecen las revistas previamente seleccionadas y clasificadas según criterios internacionales de calidad editorial previamente probados y convenidos por el Sistema Latindex.

Dichos criterios son utilizados por la base de datos DICE (Difusión y Calidad Editorial de las Revistas Españolas de Humanidades y Ciencias Sociales y Jurídicas) que tiene como objetivo facilitar el conocimiento y la consulta de algunas de las características editoriales de las revistas españolas de Humanidades y Ciencias Sociales más estrechamente ligadas a la calidad. La base de datos DICE está desarrollada por el CINDOC (Centro de Información y Documentación científica) y la ANECA (Agencia Nacional de Evaluación de la Calidad y Acreditación).

La revista *Ekonomiaz* está calificada dentro de las 19 mejores revistas de Economía según los criterios de evaluación de revistas científicas del DICE perteneciente al CINDOC del CSIC (Centro Superior de Investigaciones Científicas).

Todos los artículos de los monográficos de la revista *Ekonomiaz* están accesibles en nuestra web http://www1.euskadi.net/ekonomiaz/indice_c.apl.

NORMAS DE PRESENTACIÓN DE TEXTOS ORIGINALES A LA REVISTA *EKONOMIAZ*

1. ORIGINALIDAD

La originalidad que exige *Ekonomiaz* obliga a que el contenido de los artículos no podrá haber sido publicado y tampoco figurar en otro trabajo que esté a punto de publicarse o en proceso de publicación en cualquier otra revista nacional o extranjera (en una versión similar traducida), ya sea de edición ordinaria o electrónica. Se entiende por publicación repetitiva no sólo el duplicado exacto de un artículo, sino también la publicación repetida de esencialmente la misma información y análisis, así como formar parte de un libro del autor o colectivo.

Además, en la carta de presentación de artículos originales se debe incluir la declaración de que el manuscrito se ha enviado solamente a *Ekonomiaz* y que, por tanto, no se ha enviado simultáneamente a ninguna otra.

De no haber una declaración expresa de la contribución específica de cada uno de los autores en un trabajo colectivo, se entiende que todos ellos indistintamente han participado en la concepción y el diseño, la recogida de datos, el análisis y la interpretación de los mismos, la redacción del borrador, la revisión crítica del artículo y la aprobación final.

2. RIGOR Y CALIDAD

Los factores sobre los que se fundamenta la calidad exigida a los trabajos originales que se presentan y, en consecuencia, la decisión sobre la aceptación y rechazo de los originales por parte de Consejo de Redacción de *Ekonomiaz* son, básicamente, los siguientes:

- Originalidad de los resultados obtenidos o hipótesis verificadas (con distintos grados). Actualidad y novedad científica.
- Relevancia social y epistemológica: utilidad o aplicabilidad y significación o avance en el conocimiento.
- Fiabilidad y validez científica, es decir, calidad metodológica contrastada.
- Redacción excelente, estructura y coherencia lógica y buena presentación material. Los originales deberán estar escritos en lengua española, inglesa o euskera.

3. ESTILO

Debe cuidarse el estilo y la claridad de la escritura, respetarse escrupulosamente las normas gramaticales y recomendaciones de las autoridades de la lengua, y evitarse las expresiones redundantes e innecesarias. Cuando el idioma original no sea el inglés, se desaconseja el uso de anglicismos técnicos, salvo que no exista voz ni forma de adaptación al español o al euskera, así como los anglicismos sintácticos o de construcción. Las normas internacionales ISO (UNE, en español) son de especial relevancia y deben tenerse en cuenta en el ámbito de la edición científica.

La Redacción de la revista podrá hacer modificaciones menores de redacción: eliminar errores gramaticales y tipográficos; expresiones poco afortunadas; giros vulgares o enrevesados, frases ambiguas o afirmaciones dudosas,... a fin de asegurar la corrección gramatical, la adecuación al estilo científico y el estricto respeto a las normas técnicas y de estilo de las fuentes más autorizadas: el Libro de Estilo del IVAP (Instituto Vasco de Administración Pública); y los diccionarios de la Real Academia de la Lengua Española y Euskaltzaindia.

Obviamente no pueden introducirse cambios en el contenido sustancial del artículo sin conocimiento y aceptación del autor. Dado que la responsabilidad del contenido de un trabajo así como su propiedad pertenecen a los autores hasta que no es publicado en *Ekonomiaz*, la revista les informará de los posibles cambios y modificaciones de significado que hayan podido producirse durante la revisión crítica y estilística del original, previa a su publicación, y pedirá autorización para modificar el contenido y adaptarlo al estilo editorial. El autor deberá aceptar las correcciones de estilo propuestas por *Ekonomiaz* o rechazarlas razonadamente.

4. EVALUACIÓN PRECEPTIVA

Los artículos originales recibidos son sometidos al proceso de doble evaluación anónima mediante evaluadores profesionales externos, independientemente de si los trabajos han sido presentados por los autores a la redacción sin solicitud previa o si han sido pedidos expresamente por los editores o el coordinador nombrado para dirigir el monográfico. *Ekonomiaz* cuenta con una cartera de evaluadores de primer nivel, acreditados por su participación activa y regular en procesos de evaluación de publicaciones nacionales y extranjeras de prestigio. El equipo de la redacción junto con el Consejo de Redacción supervisa y evalúa la calidad de las revisiones y de los evaluadores externos.

5. NORMAS DE PRESENTACIÓN FORMAL DE MANUSCRITOS

1. Los originales, que podrán estar escritos en español, euskera o inglés, en formato **MICROSOFT WORD®** o compatible, deberán remitirse en versión electrónica bien por correo electrónico (ekonomia@ej-gv.es) o por correo ordinario (en disquette de 3,5", pen drive o en CD-Rom) a la siguiente dirección:

2. La Redacción de **Ekonomiaz** acusará recibo de los originales, y notificará al autor, a la dirección de contacto señalada, las posibles incidencias del envío. Para cualquier información sobre el proceso editorial, los autores pueden contactar con la redacción en: <economia@ej-gv.es>.
3. Los originales deberán estar mecanografiados a espacio y medio, con un cuerpo de letra de tipo 12 y con márgenes mínimos de 2,5 centímetros. La extensión de los trabajos deberá estar comprendida entre 25-40 páginas, incluidos apéndices, cuadros y gráficos. En la primera página deberá constar el nombre del autor o autores junto con la institución a la que pertenezcan, además de una dirección de contacto, que incluirá tanto los datos postales como los números de teléfono, fax y la dirección de correo electrónico. Esta dirección de contacto será la empleada en las comunicaciones de los editores de la revista.
4. Cada original incluirá, en una hoja independiente, un resumen del trabajo de no más de 125 palabras en español y en inglés, un índice del contenido, una lista de palabras clave también en español e inglés (al menos dos y no más de cinco) y las referencias correspondientes a la clasificación del *Journal of Economic Literature*.
5. El texto correspondiente al contenido del trabajo presentado deberá comenzar en una nueva página. Las distintas secciones en las que se estructure el artículo han de numerarse de forma correlativa siguiendo la numeración arábiga (incluyendo como 1^a la sección de introducción) y la rúbrica correspondiente se consignará en letras minúsculas tipo negrita. Consecutivamente, los apartados de cada sección se numerarán con dos o, si fuera preciso, tres dígitos (por ejemplo: 2.3, 2.3.2).
6. Los cuadros, gráficos estadísticos y el material gráfico, en general, se numerarán de forma consecutiva en cada categoría y siempre con números arábigos. En cuanto a su ubicación en el original, siempre figurarán al final del documento, tras las referencias y, en su caso, los apéndices; a lo largo del texto se indicará claramente el lugar preciso en el que deberán aparecer en la versión impresa. Su utilización debe ser siempre medida, no debiéndose incluir información innecesaria o irrelevante.
7. Si el artículo incluye representaciones gráficas, se adjuntarán los datos numéricos que sirven de base para su elaboración.
8. Las ecuaciones y cualquier otra expresión matemática deberán aparecer numeradas de forma correlativa a lo largo del texto y con alineamiento al margen derecho.
9. Las notas que se intercalen en el texto deberán limitarse por criterios de estricta oportunidad, de acuerdo con el desarrollo del trabajo. Para referenciar las notas que pudie-

ran incluirse en tablas o cuadros se usarán letras minúsculas (^a, ^b, etc.), presentado su contenido al pie del respectivo cuadro o gráfico. Los agradecimientos y cualquier otra información que pudiera incorporarse figurarán referenciadas mediante un asterisco asociado al título del artículo o al nombre del autor o autores según corresponda.

10. Las referencias a la literatura científica invocadas en el trabajo figurarán tras la última sección del artículo y bajo la rúbrica Referencias bibliográficas. Se detallarán por orden alfabético de autores (no numerada). Su correcta verificación es responsabilidad del autor. Las citas aparecerán en el texto según el formato “autor-fecha”, distinguiendo mediante letras minúsculas consecutivas si existen coincidencias de autor y año. Las referencias en el texto que incluyan hasta dos autores deben ser completas, usándose la fórmula *et al.* para un mayor número de autores.

11. En cuanto a la composición de las entradas en la lista bibliográfica se ajustarán al siguiente formato:

AUERBACH, A. y KOTLIKOFF, L. J. (1983): «National savings, economic welfare, and the structure of taxation», en Feldstein, M.S. (ed.), *Behavioural simulation methods in tax policy analysis*, NBER-The University of Chicago Press, 459-498, Chicago.

COWELL, F.A. (1990): *Cheating the government: The economics of tax evasion*, Massachusetts MIT Press, Cambridge.

HOOVER, K. (1984): «Comment on Frazer and Boland-II», *American Economic Review*, 74: 789-794.

—— 1988: *The New Classical Macroeconomics*, Blackwell, Oxford.

—— 1989: «Econometrics as Measurement», mimeo.

—— 1990: «Scientific Research Program or Tribe? A joint appraisal of Lakatos and the New Classical Macroeconomics», University of California, working Paper, 69, Davis.

—— 1991a: «Calibration and the Econometrics of the Macroeconomy», mimeo.

—— 1991b: comunicación privada.

MIRRLIIS, J.A. (1971): «An exploration in the theory of optimum income taxation», *Review of Economic Studies*, 38: 175-208.

SEGURA, J. (1991): «Cambios en la política de defensa de la competencia y la política industrial», *Ekonomiaz*, 21: 32-49.

12. En el caso de que el original se acepte para su publicación, el autor se compromete a satisfacer las recomendaciones y prescripciones de los informes de evaluación y presentar una versión mejorada. También deberá revisar las pruebas de imprenta en un plazo máximo de cuatro días desde su recepción.

13. Los autores recibirán dos ejemplares del número de la revista en el que se publique el original, así como la versión definitiva en PDF de su artículo.

6. DERECHOS DE PROPIEDAD

EKONOMIAZ será recepcionista de todos los derechos de propiedad de los artículos originales recibidos y publicados que serán gestionados conforme a la licencia Creative Commons , incluyendo reconocimiento y no uso comercial ni de obras derivadas, salvo permiso y en las condiciones establecidas por el propietario de los derechos.

RELACIÓN DE EVALUADORES QUE COLABORAN CON *EKONOMIAZ* REVISTA VASCA DE ECONOMÍA

APELLIDOS, NOMBRE	ORGANISMO
Aixalá Pasto, José	Universidad de Zaragoza
Alcántara Escolano, Vicent	Universidad Autónoma de Barcelona
Alonso Carrera, Jaime	Universidad de Vigo
Altuzarra Artola, Amaia	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Alvarado García, Carlos Agustín	Universidad de Deusto
Alvarez Otero, Susana	Universidad de Oviedo
Álvarez Peralta, Ignacio	Universidad Complutense de Madrid
Ansuategi Cobo, Alberto	EHV-UPV Universidad del País Vasco
Aranguren Querejeta, María José	Universidad de Deusto - ESTE
Araujo de la Mata, Andrés	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Arévalo Tomé, Raquel	Universidad de Vigo
Arriola Palomares, Joaquín	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Arto Olaizola, Iñaki	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Astorkiza Ikazuriaga, Inmaculada	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Ayala Cañón, Luis	Ministerio de Economía y Hacienda
Bárcena Martín, Elena	Universidad de Málaga
Bastida Vilà, Benjamín	Universidad de Barcelona
Bermejo Gómez de Segura, Roberto	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Betzuen Zalbidegoitia, Amancio	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Bonilla Regadera, José Miguel	Tribunal Vasco Cuentas Públicas
Borrell Arqué, Joan Ramón	Universidad de Barcelona
Caballero Miguez, Gonzalo	Universidad de Vigo
Cabasés Hita, Juan Manuel	Universidad Pública de Navarra
Calero Pérez, Pedro	Universidad de Salamanca
Camarero Izquierdo, Carmen	Universidad de Valladolid
Cantarero Prieto, David	Universidad de Cantabria

APELLIDOS, NOMBRE	ORGANISMO
Cantó Sánchez, Olga	Universidad de Vigo
Carpintero Redondo, Oscar	Universidad de Valladolid
Cerbán Jimenez, Maria del Mar	Universidad de Cádiz
Cuello de Oro Celestino, Diego Jesús	Universidad de Valladolid
Chamorro Gómez, José Manuel	EHU-UPV Universidad del País Vasco
de Pablo Valenciano, Jaime	Universidad de Almería
de Rus Mendoza, Ginés	Universidad de Las Palmas
del Río Otero, Coral	Universidad de Vigo
del Saz Salazar, Salvador	Universidad de Valencia
del Valle Erkiaga, Ikerne	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Déniz Mayor, José Juan	Universidad de Las Palmas
Díez Roldán, Carmen	Universidad de Castilla-La Mancha
Durán Cabré, José María	Universidad de Barcelona
Elizagárate Gutierrez, Victoria	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Elizagárate Gutierrez Juan Carlos	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Escapa García, Marta	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Escudero de la Hera, Juan Carlos	Gobierno Vasco
Esteban Galarza, Marisol	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Esteller Moré, Alejandro	Universidad de Barcelona
Estoa Pérez, Abel	Comisión Nacional de la Energía
Ferreiro Aparicio, Jesús	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Freire Serén, María Jesús	Universidad de Vigo
Galarraga Gallastegui, Ibon	Naider
Galindo Martín, Miguel Ángel	Universidad de Castilla-La Mancha
García Larragán, José Ignacio	Universidad Comercial de Deusto
García Montoya, Miguel Ángel	EHU-UPV Universidad del País Vasco
García Pérez, Carmelo	Universidad de Alcalá
Garmendia Ibañez, Jesús	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Garrido-Yserte, Rubén	Universidad de Alcalá
Gibaja Martins, Juan José	Universidad de Deusto-ESTE
González-Casimiro, Pilar	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Goñi Mendizabal, Igor	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Gracia Andía, Ana Belén	Universidad de Zaragoza
Gradín Lago, Carlos M.	Universidade de Vigo
Guillamón Martínez, David	EHU-UPV Universidad del País Vasco

APELLIDOS, NOMBRE	ORGANISMO
Gutiérrez Cillán, Jesús	Universidad de Valladolid
Gutiérrez Hurtado, Fco. Javier	Universidad de Valladolid
Hernández Carrión, Carlos	Universidad de Burgos
Herrero Alcalde, Ana	UNED
Hoyos Ramos, David	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Huerta Arribas, Emilio	Universidad Pública de Navarra
Iglesias Fernández, Carlos	Universidad de Alcalá
Jurado Pérez, Nekane	Gobierno Vasco
Labandeira Villot, Francisco Xavier	Universidad de Vigo
Larreina Díaz, Mikel	Universidad Comercial de Deusto
Lobejón Herrero, Luis Fernando	Universidad de Valladolid
López i Casasnovas, Guillem	Universitat Pompeu Fabra
Lorca Fernández, Pedro	Universidad de Oviedo
Madariaga Ibarra, Joseba A.	Universidad Comercial de Deusto
Mallor Giménez, Fermín	Universidad Pública de Navarra
Mancha Navarro, Tomás	Universidad de Alcalá
Martínez Arnáiz, Alberto	EHV-UPV Universidad del País Vasco
Mogás Amorós, Joan	Universitat Rovira i Virgili
Moneva Abadía, José Mariano	Universidad de Zaragoza
Muñoz Ciudad, Cándido	Universidad Complutense de Madrid
Murga Elexpuru, Mikel	Massachusetts Institute of Technology (MIT)
Murua Múgica, Juan Ramón	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Navarro Arancegui, Mikel	Universidad de Deusto-ESTE
Ogando Canabal, Olga	Universidad de Valladolid
Ortún Rubio, Vicente	Universitat Pompeu Fabra
Otero Giráldez, María Soledad	Universidad de Vigo
Padilla Rosa, Emilio	Universidad Autónoma de Barcelona
Palacio Vera, Alfonso	Universidad Complutense de Madrid
Pascual Arzoz, Pedro	Universidad Pública de Navarra
Pascual García de Azilu, Unai	Universidad de Manchester
Pena López, José Atilano	Universidade da Coruña
Peña Legazkue, Iñaki	Universidad de Deusto-ESTE
Pérez Arriaga, Ignacio	Universidad Pontificia Comillas
Pérez García, Francisco	Universidad de Sevilla
Pina Martínez, Vicente	Universidad de Zaragoza

APELLIDOS, NOMBRE	ORGANISMO
Planas Miret, Ivan	Universitat Pompeu Fabra
Plaza Inchausti, M ^a Beatriz	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Ramos Morilla, Xavier	Universidad Autónoma de Barcelona
Rausell Köster, Pau	Universidad de Valencia
Raymond Bara, José Luis	Universidad Autónoma de Barcelona
Roca Jusmet, Jordi	Universidad Autónoma de Barcelona
Rodríguez Enríquez, Eduardo	Universidad de Oviedo
Rodríguez Fernández, José Miguel	Universidad de Valladolid
Rodríguez González, Carlos	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Rojo Porras, M ^a Paz	Gobierno Vasco
Romero Gil, Begoña	Sindicatura de Comptes-Valencia
Ruiz de Arbulo, Patxi	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Ruiz Elva, Vidal	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Sánchez Sánchez, Antonio	Universidad de Zaragoza
Sánchez Santos, José Manuel	Universidade da Coruña
Santibañez Gruber, Javier	Universidad Comercial de Deusto
Sanz Villarroya, Isabel	Universidad de Zaragoza
Sastre García, Mercedes	Universidad Complutense de Madrid
Segura Sánchez, Julio	Comisión Nacional del Mercado de Valores
Serrano Martinez, Lorenzo	Universitat de València
Serrano Pérez, Felipe	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Simón Fernández, Blanca	Universidad de Zaragoza
Soto Guinda, Joaquín	Ministerio de Economía y Hacienda
Tránchez Martín, Manuel	UNED
Utrilla De la Hoz, Alfonso	Universidad Complutense de Madrid
Velasco Barroetabeña, Roberto	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Verona Martel, María Concepción	Universidad de Las Palmas
Vilalta i Ferrer, Maite	Universidad de Barcelona
Vilardell Riera, Immaculada	Universidad Autónoma de Barcelona
Villarreal Larrinaga, Oskar	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Zabala Rabadán, Oskar	Ente Vasco de la Energía-EVE
Zarraga Castro, Amaia	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Zurbano Irizar, Mikel	EHU-UPV Universidad del País Vasco

EKONOMIAZ

ÚLTIMOS NÚMEROS PUBLICADOS

50. El gobierno de la empresa
51. La propiedad intelectual en la sociedad de la información
52. Lecciones de la deflación: Estados Unidos frente a Japón
53. La política de clusters en el País Vasco
54. El siglo XX en la historia económica del País Vasco: de la gran empresa a las pymes
55. Inversión extranjera directa y procesos de deslocalización
56. Ciencia, tecnología innovación y sociedad
57. Valoración de activos ambientales: la catástrofe del Prestige
58. Ciudades Región Globales. Espacios creativos y Nueva Gobernanza
59. Capital Social. Innovación Organizativa y Desarrollo Económico
60. La evaluación de las políticas públicas
61. Economía y derecho de la competencia
62. La actividad emprendedora como motor de desarrollo económico
63. Infraestructuras tecnológicas. Soporte de la Economía del siglo XXI
64. Desarrollo sostenible y Agenda 21 Local
65. Responsabilidad social de la empresa. Más allá de la sabiduría convencional
66. Claves del sistema financiero
67. Economía del cambio climático. Diseño de políticas de mitigación y adaptación
68. Grupos empresariales. Nuevos agentes económicos de decisión.
69. La política fiscal. Perspectivas actuales
70. Sistemas regionales de innovación
71. Sociedades en emergencia energética. La transición hacia una economía *post-carbono*

PRÓXIMOS NÚMEROS

El transporte en la sociedad del siglo XXI
La gobernanza y el desarrollo económico

SUSCRIPCIÓN A EKONOMIAZ

Para suscribirse a EKONOMIAZ deberá enviarse por correo postal el «Boletín de suscripción» debidamente rellenado acompañado de: o talón bancario a favor de la Tesorería General del Gobierno Vasco, o copia del resguardo de la transferencia bancaria a la cuenta abajo indicada.

BOLETÍN DE SUSCRIPCIÓN

Nombre o Razón Social.
Domicilio
Localidad D.P.
Provincia o País.
DNI/NIF Tfno.

TARIFAS: Suscripción anual (3 números)

- Particulares: 18 €.
- Instituciones: 30 €.
- Números sueltos: 12 €.
- Estudiantes 20% de descuento

PAGO ☐ Talón bancario a favor de «Treasorería General del Gobierno Vasco»
☐ Transferencia bancaria a la cuenta de Caja Vital: 2097 0178 17 0010964270

Firma o Sello

EKONOMIAZ

Ekonomia eta Ogasun Saila / Dpto. de Economía y Hacienda
Eusko Jaurlaritz/Gobierno Vasco. Donostia-San Sebastián z/g – 01010 Vitoria-Gasteiz
Tfno.: 945 019 038 – Fax: 945 019 062
E-mail: ekonomia@ej-gv.es
<http://www1.euskadi.net/ekonomiaz>

EKONOMIAZ ALDIZKARIAREN HARPIDETZA

EKONOMIAZ aldizkariaren harpidetza egiteko «Harpidetza orria»ren datuak bete behar dira. Gero Eusko Jaurlaritzako Altxortegi Orokorren izenean egindako banku taloia edo behean adierazten den kontu zenbakira bidalitako transferentziaren ordezkagiriaren kopia eta harpidetza orria bidali iezaizkiguzu.

HARPIDETZA-ORRIA

Interesatuaren edo Sozietatearen Izena
Helbidea
Herria P.K.
Probintzia edo Herrialdea
NAN/IFZ Tlf.

TARIFAK: Urteko Harpidetza (3 ale)

- Bereziak: 18 €.
- Erakunde eta enpresak: 30 €.
- Ale solteak: 12 €.
- Ikasleentzat %20ko beherapena

ORDAINKETA ☐ Banku-taloia «Eusko Jaurlaritzako Altxortegi Orokorra»
☐ Banku-transferentzia. Vital Kutxa: 2097 0178 17 0010964270

Sinadura edo zigilua

EKONOMIAZ

Ekonomia eta Ogasun Saila / Dpto. de Economía y Hacienda
Eusko Jaurlaritz/Gobierno Vasco. Donostia-San Sebastián z/g – 01010 Vitoria-Gasteiz
Tfno.: 945 019 038 – Fax: 945 019 062
E-mail: ekonomia@ej-gv.es
<http://www1.euskadi.net/ekonomiaz>

SUBSCRIPTION TO EKONOMIAZ

In order to subscribe to EKONOMIAZ please mail a duly filled-in «Subscription Form» together with either a cheque made out to the name of Tesorería General del Gobierno Vasco, or copy of the receipt of a bank transfer to following bank account:

SUBSCRIPTION FORM

Name
Address
Town/Village Postal Code
Province or Country
Identity card number Tfno.

TARIFFS: Anual subscription (3 issues)

- Private individuals: 18 €.
- Institutions: 30 €.
- Single issues: 12 €.
- Students 20% discount

PAYMENT ☐ Bank cheque made out to «Tesorería General del Gobierno Vasco»
☐ Bank transfer to the account at Caja Vital: 2097 0178 17 0010964270

Signature or Stamp

EKONOMIAZ

Ekonomia eta Ogasun Saila / Dpto. de Economía y Hacienda
Eusko Jaurlaritz/Gobierno Vasco. Donostia-San Sebastián z/g – 01010 Vitoria-Gasteiz
Tel: 945 019 038 – Fax: 945 019 062
E-mail: ekonomia@ej-gv.es
[Http://www1.euskadi.net/ekonomiaz](http://www1.euskadi.net/ekonomiaz)

ERKON



Ante la progresiva disminución de la rentabilidad en la esfera de la producción real, característica de la onda larga descendente iniciada con la crisis de finales de los setenta, el sistema financiero, apoyado en una creciente desregulación, impulsa un proceso de 'innovación' basado en un enorme apalancamiento de recursos a través de instrumentos derivados cuya última base es un creciente endeudamiento del sector real de la economía. El resultado es la llamada *financiarización*, un patrón de crecimiento en el que el sistema financiero logra una altísima rentabilidad y absorbe un desmedido porcentaje del valor añadido y los recursos de la economía. En su última etapa de bajos tipos de interés el negocio bancario tradicional consigue la *financiarización* de los ingresos de las familias y un endeudamiento sin precedentes de las mismas, generando una burbuja del crédito y una burbuja inmobiliaria. Como las burbujas no son sostenibles a largo plazo, su inevitable pinchazo causa desequilibrios sistémicos y globales arrastrando en su caída a la economía real y refutando así la hipótesis de que la liberalización y el desarrollo financiero ejercían un efecto positivo tanto sobre el nivel de actividad económica como en la tasa de crecimiento a largo plazo de una economía.

ISSN 0213-3865



9 770213 386000