



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
POSGRADO DE LA FACULTAD DE ECONOMÍA
ÁREA DE ECONOMÍA APLICADA**

**“LA CRISIS DE ESTADOS UNIDOS 2007-2008: UN PROCESO
MINSKY Y LA FINANCIARIZACIÓN DE LA ECONOMÍA DE E.U.”**

**T E S I S
QUE PARA OPTAR POR EL GRADO DE:
MAESTRO EN ECONOMIA**

**PRESENTA:
ENRIQUE A. SILVA CRUZ**

**TUTOR:
DR. ARTURO HUERTA GONZÁLEZ
FACULTAD DE ECONOMÍA**

México D.F. 2012.



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

CONTENIDO

CONTENIDO	II
GRÁFICAS	IV
CUADROS	V
INTRODUCCIÓN	1
CAPITULO I MARCO TEÓRICO	4
Introducción	4
Marco analítico de la Hipótesis de Fragilidad financiera	5
La Hipótesis de la inestabilidad Financiera.	5
Enfoque amplio de la Hipótesis de Fragilidad Financiera	8
Una Economía Monetaria de Producción	8
La racionalidad de los agentes: Sobre- Optimismo, Convenciones, y Márgenes de Seguridad.	10
Las Innovaciones Financieras	11
Apalancamiento, la Aceptación de Deuda, y el Reflujo	12
El Papel de los Banqueros	13
Los Costos del Financiamiento Externo	13
Las Condiciones del Flujo de Caja y la Medida de Fragilidad Financiera	15
Fragilidad, Inestabilidad y Crisis	19
Financiarización	22
Los límites de la Hipótesis de Fragilidad Financiera	22
¿Qué es la Financiarización?	26
¿Cómo funciona la Financiarización?	28
¿De dónde proviene?	31
La Hipótesis del Estancamiento	34
Conclusiones.	45
CAPITULO II EL MARCO DE POLÍTICA NEOLIBERAL	47
El Nuevo Consenso	47
Los Objetivos de Inflación	50
Fallas del Marco de Objetivos de Inflación.	53

Conclusiones.	55
CAPÍTULO III ANÁLISIS EMPÍRICO	57
Introducción	57
Fragilidad Financiera	57
Señales macroeconómicas de Fragilidad Financiera	67
La Financiarización	72
Estancamiento	72
Redistribución del Ingreso	81
Política Económica	91
Impacto de la Financiarización	100
Conclusiones	103
CAPÍTULO IV CONCLUSIONES	109
I	109
II	114
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS Y HEMEROGRÁFICAS	118

GRÁFICAS

Gráfica 1 Fuentes de Efectivo.	15
Gráfica 2 Conductos de la Financiarización	29
Gráfica 3 Patrón Monetario	50
Gráfica 4 Ciclo del producto e Índice Dow Jones.....	53
Gráfica 5 Indicadores de Fragilidad Financiera. Por década de 1980-2009 valores porcentuales.....	60
Gráfico 6 Indicador de Solvencia Promedio por Periodo.....	64
Gráfica 7 Indicadores de Fragilidad Financiera Tasas de Crecimiento Promedio por Periodo.....	65
Gráfica 8 Tasa de Ahorro Personal. (Porcentaje).....	68
Gráfica 9 Obligaciones Financieras de los Hogares como Proporción del Ingreso Disponible.....	69
Gráfica 10 Ciclo de las Obligaciones Financieras de los Hogares como Proporción del Ingreso Disponible y el Ahorro Privado.....	70
Gráfica 11 Servicio de la deuda como parte de las Obligaciones Financieras de los Hogares.....	71
Gráfica 12 Ciclo del Producto Interno Bruto.	73
Gráfica 13 Tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto y Aceleración	74
Gráfica 14 Ciclo del Producto Interno Bruto y el Consumo de Capital Fijo.	75
Gráfica 15 Capacidad Industrial Utilizada. (Porcentaje)	76
Gráfica 16 Tasa de crecimiento y aceleración de la Capacidad Industrial Utilizada. (Valores Unitarios).....	77
Gráfica 17 Ciclo de la Capacidad Industrial Utilizada y el Consumo de Capital Fijo.	79
Gráfica 18 Índice de exportaciones netas.	91
Gráfica 19 Índice de Apertura Económica.....	92
Gráfica 20 Tasa de crecimiento y aceleración del Índice de Apertura Económica.....	92
Gráfica 21 Flujo Neto de Capitales. (Miles de millones de dólares corrientes)	93
Gráfica 22 Ciclo de la Deuda Total del Gobierno.	94
Gráfica 23 Tasa de crecimiento y aceleración del Índice de la Deuda Total del Gobierno.....	94
Gráfica 24 Ciclo de la Deuda de los Hogares y la Deuda Total del Gobierno.	95
Gráfica 25 Inflación y Tasa efectiva de Fondos Federales.....	99
Gráfica 26 Beneficios corporativos después de impuestos.	101
Gráfica 27 Beneficios de las Corporaciones Financieras y No Financieras como Porcentaje del Total.	101
Gráfica 28 Ciclo de los Créditos Hipotecarios.	102
Gráfica 29 Tasa de crecimiento y aceleración de los Créditos Hipotecarios.....	103

CUADROS

Cuadro 1 Indicadores de Fragilidad Financiera Tasas Promedio por Periodo.	62
Cuadro 2 Indicadores de Fragilidad Financiera Tasas de Crecimiento Promedio por Periodo.....	66
Cuadro 3 Índice de Gini de los Hogares y Tasa de variación.....	82
Cuadro 4 Ingreso de los Hogares por quintos como Proporción, y el del 5% con el Ingreso más alto (Porcentaje).	83
Cuadro 5 Ingreso Promedio en dólares corrientes de los Hogares por quintos, y el del 5% con el Ingreso más alto (Dólares corrientes).	84
Cuadro 6 Tasas de Variación del Ingreso de los Hogares por quintos como Proporción, y el del 5% con el Ingreso más alto.....	85
Cuadro 7 Tasas de Variación del Ingreso Promedio en dólares corrientes de los Hogares por quintos, y el del 5% con el Ingreso más alto.....	85
Cuadro 8 Ingreso disponible, Consumo personal, Crédito al consumo y Deuda total de los hogares promedio en dólares corrientes, por trimestre.	86
Cuadro 9 Consumo personal, Crédito al consumo, Servicio de la deuda y Obligaciones financieras de los hogares como proporción del Ingreso disponible promedio, por trimestre.	87
Cuadro 10 Consumo personal, Ahorro personal y Deuda total de los hogares como porcentaje del PIB, y su tasa de crecimiento entre periodos.....	88
Cuadro 11 Tasa de Variación del Ingreso disponible, Consumo personal, Crédito al consumo y Deuda total de los hogares promedio, por trimestre.	89
Cuadro 12 Tasa de Variación del Consumo personal, Crédito al consumo, Servicio y Obligaciones financieras de los hogares como proporción del Ingreso disponible promedio, por trimestre.	90
Cuadro 13 Sueldos y salarios en dólares corrientes como porcentaje del PIB y la Tasa de Variación.	96
Cuadro 14 Indicadores de productividad, base 1992=100.	97
Cuadro15 Tasas de Variación de los Indicadores de productividad, base 1992=100.	98

INTRODUCCIÓN

El tema principal que aborda el presente trabajo es la consideración de las causas reales de la Crisis de Estados Unidos 2007-2008; que es posible caracterizar como el resultado de la sinergia económica de dos consideraciones principales; por un lado el fenómeno de Financiarización creciente de la economía de los Estados Unidos; el cual ha provocado cambios en la estructura de la economía real haciéndola más proclive a las crisis financieras; y por otro lado, el desarrollo más frecuente de procesos de fragilidad financiera, como el conceptualizado por Hyman Minsky, el cual representa el detonante final de la crisis actual.

El trabajo tiene relevancia debido a la necesidad de comprender a plenitud el fenómeno económico que implica esta crisis, donde estamos en presencia de un fenómeno diferente, debido a las condiciones de amplitud y profundidad del sector financiero jamás antes vistas por economía capitalista alguna. De tal manera que, adicionalmente a las explicaciones ortodoxas; donde el foco central de la explicación se ubica en las categorías de exuberancia irracional, de Alan Greenspan, las prácticas fraudulentas en el sector de las hipotecas *subprime*; o a problemas de inconsistencia dinámica en la forma de llevar la política monetaria de la Reserva Federal (Fed). Se vuelve imprescindible para una mayor y mejor comprensión de la presente crisis, una explicación que empleé formulaciones alternativas más explicativas y eficientes.

En tal contexto resalta el enfoque post-keynesiano de Hyman Minsk, el cual ofrece una perspectiva más amplia y profunda de análisis, al colocar el centro de la explicación en condiciones sistémicas del capitalismo financiero, además de ser necesaria la inclusión de la problemática económica que representa el fenómeno de la Financiarización, el cual ha transformado las relaciones macro y microeconómicas. De este modo la hipótesis central del trabajo es: La actual crisis es resultado del debilitamiento de la economía productiva real de los Estados Unidos a causa de la Financiarización, lo cual hace más proclive a la economía en general a desarrollar procesos de fragilidad financiera en el sentido Minsky.

En el capítulo primero se presenta el marco teórico para llevar a cabo el análisis de una Economía Monetaria de Producción, usando el enfoque Post-Keynesiano. En este enfoque, el valor nominal de las variables es relevante, prevalece la incertidumbre y el dinero es primordial para el funcionamiento del sistema. Dentro de tal contexto la racionalidad no es individualista, sino social y las convenciones sociales son anclas de las decisiones; lo cual implica que factores psicológicos,

sociales, políticos y culturales, asumen una gran importancia en la dinámica del sistema económico.

Adicionalmente las condiciones de la crisis dibujan una estructura como la descrita en la Hipótesis de la Inestabilidad Financiera, de Minsky, la cual se toma como base para explicar el origen de la crisis financiera; donde una economía capitalista es intrínsecamente inestable; ya que, de forma sistemática la economía transita de estados de estabilidad, crecimiento y finanzas cubiertas, hacia finanzas especulativas y Ponzi. Asimismo, es indispensable complementar la explicación con las afirmaciones de la Financiarización, fenómeno explicado por primera vez por Gerald Epstein y desarrollada posteriormente por Thomas Palley; la cual se refiere al proceso en el que mercados, instituciones y élites financieras ganan mayor influencia, procurando de tal forma cambios sobre la política, resultados económicos y, transformando el funcionamiento del sistema económico.

En el contexto de la Financiarización sobresale la aportación complementaria de la hipótesis del Estancamiento; suministrada por Harry Magdoff y Paul Sweezy; que resulta de gran ayuda para entender el componente histórico del desarrollo de las economías capitalistas en el contexto de Financiarización. En el segundo capítulo, se realiza una presentación del marco de política en el que se desarrolla e implementa la política por parte de las autoridades en la presente crisis; el cual incluye la descripción del Nuevo Consenso, introduciendo el marco de objetivos de inflación, y la exposición de los principales errores de esta perspectiva económica.

En el capítulo tercero se presentan el análisis de variables macroeconómicas del desempeño de la economía de los Estados Unidos (EE.UU.) para el periodo de 1980 a 2009; se emplea tal periodo porque es el momento histórico donde se observa la preponderancia del modelo neoliberal. El análisis va de lo particular a lo general, iniciando en primer término con la expresión de la fragilidad financiera, por medio de la formulación de indicadores a partir de las categorías y medidas proxy al modelo de fragilidad financiera de Duncan Foley; complementado por la exposición de diversas señales macroeconómicas del proceso de fragilidad financiera.

La exposición de los resultados económicos de la Financiarización se divide en el proceso de estancamiento de la economía de los EE.UU.; los efectos redistributivos en el ingreso y de concentración de la riqueza; los cambios en la política económica referidos en la globalización, la reducción de tamaño del gobierno, la flexibilidad laboral y el abandono de las políticas de pleno empleo. Argumentos que se comprueban por medio de la aplicación de análisis de series

de tiempo, así como por medio de transformación de algunas de estas series para facilitar su estudio y exposición.

Concluyendo el trabajo con el tercer capítulo de conclusiones generales que resumen los resultados alcanzados en cada capítulo; además de recomendaciones sobre las probables soluciones aprovechando la condición actual de la economía como indicador referente de los problemas en la economía real origen a esta crisis, y que no han podido ser subsanados con las medidas promovidas desde la perspectiva ortodoxa.

CAPITULO I MARCO TEÓRICO

Introducción

Debido al presente fracaso del marco teórico neoclásico y las políticas en este sustentadas, para procurar la expansión sostenida de la economía y fuente de la inestabilidad, es necesario uno con mayor capacidad explicativa para llevar a cabo el análisis del cómo y por qué la economía llegó a tal punto, donde se enfrenta a la peor crisis desde los años treinta; es de esta forma que el marco de una Economía Monetaria de Producción usado por los Post-Keynesianos para analizar la economía capitalista; es una elección más que apropiada. En este marco, el valor nominal de las variables es relevante, prevalece la incertidumbre y el dinero es central para el funcionamiento del sistema; en este contexto la racionalidad no es individualista, sino social y las convenciones se vuelven anclas sobre las que se basan las decisiones; lo cual implica que factores psicológicos, sociales, políticos y culturales, se vuelven de una gran importancia en la dinámica del sistema económico.

Tales características son explicadas por Hyman Minsky en la Hipótesis de la Inestabilidad Financiera; donde una economía capitalista es intrínsecamente inestable; ya que, de forma sistemática la economía transita de estados de estabilidad, crecimiento y finanzas cubiertas, hacia finanzas especulativas y Ponzi, además de presentar periodos de recesión o depresión; y ciclos económicos endógenos como resultado lógico del funcionamiento del sistema; en donde no es necesario que existan ni asimetrías ni fricciones. De esta forma dicha teorización es fundamental para el análisis de la crisis actual.

Los alcances de la crisis que incluyen condiciones del sistema financiero específicas de la actualidad histórica de las economías capitalistas maduras, es necesario incluir en el análisis, la hipótesis de la Financiarización proporcionada por primera vez por Gerald Epstein y desarrollada más recientemente por Thomas Palley; la cual describe el proceso en el que mercados financieros, instituciones financieras y élites financieras ganan mayor influencia en la economía, debido a los grandes flujos de recursos canalizados desde el sector productivo al financiero en busca de una mayor y más expedita ganancia; procurando de tal forma cambios sobre la política, resultados económicos y, transformando el funcionamiento del sistema económico a niveles micro y macroeconómicos. Por último, dentro de la Financiarización se resalta la aportación complementaria de la hipótesis del Estancamiento, enfatizada por Harry Magdoff y Paul Sweezy; la cual describe esta tendencia como consecuencia de la maduración propia de las

economías capitalistas. Todo lo cual brinda un contexto macroeconómico en el que se desarrolla la Fragilidad Financiera.

Marco analítico de la Hipótesis de Fragilidad financiera

Para iniciar es necesario proporcionar el contexto analítico de la Hipótesis de la Fragilidad Financiera, de Hyman Minsky (1985) que remarca el hecho de “*La Estabilidad es Desestabilizante*”, debido al continuo debilitamiento de los márgenes de seguridad así como el cambio en las expectativas de los agentes que procura una mayor toma de riesgos, cambiando condiciones de finanzas cubiertas hacia finanzas especulativas y Ponzi; sentando así las bases teóricas del análisis para comprensión del origen sistémico de la crisis que acaece en los EE.UU. desde finales de 2007. De tal manera se expondrán los supuestos teóricos básicos del comportamiento de los agentes dentro de una dinámica económica como la descrita por Minsky, sin embargo, se adiciona una perspectiva más amplia en cuanto a las posibilidades de su aplicación en el análisis de la realidad actual, de acuerdo a lo señalado en Tygmoine (2006a).

La Hipótesis de la inestabilidad Financiera.

La Hipótesis de Fragilidad Financiera (en adelante HFF), de Minsky (1985); resulta necesaria como marco teórico para el análisis del capitalismo moderno. Primero, a través del estudio de la economía de los Estados Unidos, caso primordial de referencia, el cual expone la existencia de tres crisis: en desempeño, política y teoría. La primera se entiende pues caracteriza la economía de EE.UU. con los siguientes atributos indeseables: inflación, disturbios financieros desempleo crónico e inestabilidad en los tipos de cambio. Todas características comunes de las últimas tres décadas, donde el neoliberalismo se ha caracterizado por la aparición periódica de recesiones provocadas por el estallido de burbujas financieras, mientras la inflación ha parecido estabilizarse pero a costa del descuido del sector productivo, por parte de las autoridades monetarias, provocando consecuentemente la persistencia del desempleo.

La segunda crisis se refiere a la ineficiencia de la política monetaria y fiscal; debido a la tendencia al estancamiento que vuelve una expansión en inflacionaria, lo cual lleva a una incipiente crisis financiera que, con la estructura económica y reacciones de política imperante, deriva en una recesión inflacionaria o

estanflación. Finalmente la crisis de teoría tiene dos aspectos importantes: en primer término los agujeros lógicos; ejemplificados por la Hipótesis de los mercados eficientes con todos los supuestos que esta refiere, y, segundo no tiene una explicación completa de la crisis financiera.

Por lo cual, la hipótesis de la fragilidad financiera es una alternativa diseñada para explicar la inestabilidad resultado del funcionamiento normal de una economía capitalista. Tal como acontece hoy en día en la economía de los EE.UU., donde el sector productivo ha mostrado en las últimas tres décadas tendencia al estancamiento; por lo tanto, la inversión productiva ha disminuido, fenómeno acentuado por la apertura económica, que ha procurado la posibilidad de importaciones baratas y la formación de cadenas de producción globales; razones primordiales del creciente déficit externo y de promoción del sector financiero como objetivo de inversión, debido a sus características de mayores rendimientos y menor tiempo de maduración. Procurando el enorme flujo de recursos que ha alimentado al día de hoy las burbujas especulativas, origen de las crisis financieras cada vez más frecuentes.

Ahora, la HFF inicia con los determinantes de la demanda efectiva de cada periodo, donde los flujos de fondos de una economía capitalista existen como resultado de decisiones pasadas de inversión, lo que conlleva una teoría de la inversión en el ciclo económico y la inversión financiera. La demanda agregada o efectiva se compone por consumo e inversión; abstrayendo al gobierno y el resto del mundo; las empresas ofrecen empleo y producen en base a las ganancias esperadas, empleando trabajo y bienes de capital existentes, produciendo y distribuyendo al mismo tiempo el producto. Además, la decisión de emplear la capacidad existente de las empresas está determinada por el precio, costo y, por lo tanto las ganancias esperadas en el corto plazo, mientras la decisión de ampliar la capacidad está en función de las expectativas de un horizonte más amplio; de manera que es necesario decidir y actuar sobre la base de conjeturas.

De igual forma Minsky (1985) explica que la demanda de inversión se financia de maneras distintas a la demanda de consumo, la inversión realmente depende de las condiciones en las que el **financiamiento externo de corto y largo plazo esté disponible**. Para que la economía sostenga un virtual equilibrio de empleo en el que las expectativas de corto plazo sobre las ganancias sean consistentes con el financiamiento, el flujo de ganancias debe ser suficiente para validar las deudas; es decir, los negocios deben ser capaces de cubrir la estructura de compromisos de pago imperante. Sin embargo, tal cumplimiento de compromisos afectara la disponibilidad de financiamiento: el valor de los cojines de seguridad en dinero decrecerá mientras la economía se mantenga funcionando de forma

tranquila. De forma que la estabilidad o tranquilidad, en un mundo con un pasado cíclico y de instituciones financieras capitalistas, **es desestabilizante**.

Las decisiones de inversión son de gran importancia y la economía de EE.UU. hoy en día presenta todas estas características indeseables que la hacen más proclive a estos procesos de fragilidad; ya que, los ciclos de inversión en el sector productivo se han distorsionado por el cambio de la importancia del sector financiero, así como el externo y las políticas de estabilidad de precios, de manera que hoy en día los ciclos de inversión son más cortos; aunque los procesos de disminución de los colchones de seguridad son simultáneamente más expeditos, en vista de la plétora de crédito disponible como forma de contrarrestar la recesión y, que es demandado por las familias como solución a la contracción de su ingreso real.

La HFF indica que la demanda de inversión generada por la combinación de la valuación de los stocks de activos, el financiamiento disponible de fuentes internas y mercados financieros; y su relación con el colapso de los precios de oferta de los bienes de inversión, ocurre como resultado de la toma de posición de las unidades económicas participantes en financiamiento especulativo y Ponzi; llevando a la caída de la inversión. Tal suceso genera la baja del flujo de ganancias, producido por los bienes de capital, lo cual provocará en respuesta una mayor dificultad o imposibilidad para saldar los compromisos de pago. De tal manera son las estructuras financieras y las relaciones financieras, los fenómenos endógenos que en una economía capitalista provocan la generación de expectativas de largo de plazo y colapso de la inversión resultado de un periodo de expansión.

Respecto al dinero en la teoría de la HFF este es creado principalmente por los bancos a través del financiamiento a las empresas y la adquisición de otros bienes, mientras es destruido con el pago de las deudas a los bancos o la venta de activos por parte de estos. Las posiciones en bienes de capital e inversión financiadas por medio de deuda, incluyen dos tipos de transacciones con dinero de hoy y dinero de mañana: el primer tipo de transacción consiste en la promesa de pago por medio de un instrumento de deuda y, la segunda consistente en las ganancias resultado del uso en la producción del bien de capital o se completa la inversión.

Tanto las fuentes de financiamiento como la creación y destrucción de dinero por parte de los bancos es relevante en la actualidad; ya que, la deuda es el eslabón que une estos dos mecanismos, dada las condiciones de estancamiento en el ingreso de las familias y empresas entonces estas no tienen fuentes internas de financiamiento eficientes, de forma que actúan en consecuencia incrementando sus obligaciones con el sector financiero, pero si el entorno de estancamiento

económico en el sector productivo persiste, eventualmente no tendrán suficiente para cumplir con el pago de sus compromisos más próximos y perderán la posibilidad de refinanciar sus posiciones resultando en una crisis de impago.

Por último Minsky (1985) explica que las ganancias en una economía capitalista son: (1) el flujo de caja que puede o no validar las deudas y los precios pagados; (2) El *mark-up* sobre el costo de trabajo que asegura que lo producido por una parte de la fuerza de trabajo sea distribuido en toda, esta distribución es un modo de generar excedente; y (3) Las señales que determinan si la acumulación debe de continuar y hacia donde debe de ir el excedente. Así mismo las ganancias son la unión con el tiempo en una economía capitalista; pues son determinadas por el tamaño y estructura de la demanda agregada actual, con ello se establece si las deudas pasadas y los precios pagados por los bienes de capital son validados con lo cual se afectarán las expectativas de largo plazo de empresarios y banqueros, respecto de la inversión y las decisiones de financiamiento a futuro.

La esencia de la HFF reside en que los traumas financieros, incluso las interacciones de deflación de deuda, ocurren como resultado del funcionamiento normal en una economía capitalista. Esto no quiere decir que la economía esté siempre al borde del desastre, pues existen situaciones de corto plazo donde las posiciones de endeudamiento de los hogares y empresas son robustas; así como, estructuras frágiles donde prevalecen finanzas especulativas y Ponzi. El funcionamiento normal de una economía robusta es tranquilo y exitoso, pero ni la tranquilidad ni el éxito son estados autosustentables; ya que, estos inducen incrementos en los precios de los bienes de capital en relación de los precios del producto corriente y aumentan las deudas aceptables para cualquier flujo de ingresos esperado, inversión y ganancias. Tales incrementos llevan con el tiempo a la transformación de una estructura financiera robusta a una frágil; pues una vez que la estructura financiera incluye un peso suficiente de finanzas especulativas y cuasi-Ponzi, podría ocurrir una rápida alza de las tasa de interés de corto plazo, mientras la demanda de financiamiento de corto plazo crece igualmente rápido.

Enfoque amplio de la Hipótesis de Fragilidad Financiera

Una Economía Monetaria de Producción

De acuerdo a Tymoigne (2006a), es posible aplicar el marco de análisis de Minsky en una perspectiva más amplia para las condiciones modernas del capitalismo estadounidense; expone que a pesar de las diferentes formas de capitalismo todas

comparten en común que son en primer lugar economías monetarias de producción, pero son monetarias no sólo por el hecho de que emplean el dinero, sino porque el dinero es centro de las decisiones económicas. Por lo tanto, únicamente aquello que puede ser financiado puede ser producido y el objetivo de cualquier actividad económica es la obtención de una ganancia monetaria neta. Esto implica que dentro de este tipo de economía los valores nominales importan más que los reales y, el objetivo es mantenerse en condiciones de liquidez y solvencia. Así es como el entorno financiero es esencial en el sistema y esa es la principal causa de su flexibilidad e inestabilidad.

Además, la presencia de incertidumbre dentro de un marco de competencia donde los agentes se encuentran constantemente intentando de adivinar el futuro de las condiciones económicas, con el fin último de obtener una mayor ganancia que la de sus competidores; lo cual es una fuente de productividad pero también de inestabilidad. Finalmente, el futuro es algo incierto y el tiempo es irreversible; lo cual es fuente de dinamismo e inestabilidad, pues la incertidumbre deja el futuro a la imaginación de los emprendedores. Existe también una falla inherente al sistema capitalista, la cual está relacionada con la existencia de activos de capital, los cuales son una fuente de incertidumbre, pero con mayor precisión se encuentra en el financiamiento y fondeo del equipo de capital.

Puesto que el financiamiento de la producción y el fondeo de la adquisición de los bienes de capital tienen generalmente un término de maduración menor al periodo de gestación; existe entonces un desajuste entre los periodos de maduración de bienes de capital y deudas, así como dentro de la hoja de balance de los empresarios y los banqueros. Esto crea la necesidad de toma de posición originando relaciones financieras; las cuales tienen la capacidad de llevar a la inestabilidad generalizada. Un ejemplo claro en la actualidad son las familias, en el contexto de estancamiento actual, donde el ingreso real no crece pero el consumo lo hace por medio de financiamiento externo, el cual tiene malas o ninguna condición para ser reembolsado, situación que finalmente se manifiesta en crisis.

Es importante hacer notar que de acuerdo a Tymoigne (2006a), tal desajuste financiero no es exclusivo de la producción y adquisición de bienes de capital; este concierne a todo tipo de actividades económicas desde el consumo hasta la especulación en activos financieros, el primero procurado en la actualidad por el estancamiento del ingreso mientras la segunda es promovida por la búsqueda incesante de mayores ganancias. Otro punto importante, es que la falla del sistema no está relacionada directamente con la incertidumbre del futuro, ni con la falta de la realización de las expectativas, sino con la forma en que la actividad económica es financiada y fondeada. Tal es el caso de las últimas dos crisis, de 2001 y 2007, donde las fuentes de financiamiento sirvieron de mecanismo de

transmisión de la crisis, aunque el origen de la debilidad de la actividad está ubicado en el sector productivo, para el cual no han sido procuradas condiciones de acumulación y crecimiento del ingreso, que aseguren finanzas cubiertas.

La racionalidad de los agentes: Sobre- Optimismo, Convenciones, y Márgenes de Seguridad.

Continuando con lo descrito por Tygmoine (2006a), en la HFF, las decisiones se basan en juicios convencionales. De hecho, a fin de tomar cualquier decisión, individuos construyen explicaciones mentales (o "modelos") sobre el funcionamiento del sistema económico. Saben, sin embargo, que estas explicaciones no reproducen el modelo "verdadero" del sistema económico, son sólo representaciones que han sido comúnmente acordados por los miembros de la economía o de un sector específico. Por lo tanto, los agentes económicos saben que pueden incurrir sistemáticamente en errores. Estos errores no se basan en la existencia de información asimétrica, o racionalidad limitada, sino en la incertidumbre del sistema económico.

Las convenciones, por lo tanto, desempeñan un papel central. En tiempos de normalidad, siempre hay un "consenso" que toma el papel de "equivalente de seguridad" en el proceso de toma de decisiones. Estas convenciones a continuación, se utilizan para determinar los criterios aceptables que los prestatarios deben cumplir para poder ser concedido. Este estado de expectativas se utiliza para determinar el nivel de actividad económica, así como los márgenes normales de seguridad que se utiliza cuando las actividades económicas necesitan ser financiadas externamente. La causalidad se ejecuta como sigue:

Convención → Estado de expectativas → Márgenes normales de seguridad

Los márgenes normales de seguridad siempre se relajan durante un período de crecimiento prolongado, donde la estabilidad económica imperante promueve y soporta las perspectivas optimistas de los agentes. Esto se refleja en un cambio en el estado de las expectativas, que da una mayor confianza en flujos monetarios esperados y, reduce el riesgo del prestatario y del prestamista por entradas brutas esperadas. Los agentes económicos se vuelven más "audaces"; esto puede llevar a la euforia, o "sobre-optimismo", Minsky tomó esta definición de "euforia", como: "beneficios brutos en los cálculos del valor presente que reflejan la expectativa de que las recesiones fueron reemplazadas por la continua expansión. Simultáneamente, con menos incertidumbre acerca del comportamiento futuro de la economía." Pero la euforia no puede explicar por sí sola, el debilitamiento

progresivo de la economía, pues esta tiene un corto periodo de duración. Por lo tanto, es el “sobre- optimismo”, el que ayuda a explicar el punto de inflexión en el ciclo.

Este tipo de modelos y convenciones se observó, por ejemplo, en la formación y posterior explosión de las burbujas especulativas de las empresas de la nueva tecnología o punto com de 2001 y, las hipotecas de 2007, las cuales alimentaron la inestabilidad que daría pie a las respectivas crisis post-explósión; el proceso que caracterizó el caso del 2007 es el de un círculo vicioso donde compradores, constructores, corredores de bienes raíces, bancos y fondos de inversión promovieron la inflación de precios de las casas, movimiento funcional para cada uno de los integrantes; ya que, corredores, banqueros y fondos de inversión, estos dos últimos por emisión, compra y venta de productos financieros derivados; obtenían sus ingresos de comisiones mientras los compradores y constructores tenían ganancias de capital por la revaluación de las propiedades.

De tal manera que mientras existiera un flujo de constante de efectivo para invertir en los derivados se garantizaba la demanda, a través de la expansión de los créditos hipotecarios y, la oferta de propietarios y constructoras. Creando un entorno donde las expectativas eran de precios a la alza indefinidamente y todos los agentes ganando, originando un contexto de tranquilidad que consistentemente socavaba las hojas de balance de los agentes al tiempo que expandía el alcance de las relaciones financieras en la economía, por la ampliación del espectro de contratos y de agentes que intervenían en ellos.

Las Innovaciones Financieras

Al respecto Tygmoine (2006a) explica al nivel de innovaciones financieras como esencial en el debilitamiento del sistema financiero, al tiempo que mejora la flexibilidad del sistema capitalista. Las innovaciones financieras son impulsadas entonces por las presiones de la competencia para obtener beneficio, así como, la presencia de gran liquidez al no existir potenciales inversiones en el sector real que sean más productivas respecto del financiero; estas innovaciones son empleadas primero por los bancos y las empresas y, a continuación, se difunden al resto de la economía.

De hecho, banqueros y empresarios tratan constantemente de innovar desde el punto de vista financiero, con el fin de evitar la barrera impuesta por los sistemas regulatorios y naturales, o adaptar la financiación y el proceso de financiación a las necesidades de las diferentes actividades económicas; así las innovaciones

financieras y tecnológicas están en la raíz de la lógica del sistema capitalista moderno; además estas últimas no conocen límite natural.

El factor de las innovaciones financieras, por ejemplo, jugó un papel toral para sustentar y mantener creciendo la burbuja especulativa sobre los precios de las casas en los EE.UU. previo a la crisis de 2007; ya que, gracias a los múltiples instrumentos financieros creados, por parte de las instituciones financieras, se logró mantener andando el círculo vicioso con los bancos proveyendo los créditos hipotecarios para los corredores, quienes aceptaban compradores cada vez menos aptos para el cumplimiento de tales contratos.

Tal círculo funcionó, de acuerdo a Wray (2007a), de la siguiente manera, los desarrolladores, agentes de bienes raíces y tasadores trabajaron juntos para maximizar los precios de la casa. A menudo el desarrollador trabajó directamente con un agente de hipotecas para tener los fondos suficientes; esto requirió de la complicidad de tasadores para garantizar los precios de la hipoteca. El intermediario financiero añadía un primer conjunto de mejoras, como las multas de pago anticipado. Las hipotecas, a continuación, se pasaban a los bancos de inversión que las empaquetaban, dividían en tramos y agregaban mejoras, tales como las proporcionadas por agencias de calificación de crédito y aseguradores.

Entonces al final de todo el proceso anteriormente descrito lo que entro al sistema como "Basura"; entendiendo esto como los créditos hipotecarios NINJA (por sus siglas en inglés de *No Income No Job no Assets*) para personas que carecían de ingreso comprobable, trabajo o algún bien como colateral para un crédito hipotecario y, que por lo tanto sin condiciones para pagar; se transformaron en valores nominales altamente líquidos para la compra por inversores como fondos de pensiones.

Apalancamiento, la Aceptación de Deuda, y el Reflujo

De acuerdo a Tygmoine (2006a), la habilidad de los bancos de incrementar sus activos depende de la oferta aceptable de estos por parte de los negocios, otras instituciones financieras, gobierno y los hogares; es decir, que ellos emitan valores cuyo rendimiento esperado sea competitivo dentro del mercado; pues la aceptación por parte de los bancos de la deuda del resto de los agentes no bancarios; se basa en la capacidad de los segundos para obtener créditos; por lo tanto, la creación de deuda (y cuasi-dinero) es un proceso de apalancamiento que provee de dinero en el presente por dinero futuro.

Entonces, la capacidad de adquirir créditos determina el monto de la deuda; además el rol del mecanismo de reflujo, es muy importante y se relaciona directamente al proceso de debilitamiento de la estructura financiera, por lo cual la deuda debe de poder regresar hasta sus emisores cuando sea necesario. Si no es posible tal reflujo, habrá un proceso de refinanciamiento que conducirá a nivel macroeconómico a un proceso inflacionario o a nivel internacional a depreciación de la moneda. De esta manera las estructuras financieras especulativas y Ponzi son proclives a presiones inflacionarias porque el reflujo es parcial o nulo.

El Papel de los Banqueros

Tygmoiné (2006a) afirma que los banqueros asumen siempre que ellos podrán ser capaces de refinanciar sus posiciones fácilmente al menor costo sin comprometer las ganancias de los préstamos otorgados, o de transmitir el costo de refinanciamiento hacia sus actividades generadoras de ingreso de caja (aumentar los intereses, cuotas y otras fuentes de fondos). Los bancos son entidades maximizadoras del beneficio, altamente apalancadas y especulativas, esto es porque el tiempo de maduración de sus deudas es mucho menor que el de sus activos y se enfrentan a un costo de refinanciamiento sobre el cual deben de especular. Aún más, los bancos promueven el financiamiento especulativo y Ponzi; por dos razones:

- 1.- El tiempo de maduración de sus activos, dependerá de la capacidad de la inversión en generar ingresos en el tiempo; mientras el periodo de maduración de los préstamos otorgados, es usualmente menor al de los activos fondeados/financiados.
- 2.- Durante la búsqueda de participaciones de mercado, estos tienen incentivo a promover a otras unidades a substituir deudas de corto plazo por largo plazo, dado el refinanciamiento de tales deudas, que se hace en términos de mayor plazo como detasa de interés más alta.

Los Costos del Financiamiento Externo

El costo total de los fondos externos durante una fase de expansión es importante; ya que, su dependencia con los cambios en la relación entre los montos de los flujos de entrada y salida es esencial para la Hipótesis de Fragilidad Financiera. Con el fin de realizar el análisis, se emplea como medida proxy los pagos de

interés sobre la deuda, pues se trata de la mejor aproximación del costo financiero total, cuando la deuda es de corto plazo y la amortización del principal se vuelve importante.

La tasa de interés da una mínima descripción del costo de los fondos externos y, lo que realmente importa son los términos de los contratos financieros, incluyendo el periodo de maduración y las protecciones deseadas por los productores y los prestamistas. De manera que, un incremento en los costos de los fondos externos se representará por una tasa de interés más alta, menor periodo de maduración y; el mayor requerimiento de convenios y nuevos contratos. Situación evidente en la actualidad, en el inicio de una crisis financiera con el empeoramiento de las expectativas de los acreedores, donde se induce a estos a la renuencia a firmar nuevos contratos, sin un incremento en la prima de riesgo cobrada al deudor en caso de impago.

Además, hay un costo indirecto por el aumento de la tasa de interés, el valor del colateral se reduce y esto podría imponer presiones extras al costo de los fondos externos, Por lo tanto, cambios en el costo de los fondos externos tiene efectos sobre stocks y flujos, que contribuyen al debilitamiento de la economía. Condiciones que se observaron durante la crisis hipotecaria de 2007, donde por baja en expectativas, se redujo la oferta de crédito, lo cual llevó a una baja en la demanda de casas y, que devino en la caída de los precios de las casas, las cuales eran usadas como colaterales para la adquisición de nuevos créditos produciendo una espiral descendiente en el precio del colateral pero ascendente en el costo de los recursos externos, la cual se autovalidaba conforme avanzaba.

Estas condicionantes se revelaron como mecanismos funcionales de la crisis en 2007, cuando derivado de la caída de los precios de las casas y la ampliación de las tasas de interés, por parte de la autoridad monetaria, se conformó un contexto en el cual las instituciones financieras, con alza de costos y baja en el valor de los colaterales; acrecentaron las expectativas de impago por parte de los deudores, provocando un aumento mayor en el costo del financiamiento externo, deteniendo de esta forma el ciclo de refinanciamiento y, concluyendo en una espiral deflacionaria de todos los valores financieros relacionados a los precios de las casas y sus hipotecas; además de los valores derivados que tenían como subyacente estos créditos.

Las Condiciones del Flujo de Caja y la Medida de Fragilidad Financiera

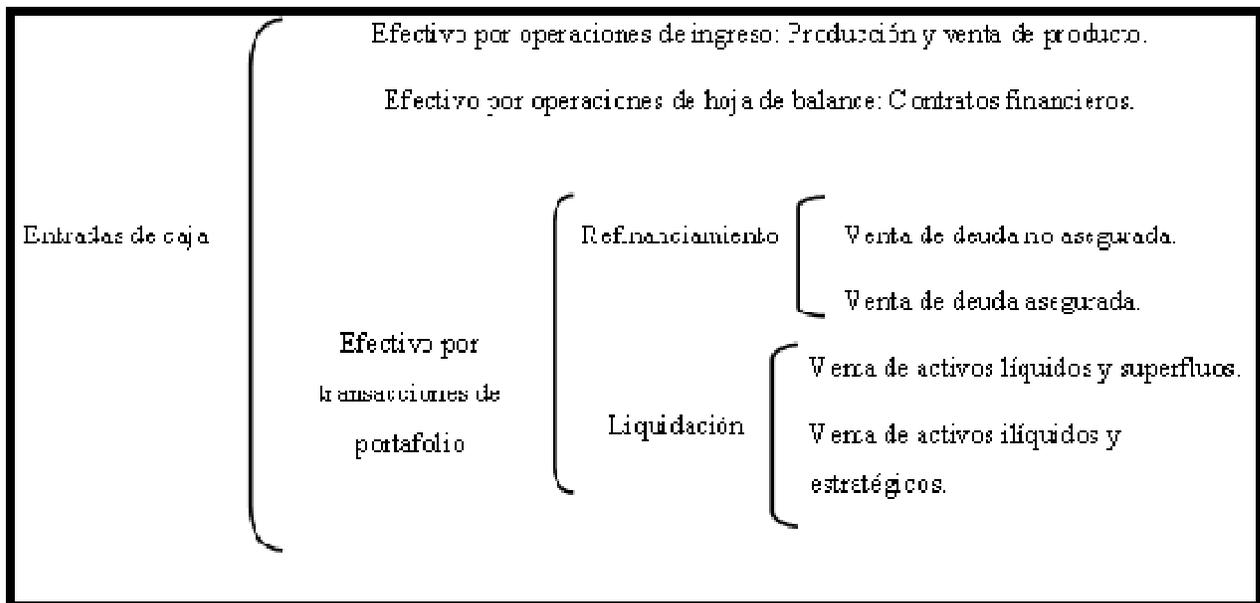
Explica Tygmoine (2006a) que las condiciones del flujo de caja se refieren a la capacidad de una unidad económica o la economía para asegurar la generación del flujo de efectivo o poseer el suficiente efectivo ocioso para hacer frente a sus salidas, lo cual depende del nivel de actividad económica donde las ventas generen los ingresos necesarios para solventar las posiciones financieras; como sucede durante una expansión, ejemplo de ello es lo observado entre la crisis de 2000-2001 y el 2007, donde la plétora de crédito mantuvo el flujo de caja de las empresas y familias, en condiciones suficientes para hacer frente a sus compromisos. De manera que, si un agente económico mantiene un flujo neto de efectivo negativo y no posee un balance de efectivo disponible, se considera que no tiene liquidez o incluso es insolvente. Por lo tanto, se obtienen las siguientes reglas:

$$\text{Flujo de efectivo} + \text{Balances de efectivo} \geq \text{Salidas de efectivo}$$

$$\text{Balances de efectivo} + \text{Flujo neto de efectivo} \geq 0$$

Existen además diferentes fuentes y usos de fondos para cada actividad económica y, dependiendo de la principal actividad de la unidad, algunas serán más importantes que otras. Todas las actividades conllevan transacciones de ingreso, transacciones de hoja de balance y transacciones de portafolio, la Gráfica 1 muestra las fuentes de efectivo.

Gráfica 1 Fuentes de Efectivo.



Fuente: Tygmoine (2006a)

Las entradas de efectivo por operaciones de ingreso y de hoja de balance son las de mayor importancia en periodos de expansión y finanzas cubiertas; estas operaciones son las de una empresa que se encuentra en condiciones sanas de apalancamiento y entrada de efectivo, resultado de actividades productivas propias; mientras las entradas de efectivo por transacciones portafolio son las que cobran mayor relevancia en los periodos de debilitamiento de las finanzas y, de cambios hacia finanzas especulativas y Ponzi; esto se observa hacia el final de los periodos de expansión donde como resultado de la baja en la actividad económica se reduce el ingreso corriente de las empresas, por lo que se ven forzadas a recurrir al refinanciamiento de la deuda y liquidación de activos, para continuar trabajando.

Lo dicho anteriormente, es el caso de una economía capitalista cuyo funcionamiento normal no ha sido trastocado por la Financiarización; la cual en la actualidad impulsa a las empresas a recurrir a fuentes de liquidez por transacciones de portafolio en condiciones de finanzas cubiertas en mayor medida de lo normal; ya que, el efectivo obtenido por medio de las operaciones de hoja de balance; es decir, contratos financieros, toman un papel preponderante en la obtención de recursos de la unidad económica, sin embargo tales operaciones se relacionan directamente con deuda asegurada y no asegurada como fuente de financiamiento primordial.

Por lo tanto, las unidades económicas en el contexto de la Financiarización, llevan una dinámica intrínsecamente más desestabilizante; recurriendo “normalmente” a entradas de caja relacionadas con transacciones de portafolio, tal que su flujo de caja depende en mayor proporción de movimientos financieros que en operaciones de ingreso, como la producción y venta de productos y servicios; fundando en general una economía real débil sin incentivos a una mayor dinámica que no genera ingresos, aunque sí amplía los compromisos financieros para todos los agentes económicos.

Además, la venta de instrumentos financieros puede ser una fuente normal de efectivo a nivel microeconómico, sin embargo, a nivel agregado la liquidación generalizada, en caso de escasez de liquidez, no es posible; por ejemplo durante las crisis, si todos los agentes desean vender sus bienes lo que ocurre es la deflación de los precios de dichos activos, situación que agrava el entorno. De esa forma, un modo de medir la fragilidad financiera a nivel agregado es observar la proporción de transacciones de ingreso en relación a las de hoja de balance y de portafolio.

En cuanto a los márgenes de seguridad Tygmoine (2006a), explica que estos representan la expectativa de la existencia de un flujo positivo de caja sobre las

operaciones de ingreso y de hoja de balance; la capacidad esperada de obtener efectivo a bajo costo vía operaciones de portafolio (especulación y toma de posiciones); y la existencia de una cantidad confortable de efectivo ociosos y activos superfluos líquidos, que limite la necesidad esperada de liquidar posiciones estratégicas.

Los márgenes de seguridad previstos por los agentes determinan a su vez la liquidez y solvencia esperada, estructurando finalmente una toma de decisión de la composición de activos y obligaciones; así como la calidad, maduración, liquidez y proporción entre estos, formulando la posición financiera de la unidad económica. Existen así 3 tipos de posición financiera, con las siguientes características:

Finanzas cubiertas: Cuando el flujo esperado de la operación de activos es más que suficiente para cubrir los pagos hoy y en el futuro. Una unidad de financiamiento cubierto es vulnerable únicamente a un aumento de costos o una caída en las ventas, por lo que su hoja de balance de los compromisos de pago no se verá perturbada por lo ocurrido en los mercados financieros. La estructura de la deuda de una unidad cubierta consiste primordialmente de deuda de largo plazo y capital social.

Finanzas especulativas: Cuando el flujo esperado de la operación de activos no será suficiente para cubrir los pagos en periodos de tiempo cercano; esto involucra el financiamiento en corto de posiciones largas; los bancos son las instituciones financieras prototípicas de dichas posiciones. Este tipo de unidad es vulnerable ante factores de producto y de mercado, así como a los acontecimientos de los mercados financieros. Ya que, los flujos de efectivo en el corto plazo son insuficientes para cubrir los pagos más inmediatos, aunque en términos contables el flujo de efectivo es suficiente para cubrir el pago de los intereses y los ingresos esperados superan al total de las obligaciones. De manera tal un elemento de este tipo debe refinanciar para cumplir con sus compromisos más inmediatos.

Finanzas Ponzi: Las finanzas Ponzi son similares a las especulativas en el corto plazo, pues los compromisos de pago sobrepasan al efectivo recibido, no obstante se diferencian en que el costo del financiamiento especulativo no se incrementa o lo hace reducidamente, mientras que en el caso de finanzas Ponzi el aumento es mayor; pues se capitalizan los intereses en el refinanciamiento de la deuda. Una unidad Ponzi es vulnerable a las variaciones que perturban a las especulativas, pero su hoja de balance se deteriora con cada refinanciamiento; ya que, los intereses o incluso dividendos son pagados por medio de deuda.

Los periodos Ponzi pueden ser parte de la experiencia cíclica normal de las firmas, donde estas pueden ser forzadas a acuerdos de pago tipo Ponzi por caídas en el ingreso o escaladas en las tasa de interés, como parte del proceso sistémico que conduce a bancarrotas. Finalmente tanto deudores como banqueros envueltos en finanzas especulativas y Ponzi se caracterizan por esperar que el pago de la deuda sea por medio de refinanciamiento, incrementando la deuda o la venta de activos financieros. Al tiempo, la reestructuración de deuda es generalmente un esfuerzo por transformar financiamiento especulativo en cubierto y, con concesiones en los términos del financiamiento transformar posiciones Ponzi en especulativas.

Por lo tanto, las posiciones Ponzi no significan que la unidad económica esté necesariamente involucrada en actividades fraudulentas; estas pueden tomar diversas formas, por ejemplo, la compra de activos financieros donde el ingreso nunca cubrirá los pagos de servicio de la deuda y sólo ganancias de capital pueden hacer la operación remunerable; la adquisición de costosos activos de capital con largos periodos de maduración; y cualquier otra situación donde el ingreso generado por mantener un activo es menor al costo total. Por último, las finanzas Ponzi son difíciles de detectar porque se pueden ocultar por medio de prácticas de contabilidad creativa.

Ahora, la mezcla entre finanzas cubiertas, especulativas y Ponzi en una economía es un determinante primordial de la estabilidad, la robustez o fragilidad del sistema financiero; la cual depende asimismo del tamaño de los márgenes de seguridad, y la probabilidad de que disturbios externos sean amplificadas. Mientras mayor es el peso de las finanzas especulativas y Ponzi en la economía, menor será el margen de seguridad y mayor la fragilidad de la estructura; en la actualidad, un ejemplo de esto es el alto nivel de endeudamiento de los agentes en la economía estadounidense.

Previo a la crisis de 2007, las familias pudieron mantener diferentes regímenes financieros, pero el constante deterioro del ingreso; por el estancamiento económico, y la creciente deuda adquirida por las familias para mantener su nivel de vida y por las empresas para especular, condujo gradualmente a la mayoría del sistema hacia una posición con estructuras especulativas y Ponzi predominantemente, aún incluso si se hace de lado las actividades fraudulentas que existieron en el sector inmobiliario.

Se observa que la ausencia de serias dificultades financieras a través de un largo periodo de tiempo conduce al desarrollo de euforia económica, donde se hace normal el financiamiento de posiciones largas con cortas, un claro ejemplo de esto se da en el periodo de crecimiento que mantuvo EE.UU. en la década de los

noventas, previo a la crisis de 2001 y de 2001 a 2007; años en los que las políticas anticíclicas procuraron una recuperación momentánea del crecimiento. Empero se conservaron las condiciones de baja inversión real y de estancamiento en los ingresos; condiciones que limitan el crecimiento de la economía y procuran a la vez desarrollo de burbujas especulativas, las cuales dan ilusión de recuperación en la dinámica de acumulación.

Ahora, existen barreras que regulan la velocidad con la que la economía transcurre entre ciclos de estructura financiera robusta a frágil. La primera es que los principales prestamistas y prestatarios determinan límites para la velocidad con la cual las oportunidades de beneficio, que por medio de deuda, pueden ser explotadas. Otra barrera es la formación de instituciones que puedan absorber la deuda de los dueños de bienes de capital y emitir instrumentos que satisfagan la necesidad de liquidez o asegurar su valor.

Una tercera barrera al inmediato surgimiento de la fragilidad financiera es el refinanciamiento a organizaciones envueltas en fianzas especulativas. Pues en el proceso de generación de financiamiento que contenga nuevas prácticas; ocurrirá un incremento determinado de forma endógena, de la liquidez de los activos y de la cantidad de dinero. Donde los banqueros responderán a perspectivas optimistas de la viabilidad de las estructuras de deuda, con financiamiento de las posiciones produciendo un incremento en la deuda. Esta respuesta de los banqueros generará un incremento endógeno de dinero y liquidez de los activos; con lo cual se incrementará el precio de los activos de capital respecto del dinero. Por último, el aumento en las ganancias y los fondos internos disponibles para el financiamiento de la inversión, es otra razón del porque toma tiempo para que una estructura financiera robusta se transforme en frágil.

Fragilidad, Inestabilidad y Crisis

A este respecto la fragilidad de una economía se determina por el peso de las unidades de finanzas cubiertas, especulativas y Ponzi en la economía; el cual cambiará debido al aumento del nivel de apalancamiento de las unidades dentro de un contexto de tranquilidad y expansión, como, por ejemplo, se puede observar en los periodos de expansión económica previos a la crisis de 2007; ya que, a causa del estancamiento, las condiciones económicas reales no mejoran, aunque las expectativas de los acreedores lo hacen por el aumento del crédito disponible, dando una imagen de mejora económica.

Asimismo, se considera la voluntad y capacidad de las autoridades para refinanciar a las unidades en condiciones favorables cuando las tasas de mercado transformen un gran número de unidades en Ponzi, esto se traduce en incentivos a las autoridades para llevar a cabo un rescate de las empresas en primer término y, tal vez de los deudores en segundo. El ejemplo más claro se observa durante la puesta en curso de los programas de combate a la crisis actual, donde las primeras medidas respondieron a los intereses de las empresas financieras, acreedoras, mientras se trató en un segundo plano a los deudores, quienes en su mayoría perdieron sus hogares.

Y por último la fragilidad de la economía influye el poder de las autoridades para mantener los beneficios agregados (flujos de efectivo para las empresas) y la masa salarial, procurando la aplicación de medidas de transferencia de ingreso, reducción de impuestos, inversión estatal y de ampliación del gasto público en general; cuando las tasas del mercado transforman un gran número de unidades en Ponzi y, el flujo de los beneficios y salarios se reduce.

La fragilidad / solidez de la economía está por tanto relacionada con la estructura de las posiciones financieras de las unidades económicas privadas y, la existencia de "estabilizadores incorporados" endógenos y exógenos; ambos factores afectan la estabilidad de la economía. Particularmente los factores endógenos se relacionan con la estructura de las hojas de balance de los agentes, entre finanzas cubiertas, especulativas y Ponzi. Mientras los factores exógenos están relacionados con el prestamista de última instancia, la política fiscal contracíclica, y, con la gama de instituciones financieras y prácticas que limitan el desarrollo de inestabilidad y debilidad financiera del sistema (agentes de préstamos, la existencia de especialistas, la amortización de hipotecas, transferencias).

Un ejemplo de la necesidad de los factores de estabilización se observa en el desarrollo de la crisis actual, donde la inestabilidad se amplificó por la amplia liberalización y desregulación de la banca, que pasó de especializada a universal, con acceso a múltiples desarrollos en activos financieros con mucho menor regulación, además de la existencia de riesgo moral con la política del Banco Central de "*muy grande para caer*" y, los agentes inmobiliarios, bancos y corredores estimulados por su interés económico a presionar los precios de los activos a la alza.

Por lo tanto, la fragilidad puede definirse como la propensión de un sistema económico a generar inestabilidad. En un sistema financiero frágil, incluso una ligera perturbación en el flujo de dinero puede generar inestabilidad debido a la articulación entre los altos flujos de entrada y salida de efectivo. Respecto del surgimiento de la crisis, Tygmoine (2006a) refiere la necesidad de considerar

durante los periodos de expansión el surgimiento en la economía actividades no productivas que son fondeadas externamente; tales como, maniobras corporativas, adquisiciones, fusiones y expansión de conglomerados.

Simultáneamente durante este periodo, los hogares se vuelven más proclives al empleo de deuda para la compra de acciones, mientras los banqueros responden financiando tales compras; este tipo de actividades incrementa el monto de compromisos monetarios, los cuales no financian algún incremento real o potencial del ingreso agregado. Al tiempo que la capacidad de enfrentar tales compromisos se basa en la expectativa de bonanza futura, por la realización de ganancias de capital en el precio de las acciones.

Continuando con las características de la crisis en el sentido de Minsky, Pollin (1983) explica que el detonador inmediato de la crisis es algún choque al sistema; ya sea uno exógeno, como un incremento acentuado (o caída) en los precios del petróleo, o endógeno como una bancarrota y una gran contracción en la oferta de crédito; todas las anteriores son posibilidades. Sin embargo, lo que es devastador para la economía no es el choque en sí, pues, en caso de que la estructura financiera de la economía sea robusta se recuperará, únicamente cuando la estructura es frágil es que el choque puede desencadenar una crisis financiera a gran escala.

Igualmente Pollin (1983) presenta que el gobierno tiene dos principales herramientas para prevenir las crisis financieras: la primera, las operaciones del prestamista de última instancia y, la segunda, el gasto deficitario del gobierno; ambas son básicamente lanzar efectivo a la economía, que se encuentra necesitada de este. En cuanto a las depresiones, estas son consecuencia de la culminación de la tendencia inherente de la economía hacia la fragilidad financiera, por lo que el papel del gobierno es intervenir para alejar la economía de su camino natural a la fragilidad y depresión.

Así el último de los síntomas sobre estas tendencias en la economía, es el fenómeno del estancamiento, expresado en la estanflación; donde el gobierno interviene lanzando dinero a la economía para prevenir las crisis financieras, lo cual valida de igual manera las estructuras financieras frágiles existentes, de forma que se permite que los problemas surgidos de estructuras frágiles continúen e incluso que se profundicen. Resultando en una economía donde las empresas débiles y menos productivas no desaparecen, por lo cual continúan en funcionamiento convirtiéndose en un obstáculo para el crecimiento de la productividad de la economía. Además, la fuerte inyección de efectivo en el momento de crisis se vuelve inflacionaria, en el contexto de estanflación, dado que provee de poder adquisitivo en una tasa mayor que la del crecimiento de la productividad.

Consecuentemente, existe una tendencia endógena a la fragilidad financiera; fortalecida por el comportamiento de los inversionistas, quienes se vuelven más proclives a tomar riesgos financieros, si consideran que el gobierno intervendrá para rescatarlos, al mismo tiempo que cambian las características de los tipos de inversiones que resultan atractivas, pues con forme la estructura es soportada por el gobierno se cambia hacia inversiones de corto plazo y la especulación en la esfera financiera; en base a la visión de que la fragilidad de la estructura impide tomar compromisos de largo plazo, siendo todas estas actividades, además, las que conducen a la de fragilidad en primer término.

De tal modo el capitalismo moderno posee una dinámica que se autoalimenta y conduce a la fragilidad, que se expresa por ejemplo, en las bases idiosincráticas de las medidas de solución inmediata de la autoridad monetaria, la cual antepone en todo momento el supuesto de “*to big to fall*” (muy grande para caer); donde las empresas son rescatadas por su tamaño y no en función de las acciones que realizaron y, que les llevaron a estar en condiciones de quiebra técnica o total, promoviendo con esto ampliamente el riesgo moral, donde las firmas financieras más importantes podrían estar consientes de que sus acciones son incorrectas incluso fraudulentas, pero las realizarán de igual manera; ya que, en caso de necesidad serán rescatadas al final por la autoridad con la consiguiente ganancia por parte de de accionistas y/o administradores.

Financiarización

Los límites de la Hipótesis de Fragilidad Financiera

Palley (2009a) afirma que el modelo neoliberal inauguró una era de estancamiento de los salarios y de estímulos a la demanda en base al endeudamiento y la inflación de precios de activos. Ese arreglo insostenible desde el principio, encontró en la innovación financiera y la desregulación el modo de preservar el modelo mucho más de lo esperado. Estos mecanismos retrasaron la aparición de la inestabilidad financiera, en el sentido de Minsky. Ahora, la interpretación de la Crisis Financiera y Gran Recesión, como se refiere Palley a la crisis de 2007 en E.U., tiene un enorme significado para la política económica; pues si se interpreta como una crisis puramente financiera, en el sentido de Minsky, la implicación política es simplemente arreglar el sistema financiero; para lo cual, no hay necesidad de una reforma de la economía real.

Sin embargo, la HFF representa una explicación parcial e incompleta de la crisis, explica Palley (2009a), son perspectivas como la de los nuevos Marxistas, Foster y MaChesney, y la visión Keynesiana estructuralista de Palley; las que proporcionan una interpretación de la crisis diferente donde se rastrea el origen hasta sus raíces en la economía real. Visión en la cual se afirma que el génesis de la crisis se ubica en el periodo de crecimiento del modelo neoliberal, posterior a los 1980's, donde se abandona el modelo de crecimiento previo y, se adopta este modelo basado en el crecimiento del endeudamiento y la inflación de los precios de los activos, para compensar la disminución de la demanda agregada causado por el estancamiento salarial y la ampliación de la inequidad en la distribución del ingreso.

De acuerdo a Palley (2009a) la HFF de Minsky es igualmente importante para entender la era del neoliberalismo, pues la HFF ayuda a comprender porque el neoliberalismo pudo mantener andando el sistema más tiempo; pues los hacedores de política dieron libertad a los mecanismos de la innovación, desregulación financiera y apetito por riesgos financieros, mencionados por Minsky, proveyendo de esta forma de una extensión a la vida del modelo. Explica Palley (2009a), que es así como el concepto de Financiarización, concilia las ideas de la inestabilidad financiera con la visión Neomarxista y la Estructuralista keynesiana.

Palley (2009a) define que el marco de Minsky es uno de inestabilidad evolutiva y se puede pensar que descansa en dos procesos. El primero se puede etiquetar como "básico" y, refiere a los patrones de financiamiento y captura el fenómeno de la fragilidad financiera en las hojas de balance de hogares y empresas; ofrece una teoría del ciclo económico basado en la psicología de los agentes, los cuales se vuelven progresivamente más optimistas. De esta manera, el proceso básico está presente en cada ciclo económico y es complementado por el proceso "largo" que opera a través de varios ciclos económicos. Este es un proceso que transforma las instituciones, las convenciones base en la toma de posiciones y la estructura de gobierno de los mercados, incluida la regulación.

El proceso de incremento del optimismo es evidente a medida que el ciclo económico avanza, dice Palley (2009a), por el fortalecimiento de la idea "de la muerte de los ciclos económicos"; tal es el caso de los años 1990's, cuando subsistía la idea de la nueva economía, la cual se pensaba había terminado con los ciclos económicos, inaugurando un periodo de permanente crecimiento acelerado de la productividad. Incluido en estas ideas de prosperidad, con crecimiento estable y permanente, se presentaba la "Gran Moderación", donde se argumentaba que los bancos centrales habían logrado controlar el ciclo económico

y tener crecimiento constante sin variaciones bruscas de precios, siendo todas estas ideas parte del proceso básico.

Mientras el proceso de erosión y transformación toma varios ciclos básicos, ambos procesos trabajan de manera simultánea, entonces el proceso largo se realiza por varios ciclos económicos. Sin embargo, la economía sólo llega a una crisis financiera importante cuando el proceso largo ha erosionado las instituciones preventivas de la economía; entre estas crisis la economía experimenta bonanzas y recesiones más limitadas. Este proceso largo analíticamente involucra desarrollos gemelos tanto de “relajación regulatoria” como “incremento en la toma de riesgos”; ambos aumentan tanto la oferta como la demanda por riesgo.

El proceso de relajación regulatoria tiene tres dimensiones: 1) Las instituciones diseñadas para regular y reducir la toma excesiva de riesgos son capturadas y debilitadas; 2) Los reguladores son humanos y parte de la sociedad; y como inversionistas son sujetos de la pérdida de memoria y la reinterpretación de la historia, y 3) El escape sobre la regulación por medio de la innovación financiera; ya que, los nuevos productos no fueron contemplados cuando la regulación se formuló.

Palley (2009a), explica que la HFF concuerda con la teorización de los Neo marxistas y la estructuralista keynesiana porque se complementan apuntando la preeminencia de la deuda al mismo tiempo de la habilidad el sistema financiero para expandir la oferta de crédito, proporcionando de esta manera la extensión de la vida del modelo neoliberal. Asimismo, la deuda provee a los consumidores de medios para sostener su consumo a pesar del estancamiento salarial y el empeoramiento de la distribución del ingreso, en tal contexto el boom financiero suministra a consumidores y empresas de colaterales para mantener gasto financiado con deuda. El crédito es facilitado y expandido por medio de la innovación y desregulación financiera, todo lo cual se vuelve necesario para mantener andando al sistema.

Dado que el modelo neoliberal tiene la lógica de reducir el ingreso de los trabajadores y, ampliar el de los administradores al tiempo que agranda las ganancias. Entonces los trabajadores previenen el empeoramiento de su consumo por medio del crédito, mientras el sector corporativo no financiero estimula el boom financiero por la recompra de acciones y compras apalancadas, en busca de ganancias rápidas. Esto incrementa los precios de las acciones al tiempo que transfiere fondos de los hogares; actividades que explican el incremento del endeudamiento de hogares y empresas, además del flujo de ganancias al sector financiero.

Igualmente, la inflación de los precios juega un rol importante en tal dinámica; ya que, a mayores valores de los activos se tendrá un mayor colateral y por lo tanto un mayor crédito disponible; resaltando que tanto innovación financiera como desregulación trabajan simultáneamente para ampliar la disponibilidad de financiamiento, presionando los precios de los activos a la alza. Explicando de tal manera la creciente correlación entre precios de activos (burbujas especulativas) y expansión económica.

Palley agrega que la visión keynesiana estructuralista toma en cuenta además, el déficit comercial de los EE.UU. y del *outsourcing*; los cuales son expresiones de las fallas de la política económica internacional de los EE.UU. en su inserción a la “globalización”, cuestión por la cual se han producido tres importantes “hemorragias”. La primera es considerada como la hemorragia de la fuga del gasto en importaciones. Situación por la que cualquier medida de incentivo a la demanda agregada vía incremento en el gasto, es drenada creando ingreso en el exterior, reduciendo así la generación de efectos multiplicadores.

La segunda hemorragia es la fuga de puestos de trabajo. Esta fuga es causada por el proceso de deslocalización del sistema productivo posible por la globalización; tal pérdida de empleo ha socavado directamente los ingresos familiares. Por otra parte, aún cuando los trabajos no se cambiaran de localización, la simple amenaza de esto se utiliza para reprimir los salarios, lo que reduce los ingresos. Situación que provoca estancamiento en el ingreso de las familias y consecuentemente su capacidad para hacer frente a sus obligaciones financieras, fundamento de crecientes problemas de insolvencia de los hogares.

La tercera hemorragia se refiere a las nuevas inversiones. No sólo se han cerrado y relocalizado las instalaciones existentes, sino además las nuevas inversiones han sido redirigidas al exterior; esto es un doble perjuicio para la economía estadounidense, luego que pierde tanto los puestos de trabajo empleados en la construcción de nuevas plantas, como aquellos que se habrían creado para operar esas plantas. La triple hemorragia fue resultado inevitable del modelo corporativo de la globalización, donde el objetivo fue crear una zona de producción global, en la cual las corporaciones podrían producir en todo el mundo y exportar a EE.UU. Teniendo en cuenta este objetivo era inevitable el persistente aumento del déficit comercial, la deslocalización del empleo y la desviación de la inversión.

Palley (2009a), expone adicionalmente que las empresas han apoyado la política de dólar fuerte; pues reduce el costo de las mercancías importadas. Lo cual eleva los márgenes de rentabilidad corporativa, dado que las firmas cobran precios en dólares, mientras la importación de insumos y productos es pagada en moneda extranjera subvaluada. Por último, el defectuoso modelo ayuda a explicar la

naturaleza global de la crisis en base a las relaciones funcionales provistas por el comercio con los EE.UU; donde, los países en desarrollo han adoptado políticas de crecimiento impulsado por las exportaciones. Es por lo cual la inserción de EE.UU. en la globalización ha estimulado la inversión y la transferencia de conocimientos técnicos de fabricación de EE.UU. a los países en desarrollo. Además, la política de dólar fuerte, tomada a partir de la crisis financiera del este asiático en 1997, se concilia con las políticas de los países en desarrollo que conservan sus monedas subvaluadas para mantener una ventaja competitiva.

El resultado neto fue que los países en desarrollo disfrutaron de diez años de rápido crecimiento impulsado por las exportaciones, durante el cual tuvieron grandes excedentes comerciales, amasaron grandes reservas de divisas, y recibieron importantes flujos de inversión extranjera directa. Sin embargo, el nuevo sistema, tenía a la economía mundial ligada a la economía de los EE.UU. y al consumidor de este país en particular. Cuando la economía estadounidense se precipitó por el estallido de la burbuja de precios de la vivienda, cayó la economía mundial también. El sistema se asoció significativamente y hubo un efecto de acordeón por el cual otras economías vinieron detrás.

Finalmente de acuerdo a Foster (2008), la crisis es un fenómeno familiar en la historia del capitalismo, no obstante la implosión de las dos grandes burbujas financieras en los últimos siete años apunta a una crisis del modelo de la Financiarización, debido al progresivo cambio del centro de gravedad de la producción a las finanzas. Sin embargo, estos eventos desde una perspectiva histórica a largo plazo, pueden ser vistos como síntomas de un fenómeno más general, donde se esconde el fantasma del estancamiento. Estos eventos son señales de una nueva fase de desarrollo llamada “monopolio del capital financiero”, afirma Foster (2008), que es un régimen diseñado para beneficiar a un pequeño grupo de oligopolistas que dominan la producción y las finanzas. Un número relativamente reducido de individuos y corporaciones que controlan enormes cantidades de capital y; no encuentran otra manera de seguir haciendo dinero en la escala necesaria que a través de una fuerte dependencia de las finanzas y la especulación.

¿Qué es la Financiarización?

Para definir la Financiarización es necesario remitir a la exposición de Gerald Epstein (2002), quien la define como el proceso mediante el cual mercados financieros, instituciones financieras y élites financieras ganan mayor influencia

sobre la política económica y resultados económicos; a nivel nacional e internacional. Para el caso de los EE.UU.; explica el autor, que durante los años noventas se observa en la coordinación entre las grandes empresas industriales y las financieras, lo cual condujo a un gran énfasis por parte de Alan Greenspan y la Fed, respecto de la apreciación de los activos financieros como objetivo de la política monetaria.

En Gerald Epstein (2002), explica que este fenómeno se expresa en la política monetaria del Banco Central, representada por los blancos de inflación con la preponderancia del interés del rentista. Donde dicha política de inflación está diseñada para crear el marco de la estructura neoliberal, en la cual se tiene un Banco Central independiente consistente con un gobierno pequeño, industrias privatizadas, mercados financieros libres, y mercados laborales flexibles. Tal marco de política tiene un amplio respaldo desde el punto de vista técnico de la economía neoclásica, sobre la base de la dicotomía clásica donde la política monetaria sólo afecta variables nominales; el argumento que los objetivos de inflación reducen la tasa de sacrificio asociada con la política monetaria contraccionista; y el enunciado de que la inflación se debe de mantener en niveles muy bajos, ya que esta tiene importantes costos económicos.

Sin embargo, lo anterior no ha sido comprobado, de forma tal que, Epstein (2002) asegura que la amplia divulgación de tales políticas se da en base a la relación entre la Financiarización, los objetivos de inflación y los intereses del rentista; donde en primer término por medio de la Financiarización se dio el incremento de la importancia de los intereses del rentista, lo cual ha promovido las metas de inflación y la independencia del Banco Central como formas de mantener baja la inflación y reducir la influencia de las fuerzas democráticas en la política del Banco Central. Además, ha sido la extensión de la liberalización de la cuenta de capital y la liberalización financiera. Este último aspecto ha enfrentado, especialmente a los países en desarrollo deudores, con el dilema de cómo satisfacer las demandas de sus acreedores con el fin de mantener el crédito y las reservas de divisas.

Al final estas políticas en la realidad, de acuerdo a Epstein (2002), han moderado la inflación pero al mismo tiempo han elevado la proporción de ingreso que va a los rentistas, alejando la política monetaria del Banco Central de los intereses de los trabajadores y de los industriales, en favor del sector financiero; pues conforme avanzaron la desregulación de los mercados financieros, las fusiones, adquisiciones y, el surgimiento de los mercados de nuevos activos líquidos cada vez más especulativos; las empresas industriales respondían cada vez más a los motivos del rentista. En general, la "Financiarización" cambió la estructura de las relaciones de clase entre la industria y las finanzas, generando que sus intereses sean análogos y contrarios a los de los trabajadores.

Mientras, los bancos centrales independientes responden a tales desarrollos con una política enfocada principalmente en mantener la inflación baja y altas tasas de interés real, pues los rentistas son acreedores. Dada la creciente importancia de las ganancias de capital en la acumulación de riqueza de las finanzas y la industria. Por lo tanto, mientras que la inflación se mantiene baja, el crecimiento del precio de los activos financieros es alto. Por eso, en los últimos años, los capitalistas tanto financieros como industriales en todas partes del mundo, se han vuelto muy cuidadosos de los aumentos en las tasas de referencia. Ya que temen aumentos, de los tipos de interés, que provoquen el estallido de la burbuja de activos financieros.

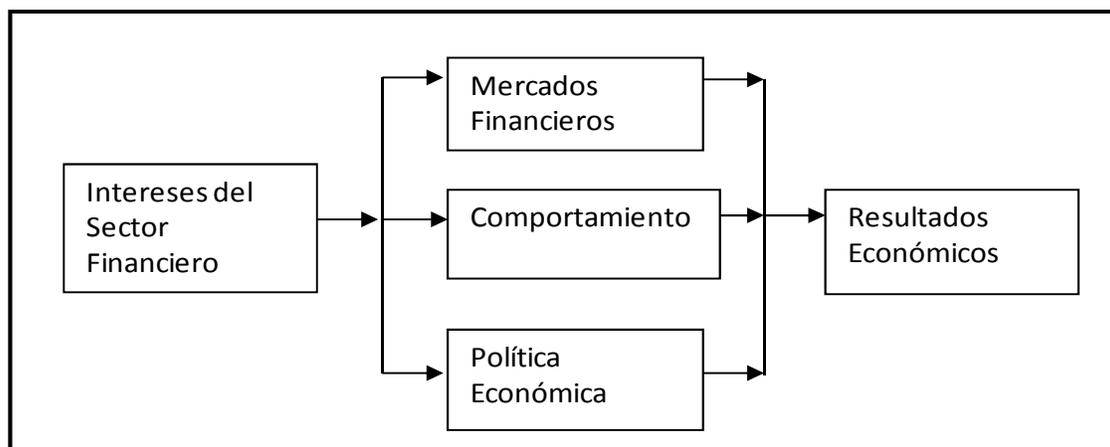
Asimismo, Palley (2007a), afirma que la Financiarización también transfigura el funcionamiento del sistema económico tanto a niveles micro como macroeconómicos. Pues se conecta con la reducción del crecimiento y procurar una tendencia al estancamiento; debido al proceso de contracción de la demanda provocado por la concentración de la riqueza, redistribución del ingreso y disminución de la inversión en el sector real. Además, de incrementar la fragilidad financiera; de manera que pone a la economía en peligro de deflación de deuda y recesión prolongada.

Con sus principales impactos en: 1) Sumar relevancia al sector financiero respecto del real; 2) Transferir ingreso del sector real al financiero; y 3) Contribuir al incremento de la desigualdad de ingreso. Tales choques se reflejan en repercusiones sobre cuestiones de gran relevancia económica, como el incremento del endeudamiento, cambios en la distribución del ingreso, estancamiento de los salarios, y el incremento en la concentración de la riqueza.

¿Cómo funciona la Financiarización?

Respecto del funcionamiento Palley (2007a) explica que todo esto se lleva a cabo por medio del mecanismo ilustrado en la Gráfica 2, de modo que la Financiarización influencia tres conductos principales: 1) La estructura y operación de los mercados financieros, 2) El comportamiento de las corporaciones no financieras; y 3) La política económica.

Gráfica 2 Conductos de la Financiarización



Fuente: Palley, T., (2007a)

La estructura y operación de los mercados financieros: Este aspecto es posible caracterizarlo más ampliamente refiriendo a Kregel (2007), quien argumenta que se ha dado un intenso proceso de desregulación en la economía estadounidense; el cual se refuerza en la década de los 80's y culmina en los noventa; con cambios que van desde la abolición de la ley Glass-Steagall de 1933, iniciada con la abolición de la sección veinte, que restringía a bancos comerciales de participar en actividades del mercado de capitales como la venta y administración de fondos de inversión, pero les permitía transacciones con deuda del Tesoro y acciones de empresas con las que no tuvieran una estrecha relación.

Cambio realizado mediante el empleo de empresas subsidiarias creadas por los bancos; situación que se amplió con la entrada de las instituciones de depósito conocidas como bancos no-bancos. De forma que, el sistema bancario que surgió posterior a la crisis de los bienes raíces de los 80's se caracterizó por no servir más para prestar a empresas y; no ser dependientes de los márgenes de intermediación como fuente principal de ingreso, pues tenían sus corredurías para generar beneficios y a las subsidiarias de sección 20 para producir cuotas y comisiones.

Hasta la culminación con la promulgación de la Ley de Reforma Gramm-Leach-Bliley de Modernización Financiera de 1999, que elimina la segmentación del sector bancario y, permitió la creación de bancos e instituciones financieras que pueden operar en cualquier línea de negocios, así como a los bancos comerciales operar directamente en la emisión y titulización de hipotecas; con lo cual se removieron de hecho las restricciones a los bancos en cuanto a productos y servicios.

Estos cambios llevaron al sistema bancario comercial estadounidense de un segmentado a una banca comercial universal, dando a los bancos una gran mejora en sus ingresos, con la modificación de su base de los márgenes de intermediación y el financiamiento a empresas y hogares; hacia bancos emisores cuya fuente de ingresos son las cuotas y comisiones, pues en su funcionamiento de hoy en día crean activos que venden a sus subsidiarias, los cuales a su vez son vendidos por estas empresas a instituciones financieras no-bancos, tales como fondos de pensión, aseguradoras y público en general.

La principal consecuencia de estas reformas al sistema financiero fue la conversión del sistema “basado en bancos” a uno “basado en el mercado”, explica Kregel (2007), sistema financiero que se ha vuelto menos intermediado; ya que, los bancos no realizan más la labor clásica, con ganancias por diferencial de tasas de interés, sino que ahora el financiamiento se lleva a cabo por medio de la emisión primaria de activos financieros en el mercado de capitales. Con lo que se provee de una fuente más de inestabilidad, generada por mecanismo más laxos de financiamiento y la idea de seguridad creciente, favorecida por las condiciones de estabilidad macroeconómica y el falso sentimiento de seguridad de la perspectiva de mercados.

El comportamiento corporativo: Palley (2007) explica que los administradores son disciplinados por la posibilidad de ser despedidos si fallan en la maximización de las ganancias. De acuerdo a tal visión entonces se percibe a las innovaciones financieras, como compras apalancadas y la inversión en capital privado financiada con bonos basura, como mejoras en la eficiencia de los mercados que fuerzan a los administradores a satisfacer el interés de los accionistas; favoreciendo la adopción de un “culto” por finanzas basadas en deuda.

Primero, las cargas impositivas sobre los intereses son menores respecto de las ganancias y; segundo los administradores ven la deuda como un medio para drenar el flujo de caja fuera de la empresa con lo cual imponen presiones sobre los trabajadores, al tiempo que dejan menos a disposición de otros acreedores de la empresa, finalmente el financiamiento por medio de deuda incrementa el apalancamiento, elevando la tasa de retorno del capital social de la empresa.

La política económica: Este conducto refiere al modo en que el interés del sector financiero ha promovido un marco de política que favorece su agenda; representado por las políticas de estabilidad de precios y equilibrio fiscal impulsadas por el decálogo de Washington. Tal marco libera los mercados financieros y facilita su expansión, impulsando a las corporaciones a cambiar el ingreso del trabajo hacia el capital y hacia el beneficio del sector financiero. Este marco de política tiene por principales elementos a:

- a) Globalización.- Se refiere al grupo de políticas de libre comercio, libre movilidad de capitales, negocios multinacionales y de abastecimiento global. Principalmente la eliminación de los controles de capital y la promoción de la desregulación de los mercados financieros nacionales.
- b) Gobierno pequeño.- Se representa como el ataque sobre la actividad gubernamental, privatizaciones, recortes sobre los impuestos que reducen el ingreso público y la desregulación. Un ejemplo claro son los fondos de retiro, los cuales son fuente de un gran interés por parte de los mercados financieros; ya que, incrementan los ingresos de las instituciones por concepto de honorarios, además de aumentar la demanda de acciones, todo lo cual procura precios a la alza y por lo tanto ganancias.
- c) Flexibilidad laboral.- Es el debilitamiento de los sindicatos y la erosión de prestaciones como el salario mínimo, seguro de desempleo y derechos de los trabajadores en general.
- d) Abandono del pleno empleo.- Lo cual explica cambios en políticas macroeconómicas, que promueven ante todo la estabilidad de precios y equilibrio fiscal por sobre el nivel de actividad económica en general, todo lo cual ha sido implementado en el conjunto de políticas basadas en el Nuevo Consenso Macroeconómico.
- e) Cada una de estas cuatro facetas funda la formación de un círculo vicioso de estancamiento productivo, donde la apertura promovida por la globalización resulta en una sangría de la demanda y la dislocación de la estructura industrial estadounidense, restringiendo el dinamismo de la economía; mientras el gobierno pequeño limita uno de los más importantes componentes de la demanda agregada para actuar en favor de la recuperación y salida del estancamiento económico.
Por otro lado la flexibilidad laboral reduce la participación de los salarios en el producto, por lo tanto, restringe la demanda agregada y la capacidad de crecimiento económico dinámico y, finalmente el abandono del pleno empleo es la aprobación institucional de los gobiernos para el apoyo y soporte del sector financiero por sobre de la economía real.

¿De dónde proviene?

Respecto del origen del proceso de Financiarización Foster (2008) aclara que se trata de un proceso que ha transformado la acumulación de capital desde hace un cuarto de siglo, como se realiza en Monthly Review por Harry Magdoff y Paul Sweezy; quienes a partir de la llamada tesis del "estancamiento", se vio en la explosión financiera una respuesta al estancamiento de la economía subyacente; ya que, este fenómeno ayudó a "compensar el exceso de capacidad productiva de

la industria moderna", a través de un efecto directo sobre el empleo e indirectamente por medio del estímulo a la demanda creada por apreciación de activos.

Foster (2008) explica, de acuerdo a Magdoff y Sweezy, que el ritmo de actividad de las economías capitalistas maduras, como EE.UU., los principales países de Europa occidental y Japón, hoy en día tienden al estancamiento en lugar de un rápido crecimiento. En esta perspectiva, las crisis periódicas recientes apuntan a serias y graves restricciones a largo plazo, en la acumulación de capital, en vez de una simple interrupción temporal en un proceso de acelerado avance. Así, las economías capitalistas modernas, para continuar creciendo constantemente, deben encontrar nuevas fuentes de demanda para los excedentes que se generan, como lo han sido cada vez más las burbujas especulativas.

Explica Foster que este fenómeno ocurre a causa de que las economías capitalistas llegan en un momento de su evolución histórica, cuando la mayor parte de la inversión de excedentes generados en cada ciclo no logra encontrar suficientes posibilidades nuevas de inversión rentable por:

- (1) La maduración de las economías, pues la estructura industrial fundamental ya no tiene que ser construida desde cero, entonces la inversión se limita a su reposición.
- (2) La ausencia durante largos períodos de cualquier innovación tecnológica que genere estímulos hacia nuevas inversiones que transformen la economía,
- (3) Creciente inequidad en la distribución del ingreso y la riqueza, las cuales limitan la demanda de consumo en la base de la economía y reduce la inversión mientras la capacidad instalada desocupada crece y, los adinerados especulan más con sus fondos ociosos en lugar de invertir en la economía real,
- (4) Un proceso de monopolización (oligopolización), lo que da lugar a la atenuación de la competencia de precios.

Estas condiciones se distinguen en la actualidad fácilmente en la economía de los EE.UU.; en primer término la maduración de la economía que genera estancamiento en la inversión en formación de capital fijo, pues la capacidad productiva de la planta existente resulta suficiente para hacer frente a prácticamente cualquier cambio de corto plazo en la demanda y, la movilización de flujos de inversión que fueron afectados por la creciente especulación en el sector financiero y la apertura económica, provocando un contexto de acumulación simple, sostenida sobre las bases de salarios bajos y la reubicación de la planta productiva.

Asimismo, persiste la ausencia por un largo período de tiempo de nuevas tecnologías que transformen el modo de producir, desestimulando la inversión en capital fijo, el ejemplo más próximo fue la economía del conocimiento que transformó parte del modo de producción con la revolución en las comunicaciones, incentivando así la inversión; aunque al final no provocó un cambio de la estructura productiva en general, entonces tan sólo creó un impulso leve que perduró durante la década de los noventas, hasta su fin en 2001, cerrando el ciclo de crecimiento con la crisis de las empresas tecnológicas.

Además, existe creciente inequidad en la distribución del ingreso y la riqueza, ambas condiciones *sine qua non* del modelo neoliberal y sus expresiones políticas, condiciones que han restringido la demanda de consumo en la base de la economía; induciendo una decreciente inversión en capital fijo y simultáneamente capacidad instalada desocupada creciente; adicionalmente los agentes tanto empresas como familias que especulan con sus fondos en lugar de invertir en el sector productivo, en búsqueda de ganancias mayores y más rápidas, por medio de burbujas especulativas como ocurrió en el sector inmobiliario, han reducido aún más el flujo de recursos a la inversión productiva.

El proceso de monopolización (oligopolización) se da naturalmente conforme una economía capitalista transcurre por ciclos de acumulación y concentración, dando lugar a la atenuación de la competencia en precios como lo explicaba ya Sweezy y Baran en su *Capital Monopolista* (1968); acerca de de la economía estadounidense donde conforme se dio tal fenómeno las empresas dejaron de lado la competencia en precios cambiando a mayores gastos en campañas de ventas y ventas a crédito.

Esta situación en la actualidad se ve agravada en el contexto de amplia apertura económica que marca la globalización; ya que, los incentivos a la inversión nacional se verán reducidos también por la posibilidad de acceder a trabajo más barato, haciendo más redituable la misma inversión en maquinaria en otra nación, pues la proporción adjudicada para la adquisición de trabajo será menor, resultando en una mayor productividad de la inversión por la relocalización a zonas con menores sueldos, de tal manera que las nuevas inversiones dentro de los EE.UU. sean relativamente más costosas; pues, aún con salarios estancados, estos siguen siendo proporcionalmente más altos que en la periferia, tanto en nivel absoluto como relativamente por las políticas de tipo de cambio de dólar sobrevaluado.

La Hipótesis del Estancamiento

En relación con la teorización de la Hipótesis del estancamiento Harry Magdoff y Paul Sweezy (1988) afirman al respecto; que el fenómeno no es reciente sino un tendencia de largo plazo, con una historia de análisis que se remonta a más de dos décadas. Los autores refieren que entre las fuerzas contrapuestas a esta tendencia, ninguna ha sido más importante o menos comprendida que el periodo de crecimiento que inició en los años sesenta y que rápidamente tomó impulso después de la severa recesión de mediados de esa década y, el crecimiento a un ritmo que excedió en mucho al de la lenta expansión de la economía “real” subyacente, de la estructura de deuda nacional (gobierno, corporaciones e individuos).

El resultado ha sido el surgimiento de una estructura inmensa y frágil, sin precedentes, sujeta a las tensiones que amenazan cada vez más la estabilidad de la economía en su conjunto. La deuda es, por supuesto, un ingrediente natural y necesario de una economía comercial. En el curso normal de los acontecimientos, crece conjuntamente con la actividad comercial, disminuyendo su velocidad o declinando durante los períodos en que los negocios van en descenso y expandiéndose para dar aliciente a las recuperaciones. Y era esa la forma que se daba antes de que se renovara la arremetida del estancamiento. Es igualmente significativo el modo en que la creciente confianza en la deuda permeó todas las áreas de la economía. Esto se advierte en el patrón de crecimiento de la deuda en cada uno de los cuatro componentes principales de la economía.

El alza de la deuda de consumo, dentro del contexto de estancamiento del ingreso de las familias, fue fomentada por un fuerte deseo de poseer casas y automóviles, por una parte, y una enérgica promoción de préstamos por los bancos y compañías financieras, por el otro. Cuando la demanda efectiva para estos ítems de alto precio mostraban tendencia a disminuir, se facilitaban las condiciones de los préstamos para ampliar el mercado; práctica estimulada no sólo por los fabricantes y constructores de casas, sino también por empresas financieras en busca de una mayor tajada de este redituable negocio. Pero, en tanto que esta actividad apuntalaba la venta de casas y de bienes de consumo durable, también apiló una montaña de deudas de consumo que socavo con rapidez la estabilidad financiera hasta ser insostenible.

La tasa de crecimiento más sorprendente en materia de préstamos tomados ocurrió en el sector financiero mismo. Sin embargo, la transformación de las firmas que están en el corazón de la explosión de la deuda, desde los prestatarios menores a los mayores, es en sí misma significativa. Tradicionalmente, la mayoría

de estas empresas son intermediarias que reciben por otra parte fondos ociosos, los cuales son otorgados en préstamo. Pero, en el nuevo ambiente financiero, estas firmas han ido más allá del papel de intermediarias. Se han convertido ellas mismas en grandes prestatarias, estimulando de esta manera una circulación más rápida e intensa de las reservas líquidas de la economía.

Una vez iniciada esta autoexpansión del sector financiero, se convirtió en un proceso complejo y extraordinariamente poderoso con consecuencias de muy largo alcance. El resumen de lo que ocurrió y de los cambios resultantes en el cuadro financiero es especialmente interesante, porque proviene del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, donde Edward J. Frydl, vicepresidente y director adjunto de investigaciones, en “The challenge of financial change”, Federal Bank of New York, Annual Report, 1985, argumentó:

La volatilidad de los precios del espectro total de activos financieros se ha elevado considerablemente. Junto con este desarrollo florecieron instrumentos financieros —tales como los futuros, las opciones, los swaps— que proporcionan formas adicionales para transferir los riesgos de los precios entre los mercados participantes. El comercio activo de estos - nuevos instrumentos y de los instrumentos más convencionales que subyacen bajo los mismos ha retoñado. El volumen de las transacciones finales se ha acelerado a un ritmo sin precedentes.

La competencia se ha incrementado en el total de la gama de los servicios financieros. Los bancos comerciales, las instituciones de ahorro, los bancos de inversión y las compañías de seguros, todos están expandiendo sus actividades y entrecruzando sus respectivas reservas comerciales tradicionales. También las empresas no financieras están -entrando directamente en los servicios financieros. Y las instituciones financieras extranjeras están involucrándose cada vez más en los mercados de este país, al mismo tiempo que las firmas de EE.UU. se expanden en el exterior. Las presiones de la competencia han sido combinadas por medio de la tendencia en marcha hacia la desregulación financiera de los términos en que las instituciones pueden cargar u ofrecer, los tipos de transacciones en las cuales pueden intervenir y los mercados geográficos en los cuales pueden entrar. El grado creciente de competencia ha comprimido los márgenes de ganancias de muchas actividades financieras convencionales, acelerando el desarrollo y la difusión de las innovaciones.

La debilitada economía y la condición financiera de los sectores principales —energía, agricultura, bienes raíces comerciales y varios países subdesarrollados— han disminuido la posición del crédito de muchos prestatarios. Una consecuencia ha sido la de que en años recientes los costos del capital y de los fondos para algunos prestamistas bancarios hacia aquellos sectores han tendido a elevarse,

en relación con los costos de créditos comerciales de alta calidad. Al mismo tiempo los mercados de crédito directos se han hecho más accesibles a los prestatarios comerciales. Los bancos han atravesado un periodo difícil compitiendo con los mercados de papeles comerciales y de títulos por las demandas de crédito de las corporaciones especialmente de aquellas de las firmas de “primera clase”, Por cierto que en muchos casos los bancos han buscado ganancias a partir de la tendencia hacia la financiación mercantil, generando préstamos y vendiéndolos, ya sea en forma directa o en paquetes como títulos, o ampliando su papel como garantes y distribuidores de instrumentos del mercado de capitales.

Todas estas fuerzas —innovación, competencia, desregulación, titulización y el crecimiento del comercio— se combinaron para crear un ambiente desafiante.

Lo anterior es relevante porque a pesar del tiempo transcurrido el escenario descrito es muy familiar con el de nuestros días, adicionalmente Magdoff y Sweezy (1988), explican *“Lo que en la presente situación es más sorprendente es que, a medida que el sistema financiero se ha ido apartando de su papel como facilitador de la producción y distribución de bienes y servicios, más vida propia ha ido adquiriendo, hecho que puede ser observado más vívidamente en la multiplicidad de la actividad especulativa, la cual está estrechamente vinculada con la explosión de la deuda de los últimos diez años, así también como con las operaciones diarias de las firmas financieras.”*Una vez más sobresale la similitud entre las condiciones referidas por los autores y los acontecimientos de la crisis de finales de 2007.

Acerca de las condiciones de la estructura económica, remarcan Magdoff y Sweezy (1988), que en lo esencial el capitalismo monopolista maduro está sujeto, y por supuesto dominado, por una contradicción básica: el propio crecimiento de su potencial productivo pone obstáculos insuperables en el camino de hacer uso pleno de los recursos humanos y materiales para la satisfacción de las necesidades de la gran masa de la población. Esto significa que: 1) en ausencia de fuerzas contra-actantes de suficiente poder, el estado de la economía es de estancamiento, y 2) la historia real del sistema en su fase del capitalismo monopolista está determinada por la interacción de la tendencia hacia el estancamiento y las fuerzas contra-restantes.

Entonces el sistema capitalista no es un organismo autoajutable y auto-gobernable, el cual automáticamente se sujeta al camino del crecimiento de largo plazo. Por el contrario, mantiene siempre la tendencia a atascarse bajo el peso de sus propias contradicciones y, solo se provee de un tiempo adicional de vida por

medio de circunstancias contra-restantes, como las grandes guerras y las manías especulativas.

¿Por qué el estancamiento? Esta pregunta la resuelven Magdoff y Sweezy (1988), con base a la teorización de Alvin Hansen, de acuerdo al cual, explican que la moderna economía capitalista desarrollada tiene enorme capacidad de ahorro, tanto por su estructura corporativa como debido a la muy desigual distribución de los ingresos personales; esto se puede ejemplificar con las condiciones económicas de EE.UU. previas a la crisis, donde las familias tenían una tasa de ahorro prácticamente de cero, pero los dueños del capital tenían acceso a grandes flujos de dinero; es decir, gran capacidad de ahorro resultado de la apropiación de una porción cada vez mayor del ingreso, excedente que no era invertido en la acumulación de capital sino dirigido a la especulación en activos financieros; por lo tanto, la economía no recibía impulsos al crecimiento.

La especulación se explica por la falta de mejores oportunidades de inversión rentable, entonces el ahorro potencial, que se ha generado con la concentración de la riqueza y la redistribución del ingreso, no se traduce en la formación de capital real y consecuentemente en crecimiento sostenido, lo cual resulta en menor ingreso, desocupación masiva y depresión crónica, condición que resumen Magdoff y Sweezy en términos de Hansen como estancamiento; contexto que caracteriza bien a la economía de EE.UU. en el periodo neoliberal, más claramente en los años de 2001 hasta 2007 cuando estalla la crisis.

Para completar la teoría, la escasez de oportunidades de inversión se daría por ciertos cambios históricos irreversibles que habían comenzado a producirse en décadas anteriores y finalmente llegaron a dominar la escena, los cuales son: 1] el fin de la expansión geográfica, conocida algunas veces como “el cierre de la frontera”, 2] declinación de la tasa de crecimiento de la población, y 3] una tendencia por parte de las nuevas tecnologías a usar menos capital en comparación con las primeras etapas del desarrollo capitalista. Todos estos cambios causan una restricción de la demanda de nuevas inversiones de capital y de esta manera convierten la gran capacidad de ahorro del sistema en una fuerza productora de estancamiento, en lugar de un motor para el crecimiento rápido.

Como es el caso que actualmente experimenta la economía de los EE.UU., donde las oportunidades de inversión productiva se han vuelto poco atractivas; dado que la tecnología no ha presentado cambios que revolucionen la forma de producción, la apertura provee de la ampliación de los límites productivos de la tecnología presente; además de existir fuerzas que restringen la demanda como lo son estancamiento en salarios, importaciones baratas y, cambios institucionales ha gobiernos pequeños con equilibrio fiscal; propiciando que los activos financiero

resulten mucho más atractivos como objeto de inversión, generando grandes flujos de capital del resto de la economía, tanto de las ganancias como del ahorro social, hacia el sector financiero, manteniendo el estancamiento económico y propiciando la especulación financiera.

Respecto de posibles causas contra-restantes, explican que el desempeño total de la economía no sea peor o tan malo como en los treinta, se debe principalmente a tres causas: 1] el papel del gasto gubernamental y déficit del gobierno; 2] el enorme crecimiento de la deuda de consumo, incluyendo la deuda residencial hipotecaria, y 3] la inflación del sector financiero de la economía que, además del crecimiento de la deuda como tal, incluye una expansión de toda clase de especulaciones, viejas y nuevas.

Sin embargo, en la actualidad la crisis ha revelado límites de estas fuerzas contra-restantes; en primer término el gasto público y el déficit pueden ser crecientes pero existe una sangría por la apertura económica; en segundo término la focalización en el sector financiero por sobre de las familias y, las posiciones conservadores que promueven el equilibrio fiscal actúan restringiendo los efectos de los primeros. La deuda para consumo ha devenido en graves problemas de sobreendeudamiento e insolvencia de las familias y; la inflación de precios de los activos financieros a burbujas especulativas que tarde o temprano revientan provocando cada vez mayores daños.

Las anteriores son fuerzas importantes que contrarrestan el estancamiento, pero siempre existe el peligro de que si se llevan muy lejos harán erupción en un pánico del tipo que se observó en el período 1929-1933. Se presentan entonces como límite la voluntad del gobierno para ampliar el déficit interno y externo, la proclividad de prestamistas para proveer de crédito al consumo a las familias, y el abastecimiento de liquidez en el sector financiero que permitan la continuidad de la inflación en los precios de los activos.

Es importante también señalar algunas relaciones entre el sector financiero y la economía real de gran relevancia, de acuerdo a Magdoff y Sweezy (1988), si una economía capitalista funcionara de la manera que suponen los modelos de los libros de texto, todos los ingresos serían pagados por las empresas productoras en forma de sueldos, salarios, dividendos, intereses y rentas; y todos los ingresos serían gastados en bienes de consumo o en medios de producción que servirían para expandir la base productiva de la economía. Los ahorros serían invertidos directamente o prestados a interés a las empresas productoras, y el crédito estaría limitado al modesto papel de facilitar las transacciones comerciales economizando la necesidad del efectivo.

Con la llegada de las corporaciones todo esto fue cambiando. El propósito original de la forma corporativa fue el de permitir a una cantidad de inversores la entrada a una empresa en conjunto, sin que corrieran el riesgo de perder totalmente su o sus fortunas. Este asunto se presenta con frecuencia como si fuera sólo una extensa sociedad en la cual cada participante poseyera realmente una parte de los activos productivos en cuestión. Pero la propia corporación posee los activos reales y los participantes sólo poseen acciones de la corporación, pedazos de papel que incorporan derechos legales específicos. La diferencia entre poseer activos reales y poseer un paquete de derechos legales es la raíz de la división de la economía en sectores productivo y financiero.

Las corporaciones pueden, por supuesto, vender sus activos, en su totalidad o en parte. Los accionistas, por otra parte, pueden vender solamente sus pedazos de papel. En ausencia de un mercado organizado, esto no es fácil. Pero cuando el volumen de los títulos de corporaciones aumentó en las últimas décadas del siglo XIX, los agentes establecidos estuvieron más que ansiosos por extender sus actividades para incluir estos nuevos tipos de valores. Fue de esta manera que los títulos corporativos adquirieron el atributo de liquidez, convertibilidad instantánea en dinero efectivo; lo cual nunca podían tener por su propia naturaleza los activos físicos de las corporaciones. Y una vez que se alcanzó esta etapa, quedó abierto el camino para la proliferación de instrumentos y mercados financieros, los cuales hasta ahora por lo menos, han demostrado ser literalmente ilimitados.

Magdoff y Sweezy (1988), prosiguen planteando que el paso crucial en este desarrollo fue la determinación por las legislaturas de los estados y las cortes, donde las corporaciones tenían el poder no sólo de emitir sus propios títulos sino también de poseer los títulos de otras corporaciones. Así nació la compañía holding, una corporación cuyo propósito es el de poseer títulos de otras corporaciones. Dada esta posibilidad, las corporaciones pudieron apilarse unas sobre otras corporaciones en una cadena teóricamente sin fin, con la cantidad y volumen agregado de títulos corporativos, que iban creciendo sin añadir nada al cimiento productivo subyacente situado en la base de la pirámide.

Una vez establecido el sector financiero sobre una base de sólida independencia, expandió su tamaño y su influencia; desarrollando la compra y venta de títulos a crédito, mercados de opciones y futuros, la multiplicación de intermediarios financieros, la orquestación de fusiones y adquisiciones de empresas, en fin, todo esto y mucho más construyendo como resultado un enorme sector financiero, que se vislumbra enorme en la escena económica de nuestros días. ¿Cuál es, entonces, la naturaleza de la interrelación entre los sectores productivo y financiero? Dicho con claridad, el sector financiero no produce por sí mismo nada

con valor de uso significativo. Y por otra parte, utiliza una cantidad de recursos reales equiparable al resto de la economía.

Adicionalmente Magdoff y Sweezy (1988), explican sobre la especulación que casi toda decisión respecto a inversiones de capital, planes de producción, política de inventarios, precios y distribución, entraña riesgos que afectarán la magnitud de la ganancia o de la pérdida. Tal ambiente de riesgo está hecho a la medida para una amplia especulación a lo largo y ancho del sistema económico: en acciones, bonos, bienes raíces, mercancías, divisas, etc. Hay dos lados de esta especulación desenfrenada; por una parte, ayuda a mantener en movimiento las ruedas de la economía; por otra, genera inestabilidad. La naturaleza misma de la especulación conduce a excesos que aceleran y acrecientan la fase de expansión de los ciclos y, a la inversa, exageran la profundidad y longitud de la onda descendiente.

Hasta aquí todo lo dicho es normal en el capitalismo moderno. Sin embargo, lo ocurrido en años recientes es por completo nuevo; dado el alcance y la amplitud de la especulación que ha excedido por mucho lo que pudo haberse considerado normal, debido a que, como se trato anteriormente, las oportunidades de inversión en el sector productivo se han vuelto menos prolíficas que las del sector financiero, pues estas últimas otorgan ganancias mayores y más expeditas. Sin embargo, cuando se la coloca en perspectiva histórica, esta aparente anormalidad puede verse como un producto directo y lógico de una nueva etapa de desarrollo económico que comenzó cuando la economía mundial empezó a perder fuerza después de 25 años de rápido crecimiento, tras el término de la segunda guerra mundial. Se desvanecieron las poderosas fuerzas que habían apoyado a esta larga onda de prosperidad y no hubo estímulos nuevos que generaran suficientes inversiones para permitir la continuación del crecimiento vigoroso.

Desde hace un cuarto de siglo las principales naciones capitalistas entraron en un largo período de menores tasas de crecimiento, acompañadas por un creciente desempleo masivo y una opresiva capacidad ociosa global; causado por la entrada en una fase de madurez y a la preponderancia del modelo neoliberal, el cual otorga gran relevancia a las medidas a favor del sector financiero a costa del resto de la economía. Dos elementos impidieron al estancamiento convertirse en una depresión en gran escala: primero el aumento explosivo de la deuda y segundo la espiral vertiginosa de especulación. De manera inevitable, esta “solución” se convirtió en el problema.

La carga de una deuda en constante crecimiento, Magdoff y Sweezy (1988) refieren, se volvió la forma de vida en todas las esferas de la economía: el gobierno, la industria, la agricultura, el consumo personal y aún las finanzas. El

endeudamiento no es por supuesto necesariamente peligroso; en realidad, es necesario y útil cuando las fuerzas que sustentan la acumulación de capital tienen vigor y buenos fundamentos. Entonces, la deuda es parte de un proceso que logra un considerable crecimiento del ingreso, con lo cual se generan los medios para pagarla. Pero la deuda no es en sí o por sí una especie de panacea, en una economía débil, agravada por una capacidad excesiva y carente de nuevos canales importantes para la inversión de capital, pronto se acaba el estímulo proporcionado por la deuda. En esta situación, la economía tiende a convertirse en adicta al endeudamiento; ya que, cada vez se necesita más deuda sólo para mantener el motor en marcha.

Aunque las medidas de emergencia sellaron los agujeros del dique, se necesitaba algo más para mantener la corriente de la deuda, función que desempeñó la inflación, esto es, una espiral de precios de las mercancías y los activos. En lo que concierne al precio de las mercancías, la vinculación es simple; los precios más altos elevan el ingreso nacional y reducen el valor del dólar, los prestatarios pueden entonces pagar el servicio de sus viejas deudas con dólares más baratos. Mientras la inflación de activos se volvió una consecuencia aún más importante de la explosión de deuda, donde los consumidores podían obtener más préstamos mediante segundas hipotecas gracias al mayor valor de mercado de sus casas. De igual manera, las empresas y los especuladores pudieron obtener más crédito debido a que sus garantías tenían precios más elevados, ya sea que se tratara de activos reales o financieros.

Así se desarrolló un conjunto estrechamente interconectado de relaciones financieras; donde el alza sostenida de los precios estimula la especulación en recursos naturales, bienes raíces, acciones y otros activos. A su vez, los incrementos resultantes en los valores de los activos atizaron las llamas de la especulación. Y tanto la inflación como la especulación contribuyeron al crecimiento de los préstamos; mientras proporcionaban el marco necesario para continuar la explosión de la deuda.

Con relación a una posible recuperación económica, Magdoff y Sweezy (1988) explican que en un inicio puede ser una corrección normal de inventarios. Ya que, durante el movimiento ascendente del ciclo, la producción está dirigida a satisfacer la demanda existente y a reponer los inventarios; por ejemplo, un almacén de zapatos advierte un alza en la demanda, tiene que acumular una variedad de estilos y tamaños. Esta necesidad de constituir inventarios vale para los minoristas, los mayoristas y los productores de productos intermedios. Si un vendedor no tiene a mano una reserva adecuada para surtir a los compradores, las ventas potenciales se perderán en favor de los competidores mejor surtidos.

La constitución de inventarios en toda la economía crea empleos e ingresos adicionales, ayuda a elevar la economía. Pero una vez que los estantes de los inventarios están repletos, y en ausencia de otros estímulos, la producción sólo se necesita para satisfacer la demanda de consumo existente. En este punto, la producción, el empleo y los salarios comienzan a caer; ya que, la capacidad instalada es más que suficiente para atender los cambios en la demanda y los inventarios están ya en el nivel deseado, entonces deja de ser necesario emplear más recursos, restringiendo la demanda y la capacidad de crecimiento de la economía. Eventualmente la producción declina por debajo de la demanda del consumo existente, porque parte de la misma se satisface a partir de la oferta de inventarios; una vez que los excedentes de los inventarios se venden, la producción comienza de nuevo a moverse hacia arriba, aunque sólo sea para satisfacer la restringida demanda existente.

Mientras un incremento de la actividad manufacturera puede iniciar un ascenso general; pues se contratan empleados, crece el ingreso y la demanda de consumo se eleva y, los estantes de los inventarios comienzan de nuevo a llenarse. Pero dentro del contexto de una economía abierta, el aumento de la actividad económica puede filtrarse al exterior, en tanto el incremento en el ingreso eleva la demanda de bienes importados al mismo tiempo que los bienes producidos internamente, originando que los posibles efectos multiplicadores se reduzcan, retrasando la recuperación o incluso deteniéndola.

Este tipo de recuperación no asegura un continuo crecimiento económico, en una economía capitalista, los empleos en la escala requerida pueden ser generados sólo por una expansión vigorosa y durable de la inversión. Aunque, la inversión estancada proporciona pocas razones para ser optimistas. Por último, es necesario recordar que los autores explican que la economía capitalista de hoy se caracteriza por algo esencialmente nuevo: el propósito fundamental del capitalista no es la producción de bienes y servicios; ahora se enfoca en comprar, vender y multiplicar los activos financieros. El imperativo tradicional de acumular capital destinado a proporcionar plantas y equipos que sirvan para generar una corriente futura de ingreso y empleos, esto ha sido remplazado por la aspiración de acumular capital monetario *per se*, en un mundo muy alejado de las actividades productivas.

Finalmente se presentan algunos puntos importantes de relación entre el “Estancamiento” y la “Fragilidad Financiera” para la formación de un marco teórico más robusto:

Prestamista de última instancia

Tanto en la teoría del Estancamiento de Harry Magdoff y Paul Sweezy (1988) como en la Fragilidad Financiera de Minsky se expresa la importancia de la Fed como prestamista de última instancia; y por lo tanto, su relevancia al actuar previniendo las crisis financieras, esto se observa cuando los dos primeros refieren que la Fed "(E)n realidad desempeña un papel muy significativo, pero sólo dentro de límites definidos. Una de sus más importantes actividades en estos días es la de tratar de prevenir una superelasticidad de la estructura de la deuda que reviente la costura. Cuando las cargas de la deuda de la industria son especialmente pesadas, las depresiones contienen las semillas de la crisis financiera. Las ventas se acaban, es escaso el efectivo, las deudas no se pueden pagar y los bancos se vuelven cada vez más vulnerables. Si bien la Fed no puede prevenir una depresión industrial, puede en muchos casos postergar el comienzo de una crisis financiera doméstica derivada. Además, los pánicos financieros pueden manifestarse inesperadamente, con independencia de las depresiones comerciales, sino resultado de una especulación excesiva o de la quiebra de una o más de las corporaciones financieras o no financieras. También aquí la Fed puede hacer algo y si lo hace con rapidez y vigor suficiente puede diferir la amenaza del pánico."

Gran Gobierno

En este aspecto Magdoff y Sweezy (1988) explican que "... cada uno de los remedios propuestos está colmado de contradicciones. Un ejemplo es el enorme déficit del gobierno federal... el déficit público está lejos de ser un punto primario de perturbación. En realidad sirve como una fuerza contrarrestante del estancamiento prevaleciente. Por otra parte, la comunidad empresarial en EE.UU. y en el extranjero consideran el déficit como una causa crucial de la inestabilidad del mundo capitalista en su conjunto, presumiblemente debido a su efecto sobre las tasas de interés. Sin duda, esta idea, acertada o no, influye en las decisiones de los empresarios. Sin embargo, la eliminación o reducción apreciable del déficit suprimiría un factor favorable a la demanda, y por tanto sería notablemente peligrosa en un momento en que está por sobrevenir una recesión económica. Aún es válida una apreciación anterior sobre los déficit: "el capitalismo de hoy [...]no puede vivir sin déficit y tampoco puede vivir con ellos". De esta forma coinciden en la importancia del Gobierno en la economía, para prevenir la crisis.

Innovaciones Financieras y Especulación

Respecto a estos factores, Magdoff y Sweezy (1988), explican que "... los bancos y otros negocios financieros, por ser instituciones capitalistas, funcionan bajo los

mismos imperativos de crecimiento que las corporaciones industriales. Ellos están aguijoneados por la competencia y el empuje por expandir la base de la ganancia. Puesto que la mercancía con la cual comercian es el dinero, la clave del crecimiento y de las mayores ganancias reside en comercializar un volumen de deuda cada vez mayor. Y si falla una de las fuentes de demanda de financiamiento, trabajan naturalmente con ahínco para cultivar otras...

El crecimiento de la demanda de crédito fue sólo una cara de la moneda financiera. En la otra había una creciente oferta de instrumentos financieros, a medida que la competencia se intensificaba para aprovechar al máximo las oportunidades de lucro. Creció la competencia entre los bancos comerciales, los bancos de inversión, las empresas financieras y los sistemas financieros de diferentes naciones. Más esto no fue todo. Las empresas no financieras, amenazadas por el estancamiento en sus esferas tradicionales de actividad, también comenzaron a actuar. Las corporaciones industriales utilizaron sus reservas en efectivo para comprar bancos, compañías financieras, empresas de bienes raíces y de seguros y casas de bolsa. Sin embargo, la intensidad de la competencia tendió a reducir los márgenes de ganancia en la actividad convencional del mercado del dinero. Como resultado, cada vez más se recurrió a innovar con determinación en la esfera financiera.” Por lo tanto, podemos afirmar que el aspecto de las innovaciones financieras es relevante en la explicación en ambas teorías y un punto de relación entre ellas.

En lo concerniente a la especulación se encuentra también presente cuando Magdoff y Sweezy explican que “Al comenzar el decenio de los setenta, los mercados financieros habían sido inundados por nuevos instrumentos para estimular la especulación. Además, las compuertas de la competencia y la especulación eran más anchas porque en uno tras otro de los centros nacionales de capital se eliminaron o redujeron las regulaciones restrictivas, que se habían instituido con la esperanza de evitar desastres financieros como los de la Gran Depresión.” En lo anterior se puede apreciar lo que también Minsky refiere tanto sobre especulación como la relación de las innovaciones y la regulación de los sistemas financieros.

Expectativas y precios de los activos

La riqueza real en el capitalismo proviene de la expansión de la acumulación resultado del proceso de producción. Pero en el mundo de hoy, gobernado por las finanzas, la acumulación real queda cada vez más rezagada respecto de acumulación del capital dinerario. En ausencia de un sustento en riqueza real el capital dinero acumulado se vuelve cada vez más algo nominal, algo en verdad ficticio. Proviene de la compra y venta, de activos de papel y se basa en el

supuesto de que los valores de estos activos continuarán inflándose siempre. Lo que se tiene en otras palabras es especulación en movimiento fundada en la creencia de que, pese a las fluctuaciones de los precios, los valores de los activos seguirán siempre un solo camino: ¡hacia arriba! Al demostrarse la falacia de un perpetuo movimiento a la alza de los valores de los activos, se expone la médula irracional de la economía de nuestros días.

Conclusiones.

La primera conclusión de este capítulo es que estas propuestas teóricas resultan en el mejor marco para explicar el fenómeno de la crisis actual de los EE.UU.; pues permiten observar la crisis como un fenómeno propio del sistema capitalista, en primer término como un desarrollo propio de una economía capitalista madura. El análisis con base en la Hipótesis de la Fragilidad Financiera y la Financiarización, es aplicable a economías capitalistas maduras, pues en este tipo de economía se reúnen los requisitos de un sistema financiero amplio profundo y desarrollado en suficiencia; así como la tendencia al estancamiento en el sector real. Además, el presente marco teórico permite entender una economía donde la crisis es un fenómeno sistémico y, no un caso de excepción como resulta en las teorizaciones de los nuevos clásicos y nuevos keynesianos.

Segundo, ambas teorías, la Hipótesis de Fragilidad Financiera y la Financiarización, son complementarias, pues partiendo desde la perspectiva de la primera se brinda comprensión sobre el comportamiento de los agentes y como a la postre sus decisiones a nivel agregado afectan a la economía; mientras, la segunda brinda una perspectiva complementaria que incluye en el análisis sobre el desarrollo histórico de las economías capitalistas maduras, como lo es la estadounidense; además de las implicaciones entorno al sistema financiero y sus intereses. Y específicamente uno de los síntomas más recientes de la fragilidad financiera, el estancamiento de la economía que es fundamental en la explicación de la Financiarización.

Entonces el eje de relación y complementariedad entre estas dos estructuras teóricas es el **estancamiento** de la economía, por un lado como síntoma de la fragilidad financiera, desde una perspectiva de la Fragilidad Financiera, y por el lado de la Financiarización, principal incentivo a los cambios propios de tal fenómeno, resultado del proceso histórico de maduración de una economía capitalista. Lo cual se expresa en incremento de la deuda; elemento fundamental para el modelo neoliberal, donde tanto deuda como auge financiero procuran las

condiciones para mantener andando al sistema. Aquí, el pensamiento de Minsky se vuelve importante, ya que, explica las consecuencias de ampliar el crédito agregando inestabilidad financiera en la evolución del estancamiento.

Finalmente sobre la deuda, se resalta su condición necesaria para el desarrollo del fenómeno de la crisis actual; pues se emplea como fuente complementaria de ingreso por los hogares y de recursos por las empresas para invertir en el sector financiero. Fenómeno provocado y promovido por el estancamiento económico, donde todos los agentes ven su ingreso detenido en el tiempo, específicamente los salarios que se actualizan con la inflación pasada, formando un entorno de demanda agregada restringida, donde las inversiones en el sector real no pueden proveer de ganancias suficientes para ser una opción frente a las financieras, bases para la preponderancia del sector financiero por sobre del real.

CAPITULO II El Marco de Política Neoliberal

A continuación se presenta el marco de política en el que se formaliza la función de los *policymakers* durante la presente crisis; iniciando con la descripción de los fundamentos teóricos para la elaboración y aplicación de política económica en conformidad al Nuevo Consenso. Se exponen los principales conceptos que conforman el marco de política neoliberal, cuestión indispensable para comprender y contrastar la forma de desarrollar y aplicar la política económica en el entorno actual, en el sentido de los modelos teóricos de corte neoclásico y neokeynesiano, base de las medidas de política que rigen la economía de nuestros días; conceptos indispensables igualmente para la comparación. Concluyendo con la exposición de los principales fallos de esta perspectiva económica y, de algunas de las implicaciones económicas más importantes de su implementación.

El Nuevo Consenso

En primer término para comprender el marco de política en el cual se desarrollaron las condiciones que dan pie a la crisis actual, es necesario establecer las bases de los modelos teóricos en los cuales se fundamentan estos; para ello es necesario revisar un breve resumen de las principales bases teóricas de los modelos macroeconómico y de política monetaria, nuevo clásico y nuevo keynesiano, pilares teóricos de las acciones de los *policymakers*. Entonces, en palabras de Palley (2007); en el modelo de los nuevos clásicos de política monetaria, en el largo plazo, no tiene efectos sobre el desempleo, los salarios reales, la distribución del ingreso o el crecimiento; y su efecto se limita sobre la inflación. El modelo se basa en seis ecuaciones:

Curva de Phillips de corto plazo:

$$\pi = h(u - u^*) + \pi^e h < 0, h(0) = 0$$

Curva neoclásica de salarios:

$$w/p = w(u - u^*, k) + \pi^e w_1 > 0, w_2 > 0, w(0, k) > 0$$

Frontera de salarios-ganancias:

$$\Pi = \Pi(w/p, k)\Pi_1 < 0, \Pi_2 < 0$$

Tasa de crecimiento de corto plazo:

$$g = g^* + g(\Pi - \Pi^*, k - k^*)g_1 > 0, g_2 < 0, g(0,0) = 0$$

De donde se obtienen las sendas de equilibrio de crecimiento y ganancias; es decir, que en tal modelo la economía queda condenada a crecer de manera estable y dada por las condiciones reales, aunque tal estado de estabilidad no significa que se garantice una dinámica de acumulación *ad infinitum*, pues dentro de estas restricciones formadas por las ecuaciones de comportamiento del modelo no hay lugar para las crisis; ya que, al resolver el modelo se obtiene los valores de equilibrio estable que procuraran sendas de largo plazo con crecimiento estable, y donde el hecho de las crisis son tratadas como casos de perturbaciones exógenas de excepción. Finalmente, las ecuaciones son restricciones para el desarrollo de política monetaria, la cual se circunscribe al control de la inflación por medio de las variaciones de la tasa de interés nominal, herramienta de política, la cual de acuerdo al modelo influye en la únicamente en el corto plazo sobre la demanda nominal.

En cuanto al caso del modelo nuevo keynesiano, Palley (2007) explica, que existen efectos de largo plazo en el desempleo, salarios reales y la distribución del ingreso; pero no en el crecimiento. Para este caso existen dos diferencias esenciales, la especificación de la curva de Phillips y la de una curva del producto marginal de largo plazo del capital:

Curva de Phillips de corto plazo; no reconoce la existencia de una tasa natural de desempleo, existe un intercambio continuo entre desempleo e inflación:

$$\pi = h(u) + \lambda\pi^e h_1 < 0, 0 < \lambda < 1$$

El producto marginal de largo plazo del capital; que describe como las ganancias son afectadas negativamente por la inflación esperada, basada en Tobin, donde una mayor inflación induce cambios de portafolio de dinero a capital:

$$\Pi^* = f'(k^*) = f'(n + a + d, \pi^e)f_1 < 0, f_2 < 0$$

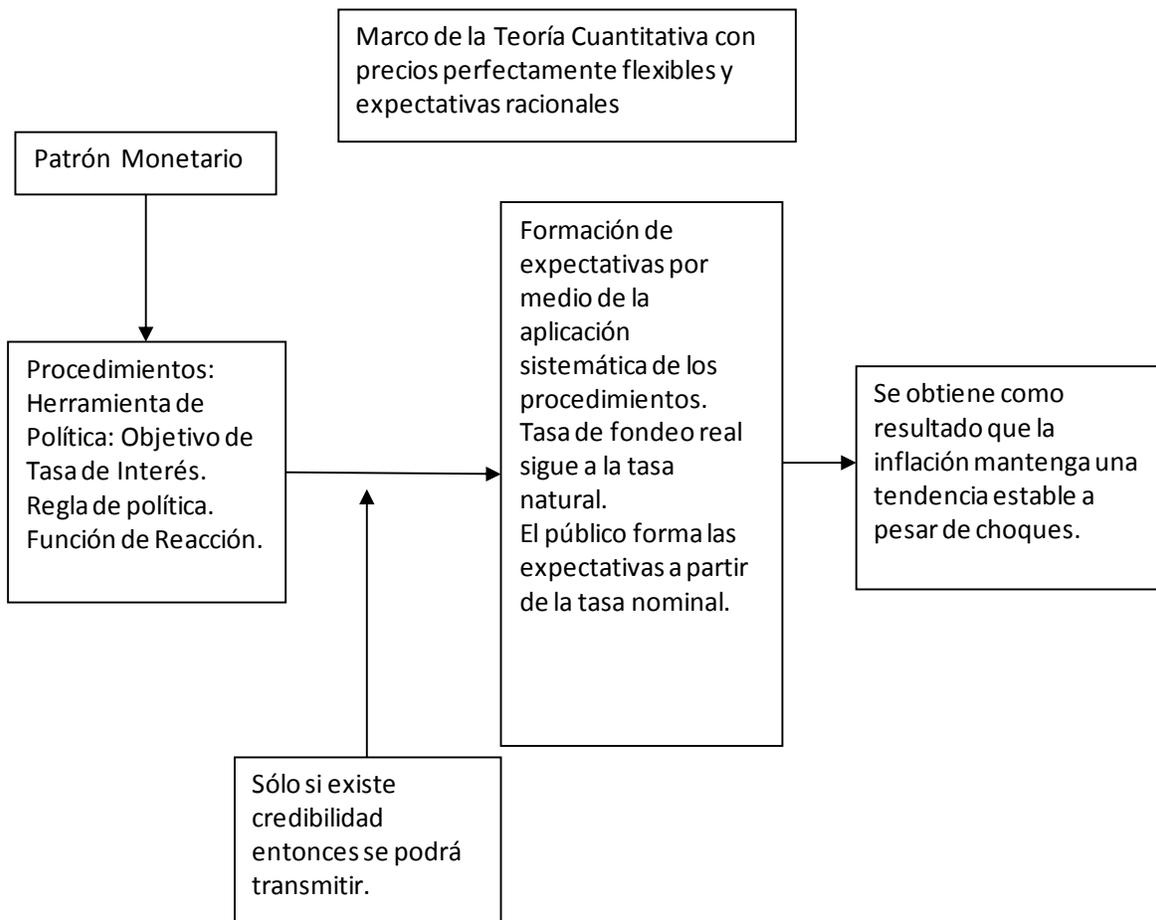
Para este marco la política monetaria repercute tanto en el largo plazo como el corto sobre la tasa de desempleo, el salario real, distribución del ingreso, y el ratio entre capital-trabajo; los cuales dependerán de la magnitud de las sustituciones de portafolio como respuesta a la inflación. Sin embargo, la política monetaria no puede afectar la tasa de crecimiento de largo plazo, y en el corto plazo el impacto en el salario real es negativo, por último, la política monetaria depende de la aversión de los hacedores de política respecto de la inflación y el desempleo.

De esta forma el nuevo consenso se puede condensar; en palabras de Rochon y Setterfield (2007), en una función de producción que determina el producto potencial (natural) y actúa como centro gravitacional; asimismo, las condiciones de oferta del modelo determinan la capacidad de la economía; el crecimiento de la fuerza de trabajo y la tasa de progreso tecnológico determinan el crecimiento en el largo plazo, expresado por la ecuación de crecimiento de Solow. De manera que el nuevo consenso macroeconómico tiene las siguientes proposiciones principales:

1. Una curva vertical de Phillips coincidente con el producto potencial (consistente con la NAIRU); no existe *trade-off* en el largo plazo entre inflación y desempleo.
2. La política monetaria (la política de tasa de interés) es neutral en el largo plazo, además esta no afecta variables reales, únicamente nominales (como la inflación).
3. Los cambios en la demanda agregada provocan desviaciones del producto potencial, en el corto plazo. Estas desviaciones pueden ser infligidas por tasa de interés diferentes de la natural, o por política fiscal. Tras un rezago la economía volverá a su senda de largo plazo.
4. Existen importantes efectos por expectativas sobre la inflación, es decir, las expectativas de inflación tienen efectos sobre el producto y el desempleo.
5. La tasa de interés es exógena y fijada por el Banco Central basado en una regla de política (regla de Taylor); implícitamente negando la curva LM. En este sentido la cantidad de dinero es endógena y se adapta a las necesidades de transacción. Mientras, el Banco Central fija la tasa nominal buscando una tasa real objetivo.
6. Adicionalmente a la tasa de interés exógena de corto plazo, las fuerzas de la productividad y la actividad económica determinan una tasa de interés natural, a la cual la economía se encontrará en pleno empleo.

Tales supuestos teóricos se traducen en lo que la Fed nombra como patrón monetario, base para formular e implementar la política monetaria, como se muestra en la Gráfica 3, con el diagrama de flujo de las relaciones que operan en el funcionamiento del patrón monetario:

Gráfica 3 Patrón Monetario



Elaboración propia.

Los Objetivos de Inflación

Una vez establecidas las bases teóricas en las que se enmarca el desarrollo del patrón monetario de la autoridad, hoy en día este se traduce en la política de los objetivos de inflación. Este conjunto de enunciados tiene una mayor relevancia dentro del contexto de la economía capitalista moderna de los EE.UU.; en palabras de Epstein (2002), la relación que existe entre la Financiarización, el Banco Central y los intereses del sector financiero está englobada precisamente por el marco de política de los blancos de inflación; el cual se trata de una serie de propuestas diseñadas para crear la estructura neoliberal en el Banco Central,

consistente con una economía de gobierno pequeño, industrias privatizadas, mercados financieros liberalizados y mercados laborales flexibles.

Tal propuesta de política del Banco Central incluye la adopción de la independencia de este; basada en la dicotomía clásica que en el largo plazo la política monetaria sólo afecta variables nominales, sostiene que reducirá la tasa de sacrificio relacionada con la política monetaria contraccionista; y por último, argumenta que la inflación debe mantenerse muy baja porque esta representa un gran costo económico. Epstein (2009) explica de acuerdo a este enfoque ortodoxo, la política monetaria se encauza a la estabilización del nivel de precios, más que en el crecimiento, bajo el supuesto que una vez alcanzada la estabilización, entonces el crecimiento económico, creación de empleo y la reducción de la pobreza serán consecuencias.

Epstein (2002), explica que los objetivos de inflación han sido ampliamente promovidos por el incremento en la Financiarización en la economía; ya que, en primer lugar existe preponderancia de los intereses rentistas y la independencia del Banco Central como formas de mantener baja la inflación, añejando de tal modo la influencia de las fuerzas democráticas en la fijación de la política del Banco Central. En segundo lugar, los objetivos de inflación son extensión de la liberalización de la cuenta de capital y financiera. Sin embargo, al final los principales efectos de la adopción de este marco de política han sido reducir la inflación e incrementar la proporción del ingreso que va hacia los rentistas.

Ahora, en términos de Epstein (2002), el marco de objetivos de inflación completo consiste en cinco componentes: 1) ausencia de anclas nominales, tales como tipos de cambio o el producto nominal; 2) el compromiso institucional con la estabilidad de precios; 3) la ausencia de preponderancia fiscal; 4) independencia de instrumentos de política y; 5) transparencia y rendición de cuentas respecto de la política. Pero estos componentes han promovido en realidad, con la independencia del Banco Central, la independencia de este respecto del gobierno, convirtiéndolo en subordinado de los mercados financieros y, con la elevación de la relevancia del control de la inflación como principal meta de la política monetaria se confirma el poder de los mercados financieros al momento de la elección de las metas.

Su funcionamiento, de acuerdo a Epstein (2009), en la práctica se concentra en la lucha contra la inflación con la virtual exclusión de cualquier otro objetivo de política. El objetivo primordial de las metas anunciadas por los bancos centrales suele ser "la estabilidad de precios", por lo general una tasa de inflación de un dígito bajo. Además, las metas de inflación generalmente se asocian con cambios en la ley a favor de aumentar la independencia del Banco Central; el compromiso

relativamente rígido a una tasa de inflación muy baja da lugar una política monetaria demasiado restrictiva, con tasas de interés reales excesivamente altas, crecimiento subóptimo del PIB y del empleo, así como tipo de cambio sobrevaluado. Alternativamente las principales ventajas formuladas por los defensores de metas de inflación son:

- 1) Reducir la tasa de inflación.
- 2) Mejorar la credibilidad de la política monetaria.
- 3) Reducir la tasa de sacrificio asociadas con la política monetaria contractiva.
- 4) Ayudar a atraer la inversión extranjera y fomentar la inversión nacional.

Pero en el entorno actual de mayor profundización de la Financiarización, con las condiciones anteriormente referidas sobre el marco de los objetivos de inflación, de acuerdo a Epstein (2002), se observa que la apreciación de los activos se vuelve cada vez más importante tanto para la industria como el sector financiero; ya que, Financiarización y Globalización han provocado una evolución donde la desregulación de los mercados financieros, las fusiones y adquisiciones, además del surgimiento de mercados líquidos y cada vez más especulativos, incrementan y profundizan las relaciones económicas empujando a que los intereses de las empresas industriales se igualen con los del sector financiero. De ahí la progresiva ganancia de poder del sector financiero y sus intereses sobre las decisiones de política, como lo ilustra claramente el caso del marco de política de los objetivos de inflación.

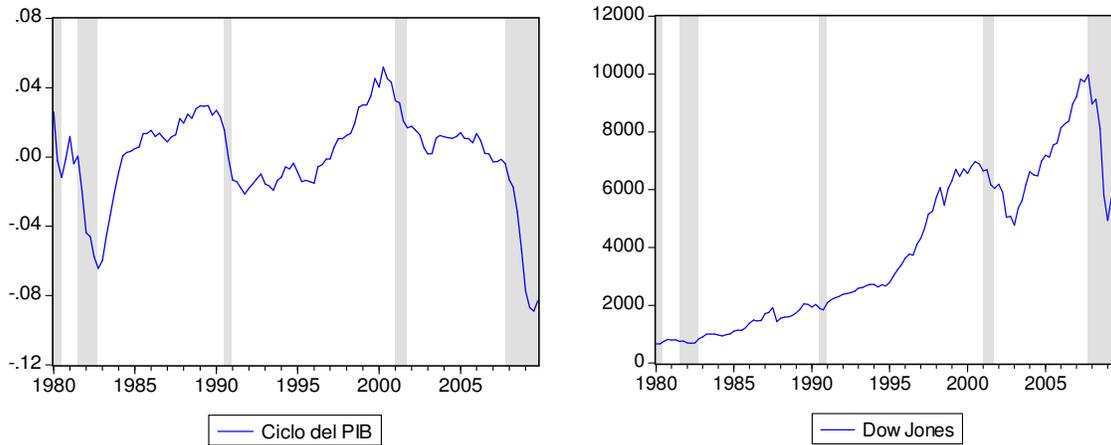
En los EE.UU. se ha traducido en un crecimiento dirigido por los rentistas, sin embargo, como la crisis ha demostrado, tal escenario no es sustentable en el largo plazo; ya que, como se observó en las recesiones de 2001 y 2007, las burbujas especulativas pueden inducir alzas en la actividad, aunque no de manera sostenible, además dichas burbujas han ido reduciendo su duración e incrementando los efectos negativos sobre la actividad económica, en tanto los problemas básicos de la economía real no se han resuelto.

Para ilustrar lo anterior el Gráfica 4 muestra del lado izquierdo el ciclo del producto¹ y del lado derecho el desarrollo del índice Dow Jones; en las cuales es fácil observar que conforme avanza el tiempo; es decir, mientras mayor fue el progreso de la Financiarización y la Globalización en la economía de los EE.UU., mayor fue el efecto de una burbuja especulativa sobre la actividad económica; por lo tanto, mientras el tamaño de la burbuja se incrementa, por la amplificación de la actividad especulativa financiera, más profundo será el efecto de esta en el producto. Dinámica que demuestra como el sector financiero tiene una lógica

¹ El ciclo del producto se obtuvo a partir de la gráfica de los errores de la regresión $PIB = \alpha PIB_{-1} + e$.

aparte del real, aunque este último es afectado profundamente por todos los cambios en las relaciones económicas y de poder, entre ambos.

Gráfica 4 Ciclo del producto e Índice Dow Jones.



Aclara Epstein la existencia de muchas contradicciones asociadas al crecimiento dominado por rentistas en EE.UU.; pero una muy relevante es la falta de expansión, la cual ha generado una peligrosa dependencia mundial en el crecimiento de las importaciones de EE.UU. para sostener la demanda mundial. Relación comercial, la cual genera igualmente gran interdependencia y cambios en los sectores productivos de las economías, que abastecen dichas importaciones y, la economía de los EE.UU.

Dependencia resultado de muchos otros factores, como las políticas neo-liberales de "crecimiento impulsado por las exportaciones", promovidas por el FMI y otros organismos supranacionales, entre los países en desarrollo. Otro factor es la política monetaria nacional excesivamente restrictiva, en parte por la preocupación directa respecto del nivel de "la inflación" y, por parte por las dificultades que parece introducir la expansión monetaria en la liberalización interna e internacional de los mercados financieros.

Fallas del Marco de Objetivos de Inflación.

En función de lo expuesto por Epstein (2002), quien resalta la importancia de la problemática por las deficiencias de este marco de política y su implicación para la economía en general. Es así que las brechas en la forma de hacer política dentro del marco neoclásico y neokeynesiano son:

Política monetaria de acuerdo al contexto: El empleo de estrictas reglas de política elimina por completo la capacidad de la autoridad para variar las metas y procedimientos, de acuerdo a las necesidades de la economía.

Política monetaria orientada a hacia la economía real: El enfoque excesivo en la inflación en condiciones de desempleo es costoso, por lo que, es necesario que se tomen en cuenta otras variables reales como la inversión.

Transparencia y rendición de cuentas: Aunque, en el enfoque de los objetivos de inflación tiene gran relevancia la transparencia y rendición de cuentas, esta se hace sobre las herramientas de política y los objetivos ya seleccionados con antelación, de manera que, esta transparencia y rendición de cuentas debe de extenderse hasta la determinación de objetivos por medio de métodos más democráticos, evitando de esta manera resultados donde una plutocracia imponga sus intereses por sobre los del resto de la economía.

Flexibilidad de política: Debido a la existencia de incertidumbre sobre la estructura de la economía nacional e internacional, es importante que la adhesión respecto alguna meta sea flexible. Ya que, aplicaciones rígidas de cualquier objetivo llevará sin duda a errores de política.

Instituciones de apoyo: Además de un Banco Central es necesaria la existencia de instituciones paralelas de apoyo; tales como fuertes instituciones hacendarias que permitan al gobierno la recolección eficiente de los impuestos, asimismo de instituciones públicas dedicadas al financiamiento, que permitan canalizar recursos a inversiones productivas.

Por último, es importante llamar la atención a las dificultades económicas que devienen de la aplicación de la austeridad fiscal, con base en Palley (2009a), en primer término la importancia del déficit presupuestario para combatir una recesión como la actual, donde el déficit aumentó en respuesta; mediante la combinación de reducción de los ingresos fiscales, el aumento del gasto del gobierno, incluyendo el plan de rescate del sector financiero, y el aumento de las transferencias (tales como seguro de desempleo) del gobierno a los hogares. Este aumento en el déficit impidió un colapso del sector financiero y permitió compensar la caída en el año, favoreciendo así mantener el empleo y los ingresos.

En segundo término, la importancia del déficit presupuestario para reducir el endeudamiento en la actual recesión, la cual trata de balances provocada por dos décadas de excesos financieros. Donde el sector privado está sobre-endeudado y ahora debe reducir el apalancamiento, que ha ampliado la caída de la demanda por causa del ahorro adicional necesario para pagar la deuda. Aquí el déficit presupuestario ocupa un papel toral para facilitar el proceso de des-

apalancamiento de modo que no produzca contracción económica masiva. En este caso, el sector privado debe encontrar un proveedor que le brinde el ahorro adicional. Una posibilidad es que el gobierno al incurrir en déficit presupuestario, permita el ahorro del sector privado hacia bonos del gobierno, fortaleciendo la riqueza financiera del sector. Pero sin efectos negativos sobre la demanda agregada debido a la compensación entre gasto deficitario y el ahorro privado.

Finalmente Palley (2009a), refiere que en la actualidad, la economía de EE.UU. se caracteriza por la escasez de demanda y exceso de capacidad, como se refleja en las bajas tasas de utilización de la capacidad y las altas tasas de desempleo. En este ambiente, donde los recursos productivos no utilizados son abundantes, el aumento del gasto público deficitario no causará inflación. Sin embargo, en el lado de la demanda hay varios factores favorables:

- Primero, un gran aumento en el ahorro de los hogares resultado de una combinación de ahorro por precaución, la creación de riqueza nueva, y un retorno a los patrones de largo plazo de ahorro. Este mayor ahorro ha incrementado la demanda de bonos, lo cual mantendrá las tasas de interés.
- Segundo, la Reserva Federal ha bajado la tasa de interés a corto plazo, eso ha provocado cambios de cartera hacia otros bonos con un rendimiento relativamente más atractivo, en comparación con los fondos del mercado de dinero y depósitos bancarios. Esto mantendrá las tasas hacia abajo.
- En tercer lugar, la Reserva Federal ha señalado que espera que las tasas de interés a corto plazo sigan siendo bajas durante un largo período; esto aumentará la demanda de bonos.
- En cuarto lugar, la Reserva Federal ha sido un gran comprador de bonos como parte de su "flexibilización cuantitativa" de la política monetaria. Dada la ausencia de una amenaza de inflación debido a la existencia de un exceso de capacidad, la Reserva Federal tiene espacio para continuar desarrollando política.

Conclusiones.

La primera de las conclusiones de este capítulo respecto del marco de política que da pie al contexto actual es que el modelo neo-clásico resulta muy limitado por sus determinantes teóricos, pues la política monetaria en el largo plazo no tiene efectos sobre el desempleo, los salarios reales, la distribución del ingreso o el

crecimiento; por lo cual su efecto se limita a la inflación, mientras en el modelo neo-keynesiano existen efectos de largo plazo en el desempleo, salarios reales y la distribución del ingreso; pero no en el crecimiento.

En cuanto a los objetivos de inflación se concluye que su funcionamiento, en la práctica se concentra en la lucha contra la inflación excluyendo cualquier otro objetivo de política del Banco Central. El objetivo primordial de las metas anunciadas por los bancos centrales es "la estabilidad de precios", además, las metas de inflación generalmente se relacionan con cambios en la ley que aumentan la independencia del Banco Central; este compromiso relativamente rígido a una tasa de inflación muy baja da lugar a que la política monetaria sea demasiado restrictiva, con tasas de interés real excesivamente altas, crecimiento subóptimo del PIB y el empleo, así como tipo de cambio sobrevaluado.

Simultáneamente en el entorno actual de profundización de la Financiarización en la economía, se observa que la apreciación de los activos se vuelve cada vez más importante tanto para la industria como el sector financiero, llevando a que los intereses de las empresas industriales se igualaran con los del sector financiero. De ahí la progresiva ganancia en poder del sector financiero y sus intereses sobre las decisiones de política. Situación que se ha traducido en un crecimiento dirigido por los rentistas, sin embargo, como la crisis actual ha demostrado, como tal condición no es sustentable en el largo plazo.

Por último, en lo que respecta a las deficiencias de los objetivos de inflación, se observó la necesidad de una política monetaria de acuerdo al contexto económico, política monetaria orientada a hacia la economía real; transparencia y rendición de cuentas para una elección más democrática de los objetivos y herramientas de política; flexibilidad de política que evite errores e Instituciones de apoyo. Así como las dificultades económicas que devienen de la aplicación de la austeridad fiscal, en primer término la importancia del déficit presupuestario para combatir una recesión como la actual y, segundo la importancia del déficit presupuestario para reducir el endeudamiento. Además, en la actualidad una economía como la de EE.UU. se caracteriza por la escasez de demanda y el exceso de capacidad, como se refleja en las bajas tasas de utilización de la capacidad y las altas tasas de desempleo. En este ambiente, donde los recursos productivos no utilizados son abundantes, el aumento del gasto público deficitario financiado no causará inflación.

CAPÍTULO III ANÁLISIS EMPÍRICO

Introducción

En este capítulo se presenta el análisis de variables macroeconómicas relevantes que muestran el comportamiento de la economía de los EE.UU. para el periodo de 1980 a 2009, las cuales observan un comportamiento que revela las consideraciones teóricas referidas en el capítulo anterior; se emplea tal periodo porque es el periodo de tiempo donde se advierte la preponderancia del modelo neoliberal resaltado por Palley (2009a). El análisis se inicia con la expresión de la fragilidad financiera, por medio de la obtención de indicadores en base a las categorías de fragilidad financiera en Foley (2001); complementado por la exposición de las señales macroeconómicas del proceso de fragilidad financiera, a través del estudio del desenvolvimiento de las principales variables macroeconómicas pertinentes.

Para continuar con la exposición del estudio sobre la Financiarización; el cual incluye la presentación de los apartados que desarrollan el proceso de estancamiento de la economía de los EE.UU.; los efectos redistributivos en el ingreso y de concentración de la riqueza, los cambios en la política económica referidos en la globalización, la reducción de tamaño del gobierno, la flexibilidad laboral y el abandono de las políticas de pleno empleo; para concluir con el impacto de la Financiarización. Todo lo anterior por medio de la aplicación de análisis de series de tiempo a variables macroeconómicas, en niveles así como con transformaciones de algunas de estas series para facilitar su estudio y la exposición.

Fragilidad Financiera

Para exponer la Fragilidad Financiera en primer lugar presentaré la formulación de indicadores en base a las categorías y condiciones referidas en el Modelo de Fragilidad Financiera para países en desarrollo de Foley (2001). El cual propone relaciones entre las tasas de beneficio r , interés i y de acumulación g ; con las cuales es posible describir un momento Minsky, en términos de las finanzas de una empresa, como:

$g = I/A$.- Inversión / Activos (Tasa de crecimiento de los activos).

$r = R/A$.- Ingreso / Activos (Tasa de beneficio).

$i = V/B$.- Pago de deuda/ Deuda Total (Tasa de interés).

$\phi = B/A$.- Proporción de deuda a Activos. Para que la firma sea solvente debe ser menor que 1.

Foley (2001) explica que hay tres diferentes posibilidades dentro de los regímenes financieros de Minsky, los cuales presentan diferentes características en la relación entre las tasas que definen la estructura de financiamiento, como aparece más a continuación:

Finanzas cubiertas: cuando $r > g > i$ y $\phi(t) \rightarrow \Phi^* < 0$, además cuando $r > i > g$ y $\Phi_0 > 1 > \Phi^*$, $\phi(t) \rightarrow -\infty$.

Finanzas especulativas: cuando $r > i$ existe un gran incentivo a la inversión incrementando g . Por lo tanto, si $g > r > i$, $\phi(t) \rightarrow \Phi^* < 1$.

Finanzas Ponzi: cuando $g > i > r$ y $\phi(t) \rightarrow \Phi^* > 1$.

A partir de un análisis contable del estado de las entidades económicas, con base a los indicadores de las tasas g , r , i y ϕ para la economía de los EE.UU. y, caracterizar la condición de fragilidad financiera, es posible explicar en primer lugar la liquidez; por la relación existente entre las tasas r , g , e i , mientras la solvencia económica se expresa en el valor de ϕ .

El análisis contable se aplica a la economía de los EE.UU., bajo el supuesto que la capacidad de endeudamiento externo no presenta una limitante como en el caso de una nación en desarrollo, como la expuesta por Foley (2001); ya que, para la economía estadounidense, cuya moneda es divisa de uso internacional y su deuda mantiene demanda permanente, por ser fuente de seguridad y estabilidad, entonces el dilema de la fragilidad financiera se reserva a factores internos irruptores, los cuales provoquen el desfase del pago de los compromisos financieros entre los agentes. Tal como podrían ser cambios bruscos de la tasa de interés por parte de la autoridad monetaria o quiebra de algún agente financiero grande, como ocurriera a finales de 2007.

Así que la aplicación de las tasas analizadas por Duncan Foley, permiten conocer las condiciones de fragilidad financiera dentro de los esquemas de financiamiento en la economía estadounidense, considerando una economía abstrayendo al sector externo y el gobierno, con el fin de medir la fragilidad de los hogares y empresas. De tal forma las variables empleadas fueron:

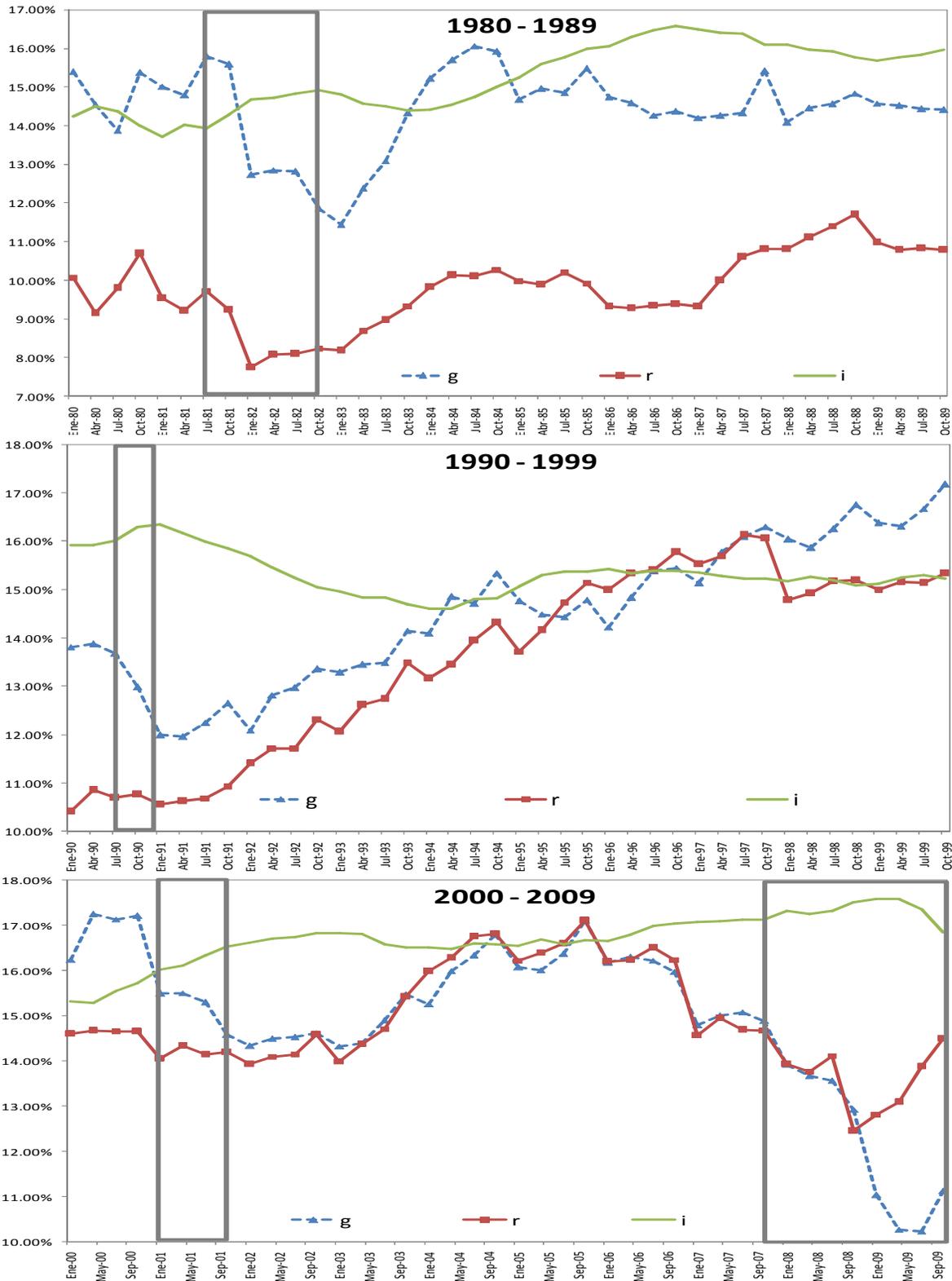
- g = Tasa de crecimiento de los activos. Resultado del cociente de la inversión bruta doméstica (Gross Private Domestic Investment) entre el costo corriente neto del stock de activos fijos no residenciales (*Current-Cost*

Net Capital Stock of Private Nonresidential Fixed Assets) trimestrales sin incluir al sector gobierno. Ambas series en miles de millones de dólares corrientes, la primera del FRED de la Fed de St. Louis, en www.stlouisfed.org y, la segunda del Bureau of Economic Analysis (BEA) en www.bea.gov.

- r = Tasa de beneficio. Resultado del cociente del producto interno bruto descontado el sector gobierno, contra el costo corriente neto del stock de activos fijos no residenciales (*Current-Cost Net Capital Stock of Private Nonresidential Fixed Assets*). Multiplicados posteriormente por la suma de beneficios corporativos menos el consumo de capital fijo (*Consumption of Fixed Capital*) como porcentaje del producto interno bruto trimestrales sin incluir al sector gobierno. Todas las series en miles de millones de dólares corrientes, la primera obtenida del FRED de la Fed de St. Louis, en www.stlouisfed.org, la segunda del Bureau of Economic Analysis (BEA) en www.bea.gov y las últimas de la Fed de St. Louis igualmente.
- i = Tasa de interés. Obtenido como las obligaciones financieras de los hogares como porcentaje del ingreso disponible. Serie trimestral obtenida del FRED de la Fed de St. Louis en www.stlouisfed.org.
- Φ = Solvencia. Obtenida como el cociente de la deuda total de crédito de los hogares (*Household Sector: Liabilities: Household Credit Market Debt Outstanding*) entre el costo corriente neto del stock de activos fijos no residenciales (*Current-Cost Net Capital Stock of Private Nonresidential Fixed Assets*). Ambas series en miles de millones de dólares corrientes, la primera obtenida del FRED de la Fed de St. Louis, en www.stlouisfed.org, la segunda del Bureau of Economic Analysis (BEA) en www.bea.gov.

A continuación se presenta la evolución de estas tasas, mediante una exposición en partes para simplificar la explicación de lo acontecido en cada década de los años ochentas al 2009, pues en los años ochentas aún persistían condiciones previas a las del modelo neoliberal que se aplicó a plenitud a partir de los años noventa. Iniciando con la Gráfica 5, que muestra los indicadores de fragilidad financiera:

Gráfica 5 Indicadores de Fragilidad Financiera. Por década de 1980-2009 valores porcentuales.



Elaboración propia con datos de Fed de St. Louis y National Bureau of Economic Research.

La Gráfica 5 demuestra de forma general las siguientes tendencias:

1. Durante los años ochentas, se observan regímenes de financiamiento Ponzi; donde la economía acumulaba activos por sobre la tasa de beneficio y, la tasa de interés estaba por encima de la tasa de acumulación y beneficio en prácticamente toda la década.
2. A partir de la crisis de 1990-1991 en adelante, la estructura financiera en la economía mejoró hasta llegar a presentar finanzas cubiertas en los años posteriores a 1996 hasta el año 2000, en la década de los años noventas se observó una recuperación sostenida de la economía estadounidense con tasa de beneficio y de acumulación crecientes mientras la de interés se reducía y permanecía prácticamente constante desde el año de 1994; de manera que el sistema percibía ganancias crecientes con inversión en activos reales, proceso incentivado por la recuperación resultado del periodo de expansión consecuencia de la revolución en las comunicaciones de dicha década.
3. Finalmente en la primera década de los dos mil se observan esquemas financieros Ponzi en la gran mayoría de los años, con excepción de dos periodos en 2004 y 2005 donde hubo finanzas cubiertas, además resaltan las fluctuaciones de las tasas de acumulación y beneficio, las cuales inician en 2002 un recuperación que culmina en 2005, posteriormente desde 2006 inicia la caída de ambas tasas hasta su mínimo en 2009 durante la crisis, no obstante la tasa de interés se mantuvo prácticamente constante durante todo el periodo.

Se puede afirmar que durante los años ochentas la economía americana todavía presentaba crisis por fragilidad financiera en el sentido Minsky, por el debilitamiento de las hojas de balance debido a variaciones en la inversión real, dentro de un contexto de alza de la tasa de interés, al mismo tiempo el comportamiento ilustrado por los indicadores da las premisas del cambio de preponderancia en la economía del sector financiero como fuente de ganancias; esto se expresa en el alza constante de la tasa de interés, el estancamiento de la tasa de acumulación de activos y el alza de la tasa de beneficio, inexplicable desde el sector real estancado, pero con alza de costos en el financiamiento.

Asimismo, se percibe claramente el efecto de reactivación económica real que procuró la revolución de las comunicaciones de los años noventas, pues la tasa de beneficio creció simultáneamente con la de acumulación; es decir, la economía se encontraba en un contexto de crecimiento promovido por el sector real y beneficios crecientes; sin embargo, se presenta a finales de 1998 una caída de la tasa de beneficio mientras la acumulación se mantuvo creciente, dando así condiciones de finanzas especulativas pues la tasa de interés se mantuvo

constante hasta la crisis de 2001 donde la tasa de interés crece y caen las tasa de acumulación y beneficio, dejando a la economía en finanzas Ponzi.

Finalmente en la primera década de los años dos mil se ve que la economía inicia un proceso de recuperación desde el año 2003 hasta el 2006, aunque la economía no logra llegar a tener un crecimiento activo como la década de los años noventas, para caer en nivel de actividad desde 2006 hasta el fondo de 2009 en medio de la crisis; sin embargo, se ve que al tasa de interés no baja en general dando de esta forma un contexto donde la mayoría de la riqueza se dirigirá al sector financiero representado por la tasa de interés mientras el sector real, representado por la tasa de acumulación sufre la caída más profunda en las tres décadas de estudio, deja de ser objetivo de nuevas inversiones, deteniendo igualmente el crecimiento de la tasa de beneficio.

Continuando con los resultados, el Cuadro 1, resume los valores de los indicadores, tanto de liquidez como de solvencia:

Cuadro 1 Indicadores de Fragilidad Financiera Tasas Promedio por Periodo.

Trimestre	Tasas Promedio			
	r	g	i	Φ
1980-01 a 1980-03	9.67	14.60	14.37	0.41
1980-04 a 1981-02	9.82	15.06	13.92	0.40
1981-03 a 1982-04	8.52	13.60	14.56	0.38
1983-01 a 1990-02	10.11	14.46	15.64	0.47
1990-03 a 1991-01	10.66	12.88	16.21	0.56
1991-02 a 2000-04	14.03	14.93	15.25	0.60
2001-01 a 2001-04	14.18	15.22	16.25	0.68
2002-01 a 2007-03	15.51	15.50	16.74	0.81
2007-04 a 2009-04	13.69	12.40	17.33	0.88

Elaboración propia con datos de Fed de St. Louis y National Boreau of Economic Reserch.

El Cuadro 1 muestra como las recesiones de los años ochentas se caracterizaron por regímenes financieros del tipo Ponzi, donde las tasa de acumulación e interés superaron a la tasa de beneficio, no obstante existían condiciones de solvencia amplias, con el indicador ubicado alrededor del 0.40; es decir, que el valor total de la deuda significaba aproximadamente el 40 % del total de activos, por lo tanto, se tenía un nivel de activos suficiente para frenar la crisis y reactivar la economía más rápidamente. Lo cual implica una economía productiva para estos años en condiciones fuertes para hacer frente a una posible recesión. Durante el periodo de expansión del año de 1983 a 1990, resalta el régimen financiero Ponzi que perduró, igualmente prevaleció una alza marcada del indicador de solvencia, el

cual llegó hasta 0.47, tal acontecimiento significa que la economía se mantuvo creciendo pero incrementando el total de la deuda sin una acumulación de activos equivalente, de manera que la fragilidad era creciente.

Para 1990-1991, la recesión produjo una reducción en la acumulación sólo equiparable con la ocurrida en el año 2007; sin embargo, se presenta el crecimiento del resto de los indicadores; es decir, la crisis ocurre en un contexto de estancamiento en la acumulación y el beneficio, pero alza en el servicio y valor de la deuda total respecto del valor de los activos, con alza igual de la tasa de beneficio, situación contradictoria, al menos que se remarque el hecho creciente de la Financiarización de la economía; razón por la cual es posible observar las condiciones de alza en beneficios y tasa de interés, con baja en la acumulación y baja en la solvencia; es decir, los agentes están invirtiendo en activos diferentes a bienes de capital, relacionados directamente con la tasa de interés, y financiándose crecientemente por medio de deuda.

Los años de expansión de 1991 a 2007 tienen características en términos de liquidez de finanzas especulativas en promedio, donde la tasa de interés sobrepasa a la tasa de acumulación y a la de beneficio; sin embargo, es importante resaltar que la tasa de acumulación sólo recupera niveles similares a los ochentas. En términos de solvencia el valor del indicador creció del 0.60 llegando hasta 0.81, es decir el valor de la deuda llegó a representar el 81% del valor de los activos; por lo que, se deduce que el financiamiento por medio de deuda en este periodo fue mayor al de los años ochentas; lo cual reafirma el avance de la Financiarización en la economía desde inicios de la década de los noventas hasta el año 2007, donde el socavo de la estructura financiera se expresó en una crisis más profundas, dada la condición de la economía con insuficientes activos para frenar la caída y reiniciar el ascenso.

Todo lo anterior ilustra el proceso de fragilidad financiera en términos de Minsky, tanto en el caso de las familias y empresas; dado que, durante varios periodos de crecimiento económico los agentes ampliaron su consumo por medio de financiamiento cada vez mayor, pues su ingreso permaneció estancado, procurando en el tiempo una posición financiera con creciente exposición.

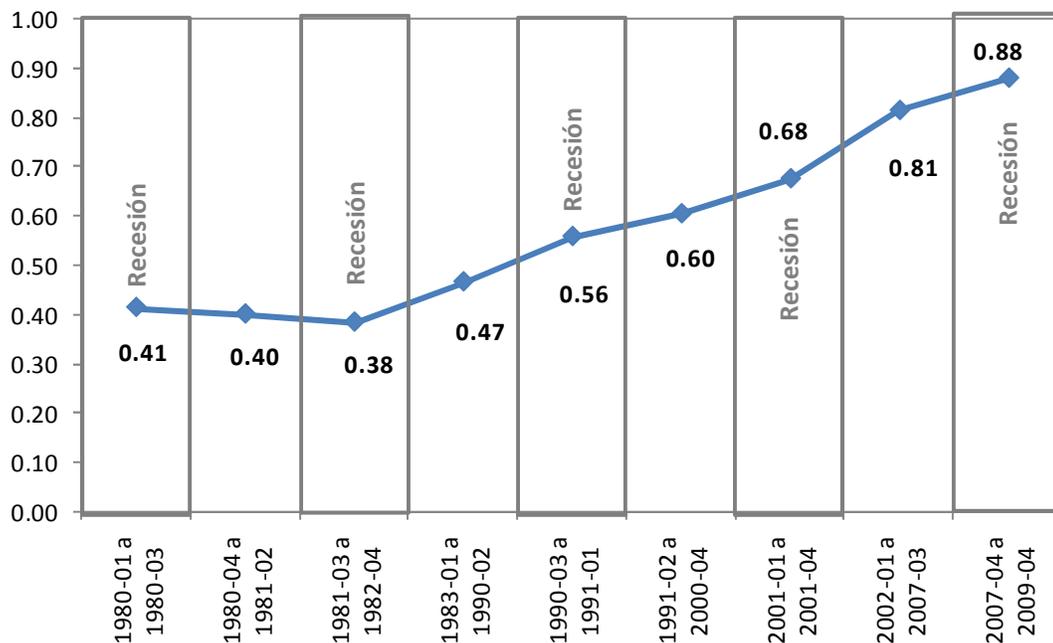
Respecto de la recesión de 2001 es preciso resaltar el alza de todas las tasas; sin embargo, la tasa de interés sobrepasa el incremento en la tasa de beneficio y la de acumulación, adicionalmente el indicador de solvencia continuó empeorando, se pudo deducir entonces que la caída se redujo gracias a la tasa de acumulación que se había recuperado desde los años noventas. Recuperación de la inversión derivada de la revolución de las comunicaciones de los años noventas, la cual

provocó un cambio en la economía real impulsando la inversión y respaldando la actividad económica real.

Mientras, en la crisis de finales de 2007 hay una marcada reducción en la tasa de acumulación y beneficio aunadas a la alza en la tasa de interés, y acompañados de la reducción en la solvencia; es decir, la dinámica de acumulación disminuyó ampliamente con costos de financiamiento y monto total de deuda creciente, todo lo cual delimita las condiciones para una crisis más profunda; ya que, no hay circunstancias de liquidez para hacer frente a la deuda al tiempo que la solvencia del sistema se puso en peligro; en términos de una empresa la economía llegó a estar en peligro de quiebra por su falta de liquidez en el corto plazo y la reducción de la solvencia en el largo plazo.

Finalmente en el Gráfico 6, se observa el comportamiento promedio por periodos de recesión del indicador de solvencia, en esta lámina es posible apreciar de manera clara durante todo el periodo de estudio la tendencia creciente que presentó el indicador, la cual se inicia tras la recesión de 1981-1982, y se acentúa tras la recesión de 2001 donde llega al valor de 0.81 hasta el máximo de 0.88 en la recesión de 2007.

Gráfico 6 Indicador de Solvencia Promedio por Periodo.



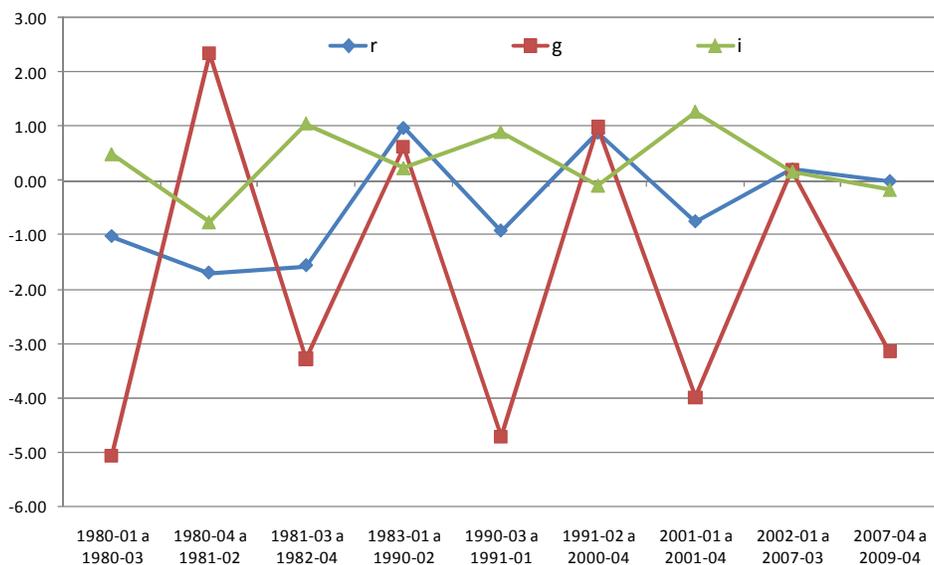
Elaboración propia con datos de Bureau of Economic Analysis.

Ahora, el escenario descrito se agrava en el contexto de Financiarización y estancamiento de la economía; ya que, el empeoramiento de las condiciones reales estimuló el consumo de bienes importados, amplió la deuda por el incentivo

que significaron la baja de las tasa de interés y el incremento de créditos como compensación del ingreso estancado de las familias; mientras las empresas se voltearon hacia el sector financiero enviando grandes flujos de ingreso y ahorro, además de apalancarse en la búsqueda de ganancias capital por inflación de precios de activos financieros; de modo tal, que la economía cesó de acumular riqueza real para acumular activos financieros.

Con tal dinámica la economía continuó alejándose de posiciones financieras cubiertas e incrementando la interdependencia por medio de las relaciones financieras, dejando el origen real de la debilidad sin resolver, ampliando el proceso de fragilidad y creando interconexiones entre una mayor proporción de los agentes. A continuación la Gráfica 7 muestra el comportamiento de las tasas de crecimiento promedio de los indicadores de liquidez:

Gráfica 7 Indicadores de Fragilidad Financiera Tasas de Crecimiento Promedio por Periodo.



Elaboración propia con datos de Fed de St. Louis y National Bureau of Economic Research.

En la Gráfica 7 se revelan las siguientes consistencias en el comportamiento de las variables durante el periodo de estudio:

- 1) La tasa de interés posee las menores variaciones y su comportamiento no parece tener una fuerte correlación con las variaciones de la tasa de acumulación, por lo cual, se afirma que en realidad la tasa de interés ha tenido una pérdida de asociación con la inversión productiva.
- 2) A pesar de la disociación de las tasas de acumulación y beneficios, dichas variables presentan perturbaciones procíclicas.

- 3) Posterior a la recesión de 2001, la tasa de interés muestra una tendencia a la baja, mientras la tasa de beneficio tuvo una recuperación leve y la tasa de acumulación mostró el cambio más grande, pues mantuvo su comportamiento procíclico; esto quiere decir que el beneficio apenas sufrió cambios a pesar de una mayor inversión con menores tasas de interés, muestra una vez más del estancamiento económico.

El Cuadro 2 muestra los valores numéricos de las tasas de crecimiento promedio por periodo de todos los indicadores:

Cuadro 2 Indicadores de Fragilidad Financiera Tasas de Crecimiento Promedio por Periodo.

Trimestre	Tasas de Crecimiento Promedio			
	r	g	i	Φ
1980-01 a 1980-03	-1.02	-5.06	0.48	3.59
1980-04 a 1981-02	-1.70	2.33	-0.77	-2.54
1981-03 a 1982-04	-1.56	-3.28	1.04	1.73
1983-01 a 1990-02	0.98	0.61	0.22	1.54
1990-03 a 1991-01	-0.92	-4.71	0.89	1.82
1991-02 a 2000-04	0.88	0.97	-0.10	0.12
2001-01 a 2001-04	-0.75	-3.98	1.26	0.44
2002-01 a 2007-03	0.21	0.19	0.16	0.26
2007-04 a 2009-04	-0.01	-3.15	-0.18	2.94

Elaboración propia con datos de Fed de St. Louis y National Bureau of Economic Reserch.

El cuadro hace evidente que:

- La solvencia tiene tasas positivas prácticamente en todo el periodo, el indicador de solvencia se aproximó cada vez más a la unidad, por lo tanto la solvencia del sistema fue bajado consistentemente a través de todo el periodo de análisis.
- La tasa de acumulación posee un comportamiento totalmente procíclico, como era de esperarse; sin embargo, las variaciones a la baja fueron consistente más altas que las positivas en los periodos de recuperación; además los valores en periodos de crecimiento posteriores a la recuperación de 1980-1981 son menores todos a uno, lo cual revela una acumulación con la tendencia al estancamiento dada la baja continua en el dinamismo.
- La tasa de interés muestra ser prácticamente constante; ya que, las variaciones son muy pequeñas en todo el periodo de estudio, confirmando la idea del modelo ocupado por mantener los niveles de ganancia del sector financiero más que procurando condiciones de pleno empleo.

- Finalmente es importante apuntar en cuanto a la tasa de beneficio, que esta tiene un comportamiento procíclico prácticamente en todo el periodo, con excepción de los valores presentados en 1980-1981 y 2007-2009, donde la expansión de 1980-1981 no tuvo crecimiento en los beneficios, no obstante la acumulación se reactivó y amplió la solvencia del sistema. Mientras el segundo periodo, de 2007 – 2009, observa estancamiento en la tasa de beneficio en un contexto donde se reduce la acumulación y baja la solvencia del sistema, de manera muy marcada.

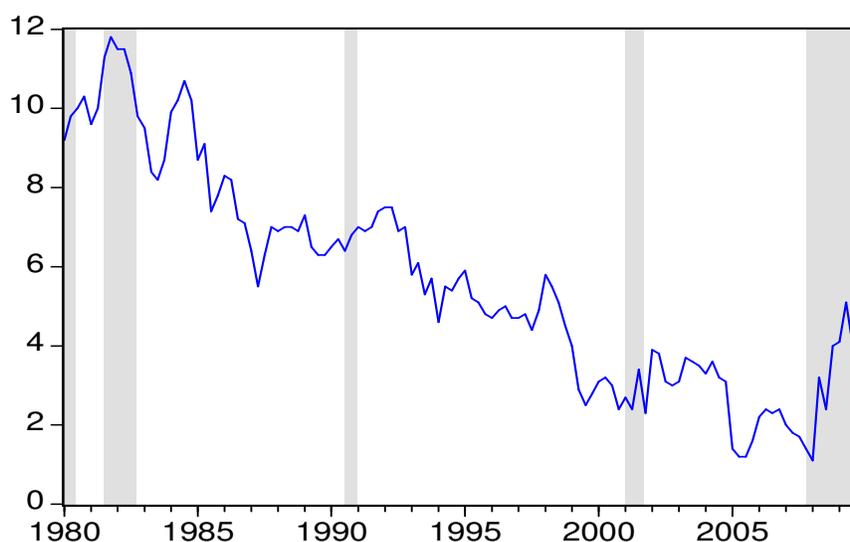
Del análisis anterior se puede entender que la economía de los EE.UU. ha presentado características de un momento Minsky durante los periodos de recesión, aunque esto no se limita a los indicadores de liquidez en el corto plazo, pues la solvencia, en el largo plazo, ha decrecido consistentemente, exponiendo a la actual crisis como resultado del empeoramiento de las condiciones reales de producción, expresadas en el estancamiento de la tasa de acumulación y el incremento del valor relativo del total de la deuda respecto del total de activos en la economía.

Señales macroeconómicas de Fragilidad Financiera

Al momento se ha mostrado la expresión de las condiciones de la crisis referidas al marco de la Hipótesis de Fragilidad Financiera; en seguida se analizan los hechos explicados por la Financiarización, donde la aplicación de las políticas neoliberales y la introducción de EE.UU. a la economía global, explicada por Palley (2009a), en una economía abierta caracterizada por una hemorragia en el sector externo, agentes en condiciones empeoradas por el estancamiento del ingreso y una demanda agregada restringida, provocando la reducción de la actividad económica, provocando el flujo de inversión hacia el sector financiero, el cual provee de ganancias mayores y más rápidas, protegido por las políticas de estabilidad de precios, donde los acreedores son los más importantes aún cuando la economía en su mayoría se endeuda más y más.

A continuación se exponen variables relevantes para el componente de la crisis explicado en términos de la Fragilidad Financiera en el entorno Globalizado y de Financiarización, estas series fueron tratadas para obtener el ciclo, tasa de crecimiento y aceleración, además de la variable en niveles sin transformaciones en algunos casos, de acuerdo a las necesidades de la exposición. La primera es la tasa de ahorro personal:

Gráfica 8 Tasa de Ahorro Personal. (Porcentaje)



Fuente: Elaboración propia con datos de Fed de St. Louis.

En la Gráfica 8, las zonas sombreadas corresponden a recesiones de acuerdo al National Bureau of Economic Reserch (NBER), se observa al ahorro dibujar una tendencia decreciente que se detiene en cada periodo recesivo, situación lógica; ya que, es en estos periodos donde los agentes se ven obligados a incrementar su ahorro para el pago de las deudas obtenidas en la expansión previa, condición resultado las expectativas positivas que difunden la reducción de los colchones de seguridad y así el ahorro.

Esta variable es obligatoria en la explicación de la fragilidad financiera, por su valor en el evolución de las hojas de balance dentro de la economía, en términos agregados es posible observar que durante todo el periodo los agentes fueron reduciendo su tasa de ahorro de un máximo de 11.8% hasta un mínimo de 1.1%; de tal manera se puede concebir que el ingreso fue empleado en mayor proporción para consumo, ya sea porque los ingresos corrientes cada vez fueron menores en términos relativos frente a los gastos corrientes; no existe un mayor consumo pero el ingreso no crece en igual proporción que los precios de los consumos o los ingresos se estancaron frente a gastos en consumo crecientes; dinámica la cual lleva a la fragilidad financiera. Tendencia que respalda la fragilidad financiera en el entorno macroeconómico neoliberal y de Financiarización.

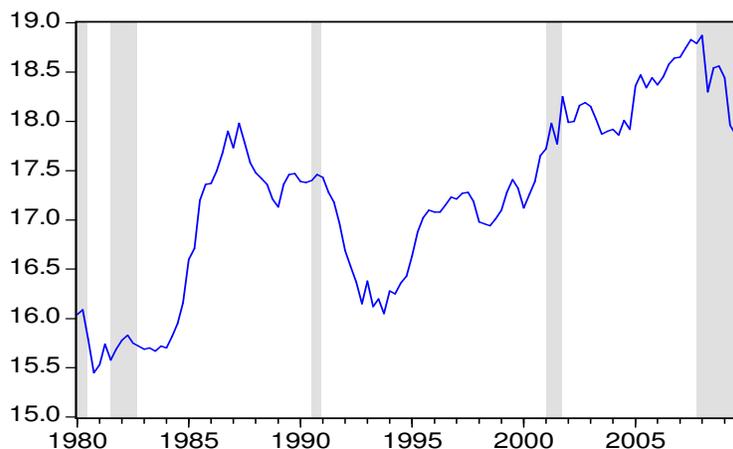
Se demuestra así una de las dinámicas dentro de la fragilidad financiera, la reducción del ingreso y, por lo tanto, de la liquidez de la unidad económica. Pues en el periodo neoliberal las familias han visto reducido su ingreso al estancarse frente a precios que varían en mayor proporción que los ingresos. Este

comportamiento explica la creciente necesidad de financiamiento por parte de las familias, todo lo cual les empuja a colocarse en posiciones financieras más riesgosas y las deja a merced de los cambios en las tasa de interés, dado que las variaciones de esta modificaran el costo del financiamiento y, por ende su capacidad de adquirirlo.

Un indicador más para demostrar el desarrollo de la fragilidad de las hojas de balance en la economía, se aprecia en la conducta del pago de obligaciones financieras de los hogares como parte del ingreso disponible; indicador macroeconómico que refleja la proporción del total de las obligaciones financieras de los hogares respecto del ingreso disponible, a continuación se ilustra en la

Gráfica 9:

Gráfica 9 Obligaciones Financieras de los Hogares como Proporción del Ingreso Disponible.



Fuente: Elaboración propia con datos de Fed de St. Louis.

La

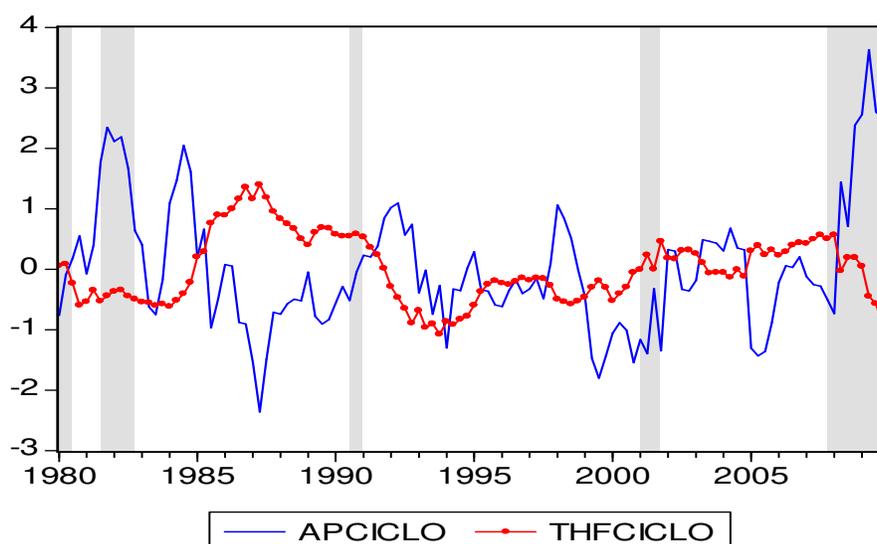
Gráfica 9 es la imagen antagónica de la previa, donde se puede observar como las obligaciones financieras de los agentes pasaron de representar un mínimo de 15.45% a un máximo de 18.87%, la dinámica general de la variable es ascendente, es decir, que los agentes han incrementado su gasto, como la

Gráfica 9 muestra este gasto ascendente es financiado por medio de crédito emitido por el sector financiero, entonces se reafirma la tendencia a la fragilidad financiera con un gasto creciente y endeudamiento a la alza, como lo exponía el Gráfica 8, con la tendencia a la baja en el ahorro.

La dinámica de las obligaciones reafirma el comportamiento de los agentes quienes responden a cada recesión con un aumento en el ahorro para el pago de deuda; afirmación evidente en la

Gráfica 9, donde el periodo tras cada recesión corresponde con la reducción en las obligaciones y aumentos en el ahorro, como se observó en la Gráfica 8. La baja en obligaciones financieras de los hogares es también consecuencia del ahorro forzado por las condiciones de endeudamiento reducto de la fase de expansión; donde acumularon deuda por las condiciones de créditos fáciles, tasas de interés bajas y la necesidad de compensar la baja real en el ingreso con financiamiento al consumo, tanto de bienes durables como no durables. Ahora en la Gráfica 10 se presentan los ciclos de ambas variables:

Gráfica 10 Ciclo de las Obligaciones Financieras de los Hogares como Proporción del Ingreso Disponible y el Ahorro Privado.



Nota: APCICLO: Variable del ciclo de la tasa de ahorro personal,
 THFCICLO: Ciclo de las Obligaciones Financieras de los Hogares como Proporción del Ingreso Disponible
 Fuente: Elaboración propia con datos de Fed de St. Louis.

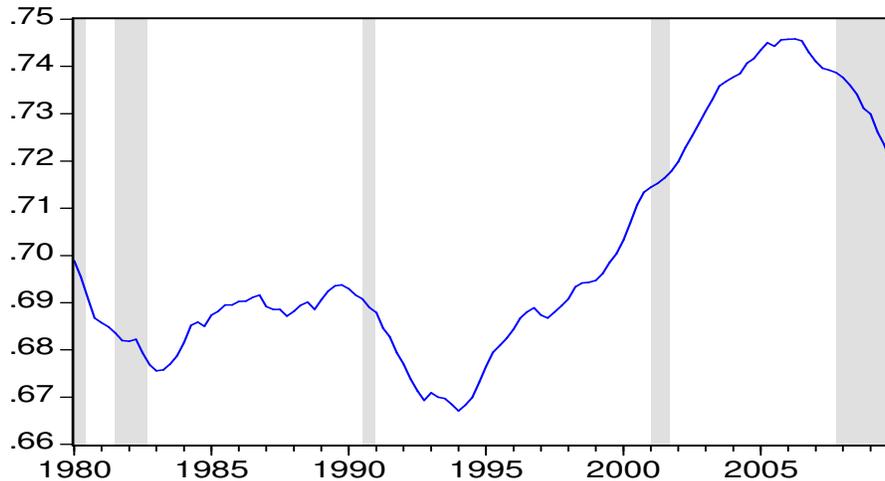
En la Gráfica 10 las zonas sombreadas representan recesiones, los valores del eje de las y es los errores de la regresión de la serie sobre su tendencia y constante², por lo tanto, la mayor información proviene del análisis gráfico; entonces es claro el comportamiento del ciclo del ahorro, el cual tiene una correlación negativa respecto del total de obligaciones financieras de los hogares, pues conserva consistencia con las aseveraciones anteriores, sólo existe un periodo entre recesiones de 1991 a 2001 donde la correlación no es tan evidente, pero este comportamiento se puede explicar por la recuperación presente en la economía durante estos años, con lo que se dio en llamar “la nueva economía”, y que en este caso explicaría un aumento del gasto con correlación positiva respecto de la obligaciones financieras, luego el consumo crecería pero con

² Regresión de $y = aT + c + e \rightarrow e = y - aT - c$

aumentos simultáneos del ingreso se reduciría de igual forma el total de las obligaciones.

Por último, se muestra la Gráfica 11 de la proporción del servicio de la deuda, esto es el porcentaje total que representa sólo el pago del servicio de la deuda respecto del total de las obligaciones de los hogares:

Gráfica 11 Servicio de la deuda como parte de las Obligaciones Financieras de los Hogares.



Fuente: Elaboración propia con datos de Fed de St. Louis.

Lo más importante de la gráfica es la visión general que muestra: 1) El servicio de la deuda en todo el periodo tuvo un mínimo de 66.7% llegando a un máximo de 74.57% previo a la crisis de 2007-2008, y 2) a partir de 1994 se rompe con la tendencia decreciente e inicia una opuesta, que no se detiene hasta 2004, donde llega a su nivel máximo y se mantiene hasta 2006. Esto apunta a una economía altamente endeuda, donde el financiamiento se conserva continuamente refinanciándose con incrementos en el servicio señalando claramente el debilitamiento de la estructura financiera; esto explicaría la alta proporción del pago del servicio de las obligaciones financieras dentro de la deuda total, prácticamente $\frac{3}{4}$ del total de las obligaciones financieras representan pago del servicio.

De tal manera, hasta este punto se tiene evidencia empírica de hojas de balance de los agentes envueltas en procesos de fragilidad financiera, dadas las tendencias decrecientes del ahorro personal y creciente del valor de las obligaciones financieras de los agentes; así como la presencia del canal de aceleración de Minsky, donde las variaciones de la tasa de interés tienen un efecto negativo en el producto, en el entorno de continuo y creciente endeudamiento, con crecientes costos, como lo muestra la proporción de servicio de la deuda dentro de las obligaciones totales de los hogares y el crecimiento de la deuda total.

Igualmente, se advierte el proceso de debilitamiento en las hojas de balance de la economía, en el entorno de estancamiento del ingreso, crédito fácil y bajas tasa de interés, donde ocurre que los agentes al observar su ingreso real estancado, entonces las familias por su lado compensan la pérdida de capacidad económica con endeudamiento y, las empresas por el suyo emplean este acceso a crédito para acceder a recursos líquidos con los cuales especular en el sector financiero, ya que, en periodos de expansión surge el acceso a una plétora de crédito; ya sea, por la existencia de bajas tasas de interés en respuesta a buenas expectativas sobre el comportamiento de la economía o a medidas de política monetaria, como fue el caso de los años posteriores a la crisis de 2001; proceso el cual amplía la relevancia de las variaciones de las tasas de interés para la estabilidad del sistema, dado el generalizado y creciente endeudamiento, que amplía las relaciones económicas del sector financiero con el resto de la economía.

De modo tal se tiene una economía proclive al endeudamiento y, que reciente cada vez más negativamente los cambios en la tasa de interés dada la tendencia creciente del servicio de la deuda y, el estancamiento en el ingreso de familias y empresas, dejando así a la economía real en condiciones menos aptas para hacer frente a una crisis financiera como para salir rápidamente de esta.

La Financiarización

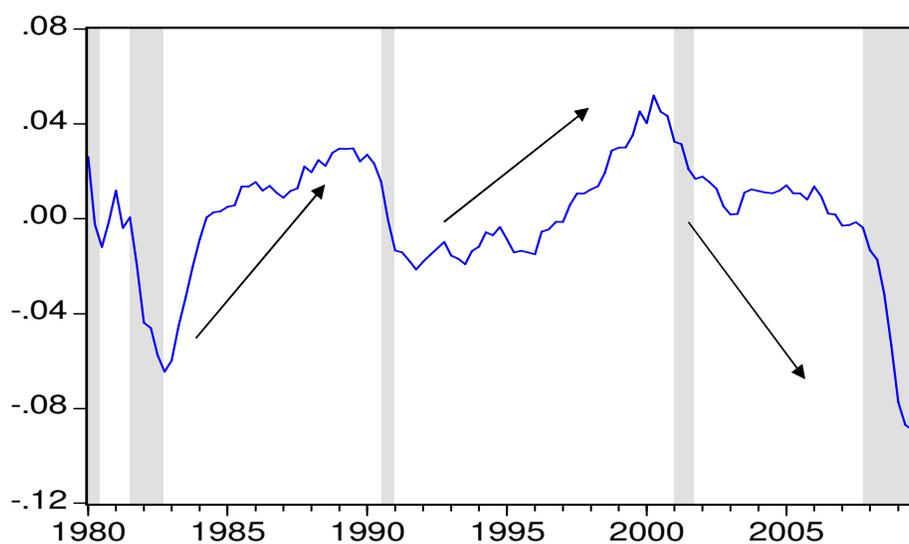
En adelante se expondrán los resultados del análisis las variables macroeconómicas, que señalan de forma clara las expresiones de la Financiarización.

Estancamiento

Este fenómeno es explicado en primer lugar con el ciclo del producto³ (ver Gráfica 12), donde se puede ver una dinámica general en el producto con tendencia al estancamiento; ya que, los ciclos se vuelven cada vez más planos, con menor énfasis en las partes positivas pero al contrario con caídas más profundas; sobre todo para la baja de 2007, la cual es la más profunda en el periodo neoliberal, este comportamiento es indicativo de un posible debilitamiento progresivo de la economía:

³ Es la representación gráfica de los errores de la regresión de la serie sobre su tendencia y constante; de la forma: $y = aT + c + e \rightarrow e = y - aT - c$.

Gráfica 12 Ciclo del Producto Interno Bruto.

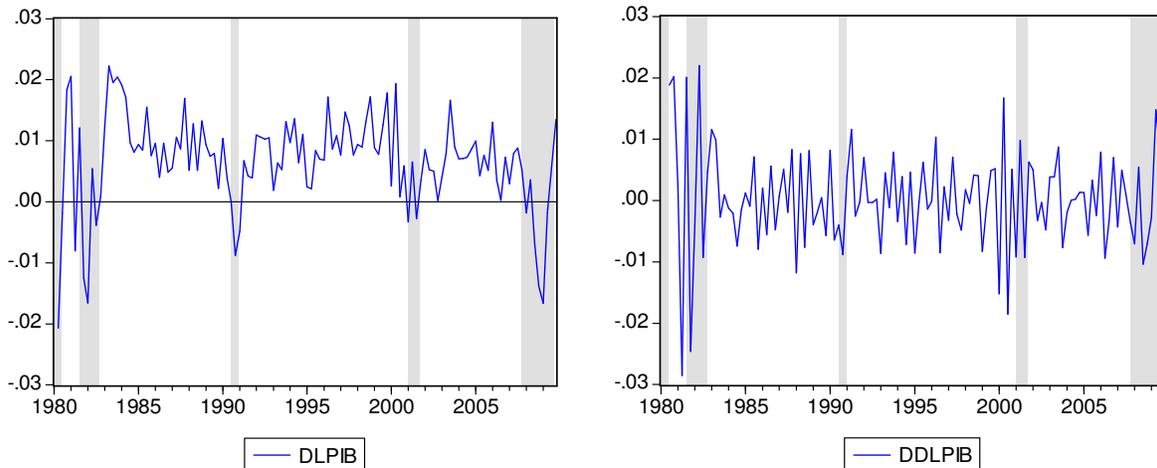


Fuente: Elaboración propia con datos de Fed de St. Louis.

En particular se observa para la década de los ochentas, el periodo de recuperación de la recesión de 1981-1982, el producto permanece en un estado de estancamiento hasta la crisis de 1990-1991, donde en su periodo de recuperación el estancamiento se da ante una ligera reactivación económica en el periodo de 1995 a 2001, punto máximo de los ciclos observados, finalmente es importante subrayar que tras la crisis de 2001 el producto no presentó recuperación, sino permaneció con un comportamiento de marcado estancamiento hasta presentar la más caída profunda en 2007.

Lo anterior resalta la ineficiencia de las medidas anticíclicas implementadas durante la crisis de 2001, las cuales lograron únicamente postergar la caída, dado el estancamiento y la caída más profunda de 2008, mientras en el caso de los años noventa se observa el caso contrario donde la reactivación más enérgica logró presentar el pico más alto en la variación de la actividad económica, situación explicada por la reactivación de una parte de la economía real, gracias a la revolución de las comunicaciones que impulsó la inversión real; sin embargo, tal fenómeno no se presenta a finales de 2001; de tal manera las medidas de reactivación económica hicieron patente su ineficiencia al lograr únicamente estabilizar el producto por un tiempo, postergando y profundizando el desplome, advirtiendo la necesidad de solución de las deficiencias estructurales que produjeron en un inicio la crisis de 2001.

Gráfica 13 Tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto y Aceleración



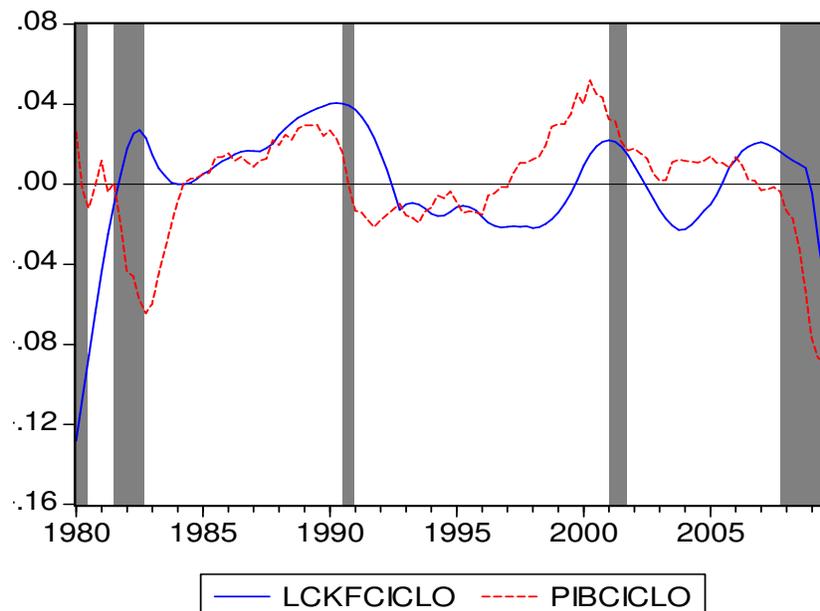
Fuente: Elaboración propia con datos de Fed de St. Louis.

Lo dicho se puede observar en las gráficas de tasa de crecimiento del PIB (izquierda) y la aceleración (derecha)⁴ (ver Gráfica 13). Para la gráfica de la izquierda, la tasa de variación del producto, es de resaltar que las tasas de crecimiento presentadas en los periodos de expansión de 1982 a 1991 y de 1991 a 2001 tienen una media de 1%, que es mayor a la de entre 2001 a 2007 ubicada en 0.5%, esto apunta a un mayor dinamismo en los dos periodos anteriores, la existencia de la tendencia al estancamiento.

Mientras la gráfica de aceleración (medida por la segunda diferencia del logaritmo natural del PIB) muestra en efecto que existe una mayor variabilidad entre las tasas de los periodos de expansión anteriores al 2007; es decir, que el producto ha ido decreciendo en dinamismo. Por lo cual, se reafirma la tendencia al estancamiento, donde el producto prácticamente no crece o lo hace a tasas muy bajas, por ejemplo la tasa promedio de crecimiento fue de 0.67%, con un máximo de 2.2% y un mínimo de -2.0%.

⁴ Tasa de crecimiento = Primera diferencia del logaritmo natural del valor de la variable.
Aceleración = Segunda diferencia del logaritmo natural de la variable.

Gráfica 14 Ciclo del Producto Interno Bruto y el Consumo de Capital Fijo.



Fuente: Elaboración propia con datos de Fed de St. Louis.

El estancamiento antes referido es también observable en la Gráfica 14, el cual muestra claramente como las crisis son periodos donde la oferta y demanda se separan, tomando al producto interno (PIBCICLO)⁵ como medida proxy de la demanda efectiva del periodo, mientras el consumo de capital fijo (LCKFCICLO) como un medida proxy del comportamiento de la oferta; por medio de estas dos variables se pueden caracterizar las diferentes recesiones ocurridas en el periodo de estudio. En primer término la recesión de 1980-1981 posee las características de una crisis de sub-producción, donde previo a la recesión la oferta presenta un comportamiento ascendente mientras la demanda va en sentido contrario pero el nivel de la demanda siempre se mantuvo por encima de la oferta. En el caso de la recesión de 1981-1982, se muestra la reversión de las condiciones al caso contrario, con una crisis de sobre-producción, donde la oferta creció por encima de la demanda, la cual mantenía la tendencia decreciente. Para la recesión de 1990-1991 se observa que la oferta respondió positivamente; sin embargo, fue más allá de donde la demanda lo hizo.

En el caso de la recesión del 2001, que observa a la demanda con una respuesta positiva desde mediados de los años noventa la cual se mantuvo creciente hasta el año 2000 donde comienza la caída, aunque la oferta no reaccionó a este movimiento positivo en la demanda hasta cerca de 3 años después terminando

⁵ Los ciclos de las variables son la representación gráfica de los errores de la regresión de la serie sobre su tendencia y constante; de la forma: $y = aT + c + e \rightarrow e = y - aT - c$.

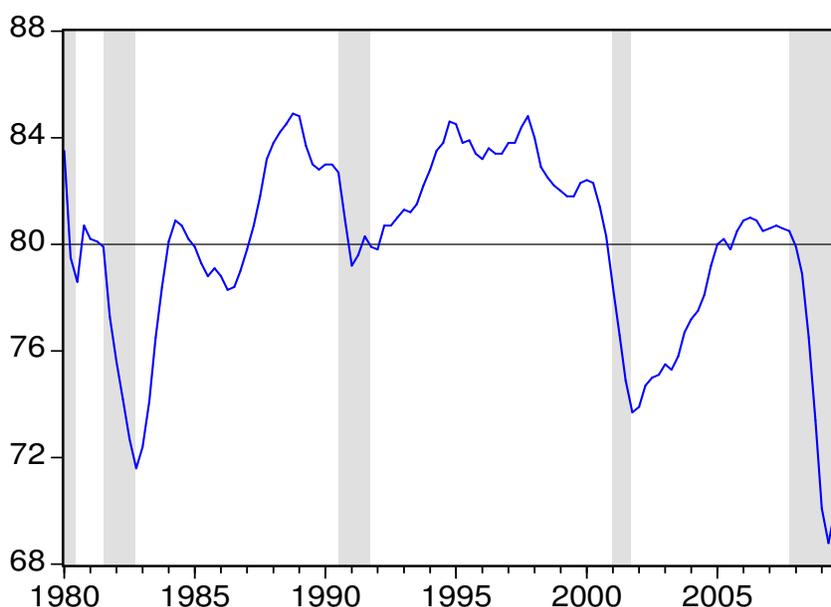
con la caída en el año 2001, tal reactivación de la oferta no se compara con los años ochentas y principios de los noventas, síntoma del estancamiento en el sector real de la economía, el cual no responde en igual proporción a la demanda, pues, como se ha referido anteriormente los movimientos en la demanda de la economía estadounidense tienen como característica general explicarse por aumento en el endeudamiento de los agentes, debido al abandono de políticas de pleno empleo y la filtración de esa demanda hacia el exterior.

Esto parece presentarse una vez más en la crisis de 2007, aunque con características muy importantes, la demanda únicamente detuvo su caída respecto del punto máximo del ciclo anterior, la oferta se desfasó al caer más allá que la demanda y, sólo se recuperó hasta niveles similares a los de 2001 previo a la crisis de 2007; entonces se deduce que las medidas de reactivación económica, implementadas tras la caída de 2001, lograron en la demanda detener la baja y postergar una caída más profunda, y sobre la oferta apenas impulsar un recuperación a finales de 2006; mientras la demanda mantuvo una condición de estancamiento hasta finales de 2006, cuando comienza a caer una vez más. Exhibiendo el desfase entre oferta y demanda para finales de 2006 en un contexto de “sobreproducción” donde la oferta sobrepasaba a la demanda.

Para continuar estudiando el estancamiento de la economía estadounidense se presenta el análisis sobre el comportamiento de la Capacidad Industrial Utilizada (ver

Gráfica 15):

Gráfica 15 Capacidad Industrial Utilizada. (Porcentaje)

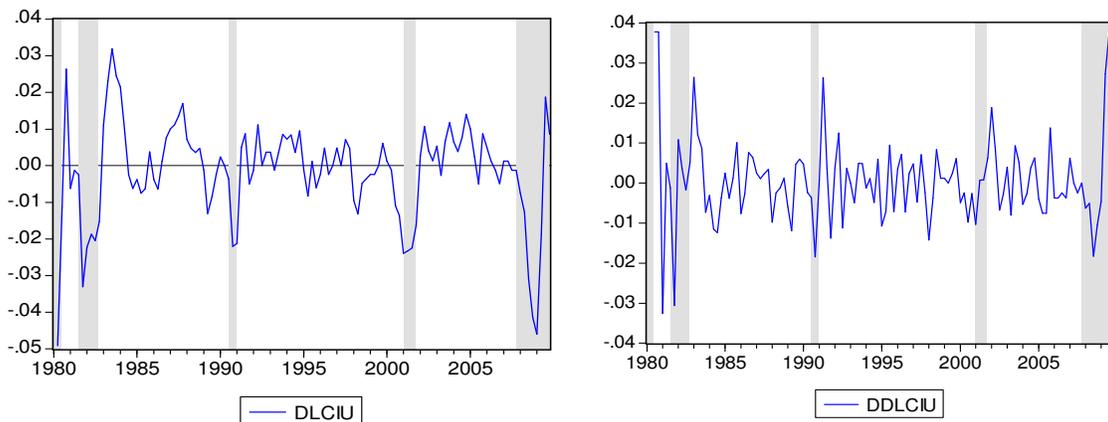


Fuente: Elaboración propia con datos de Fed de St. Louis.

La capacidad industrial mostró una media de 79.84%, un máximo de 84.9% y un mínimo de 68.8%, es de resaltar la coincidencia del comportamiento de la variable con las afirmaciones conseguidas a partir del examen del producto; es decir, el nivel de actividad en los dos periodos de expansión previos a la recuperación inmediata anterior a la crisis de 2007, fueron de mayor dinamismo y para el caso de los noventas de mayor duración; reafirmando la incapacidad de las medidas económicas para salir de la crisis de 2001, además de postergar únicamente la caída más profunda, porque la actividad sólo se recuperó apenas por sobre del 80% de la capacidad industrial empleada. Dando así pruebas del origen estructural de la crisis, más allá de lo financiero estrictamente.

Para complementar la explicación previa se muestra en la Gráfica 16 la tasa de crecimiento (a la izquierda) y de aceleración (a la derecha) de la capacidad industrial utilizada:

Gráfica 16 Tasa de crecimiento y aceleración de la Capacidad Industrial Utilizada. (Valores Unitarios)



Fuente: Elaboración propia con datos de Fed de St. Louis.

Las gráficas muestran que el periodo de mayor dinamismo se presentó en los años ochentas donde se observan las tasas de crecimiento más grandes y comparando este comportamiento con la

Gráfica 15⁶, explica como en esta década se sale de una profunda caída, muestra el pico más alto en la capacidad instalada, además de la capacidad de la economía para desenvolverse con gran dinamismo y recuperarse de la recesión; esto se ratifica con la gráfica derecha, donde la aceleración es baja; es decir, las

⁶ Tasa de crecimiento = Primera diferencia del logaritmo natural del valor de la variable.
Aceleración = Segunda diferencia del logaritmo natural de la variable.

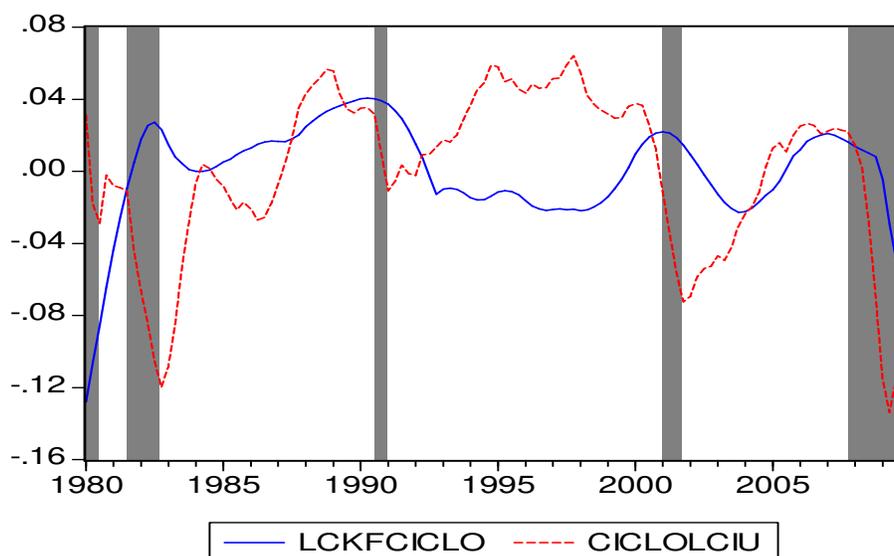
variaciones más profundas ocurren con menor frecuencia, facultad de una economía más sana y fuerte.

Para el periodo de expansión de los noventas, en general la tendencia es de tasas de crecimiento bajas, sin embargo con valores negativos menores, lo cual, refleja el comportamiento establecido en la Gráfica 16, donde los noventas tuvieron un comportamiento más estable y de alta ocupación de capacidad industrial. Mientras en la segunda gráfica resalta la tendencia a la baja en la aceleración, dados los cambios en la tasa de variación próximos a cero y bajas tasas de crecimiento que apoyan la tesis del estancamiento de la economía; porque este comportamiento se traduce en una forma de estabilidad donde únicamente la recesión de 2001 induciría una fuerte variación; de ahí que el periodo de la década de 1990, de gran estabilidad y de proximidad al pleno empleo tuvo la capacidad de generar expectativas de expansión como la hipótesis de fragilidad financiera remarca para la exista del proceso de debilitamiento de hojas de balance.

Por último, respecto de estos gráficos, el periodo de expansión previo a la crisis de 2007 revela tasas positivas de crecimiento y baja aceleración, sin embargo, en este caso la economía presenta tasas positivas de crecimiento porque durante prácticamente todo el periodo se encontraba saliendo de la recesión de 2001, y apenas logró registrar tasas de poco más de 80% de ocupación de la capacidad instalada; de tal manera aquí se tiene el caso de una economía tan débil que apenas logra salir de la recesión y recién pareciera ha retomado el crecimiento cae de forma más profunda incluso, testimonio del debilitamiento de la estructura productiva.

Prosiguiendo con el análisis de la capacidad industrial utilizada la Gráfica 17 contrasta el ciclo de la capacidad industrial utilizada y el consumo de capital fijo:

Gráfica 17 Ciclo de la Capacidad Industrial Utilizada y el Consumo de Capital Fijo.



Fuente: Elaboración propia con datos de Fed de St. Louis.

La Gráfica 17⁷ estampa el estancamiento y la madurez de la economía de los EE.UU., tal como Foster (2008) marca, esto se observa en la forma como la capacidad industrial utilizada y el consumo de capital fijo se desenvuelven, empleando a esta última variable como una medida del comportamiento de la producción, pues la afectan los niveles de inversión, así se espera que mientras ascienda el consumo de capital fijo la capacidad utilizada muestre el comportamiento en sentido contrario.

En el caso de una economía capitalista madura se espera existan mayores variaciones en la capacidad utilizada que en el consumo de capital fijo; pues, conforme este tipo de economías se acerca a su madurez, la capacidad instalada en los ciclos de inversión anteriores es tal, que se vuelve innecesario invertir más allá de la simple depreciación, porque la capacidad existente es suficiente para hacer frente a los cambios en la demanda.

Por lo tanto, se tiene un entorno de reproducción simple donde la inversión va a mantener el nivel de capacidad instalada, el consumo de capital tenderá a ser una fracción constante de un total que varía muy poco, por eso se observa en el Gráfica 17 que los cambios en la capacidad utilizada son mayores respondiendo a las variaciones en la demanda de consumo, mientras el consumo de capital fijo responde a la demanda de inversión de los capitalistas, que tiene cambios menores.

⁷ Los ciclos de las variables son la representación gráfica de los errores de la regresión de la serie sobre su tendencia y constante; de la forma: $y = aT + c + e \rightarrow e = y - aT - c$.

Ahora en el Gráfica 17 es relevante apuntar que en la década de los ochentas el consumo de capital fijo tiene una tendencia ascendente durante prácticamente toda la década y la capacidad empleada varía entorno a la tendencia del consumo de capital, por lo tanto, en esta década la economía mostraba una dinámica de crecimiento en el lado de la oferta, respaldado por el comportamiento del consumo de capital fijo y capacidad empleada crecientes; ya que, la planta crecía así como la capacidad empleada.

Durante la década de los noventas el consumo de capital fijo se mantuvo constante mientras la capacidad utilizada creció, esto es una prueba de que la economía de los EE.UU. presenta signos de madurez, donde se realiza inversión únicamente por depreciación manteniendo el mismo nivel de planta, por la cual no hubo crecimiento real y, la recuperación en la actividad de estos años se logró sobrellevar con el aumento de la capacidad empleada sin inversiones adicionales, síntoma también de estancamiento, con reactivación económica hasta finales de los noventas, la cual se explica a partir de las inversiones adicionales generadas por la revolución de las computadoras y comunicaciones, incentivo al crecimiento en las empresas sin procurar revoluciones en la planta total; impulso que concluye con la crisis de 2001.

Mientras en el periodo entre la crisis de 2001 y la de 2007 existe una recuperación de ambas variables, aunque tal recuperación no sobrepasó la magnitud de la fase positiva exhibida a finales de los años noventas. Con las características de basarse en gran medida en la reactivación de la demanda a través de crédito, demanda desfasada de la oferta, como ya se observó en el comportamiento del producto; además con la sangría de demanda dado que parte del crédito se dirigió a la demanda de bienes importados, reduciendo los efectos multiplicadores duraderos en la economía real; todo lo cual en el contexto de estancamiento neoliberal de los ingresos de las familias socavando consistentemente las condiciones económicas, deviniendo finalmente en el recrudescimiento de la caída en 2007.

De tal manera se observa un amplio estancamiento en el sector productivo, donde no hay inversión nueva y la existente es sólo de reposición, esto se confirmó con lo ocurrido en la década de los noventas, en la cual se reconoce crecimiento económico; sin embargo, desde el lado de la oferta significó el empleo de una mayor porción de la capacidad instalada y la fase de crecimiento en realidad fue menor; características claras de que los movimientos en demanda no son suficientes para influir a profundidad en la oferta, posteriormente en la fase de expansión posterior a la crisis de 2001 la economía mostró recuperación a niveles similares a los de finales de los noventas; aunque recayó de manera más

profunda; entonces tal reactivación no resultó de la reanimación del sector productivo de la economía.

Redistribución del Ingreso

A continuación se presentan los resultados sobre el análisis de los efectos redistributivos de la Financiarización, en primer término en cuanto a la concentración de la riqueza en los EE.UU.; continuando con las secuelas en la distribución del ingreso; así como algunas de las derivaciones de estos desarrollos para el periodo neoliberal; las cuales resultan relevantes para el desenvolvimiento de la crisis, como lo explica el marco teórico.

Concentración de la Riqueza

Para dar inicio al estudio de los efectos de la concentración de la riqueza, se exponen en primer término como indicador de este fenómeno el comportamiento del índice de Gini para los hogares de EE.UU., el cual se presenta en el Cuadro 3, donde se puede observar el valor anual de este índice, resaltado en gris se encuentran los valores de los años en los cuales hubo por lo menos un trimestre en recesión, mientras los valores de los periodos de expansión se presentan en promedio para el periodo.

De tal modo, en general resalta para el periodo de estudio, de 1980 a 2008, que el índice creció de 0.403 a 0.466, recordando que con forme el valor es más próximo a uno se tiene una mayor concentración de la riqueza, por lo tanto, ha existido un proceso de concentración de la riqueza en general, proceso el cual tiene por característica acelerarse durante los periodos de expansión, como lo muestran las tasas de crecimiento del indicador, las cuales exhiben sus mayores valores para estos periodos mientras los valores son menores e incluso negativos en años de recesión.

Lo anterior indica que conforme mayor es el crecimiento de la economía, la distribución de la riqueza creada es más regresiva; esto lo certifican las tasas de variación para el periodo de 1983-1989 y 1992-2000, donde el mayor cambio en el índice se presenta en el segundo periodo, el cual destaca por ser al mismo tiempo el de crecimiento económico más alto y de mayor tendencia a la concentración de la riqueza.

Se distingue el periodo de expansión entre la recesión del año 2001 y la crisis actual, donde la concentración prácticamente se mantuvo sin cambio, esto se explica por las medidas anticíclicas empleadas con el fin de reactivar la economía, las cuales procuraron un efecto distributivo deteniendo el proceso de concentración, fenómeno que ocurre de igual manera en los años de recesión, donde el indicador reduce su aceleración presentando tasas de crecimiento menores, que incluyen valores de cero e incluso negativos (ver Cuadro 3).

Cuadro 3 Índice de Gini de los Hogares y Tasa de variación.

Año	Índice de Gini para los Hogares	Tasa de Variación
2008	0.47	0.69
2007	0.46	-0.73
2002-2006	0.47	0.04
2001	0.47	2.72
1992-2000	0.45	6.00
1991	0.43	0.00
1990	0.43	1.35
1983-1989	0.42	2.50
1982	0.41	1.48
1981	0.41	0.74
1980	0.40	---
Elaboración propia		
Fuente: www.census.gov		

Prosiguiendo con el desarrollo, en el Cuadro 4 se presenta el Ingreso de los Hogares en proporciones por quintos, donde se puede observar el valor anual, marcando en gris donde hubo por lo menos un trimestre en recesión, mientras los valores de los periodos de expansión se presentan en promedio para el periodo. Las cifras son claras al exponer el proceso de concentración de la riqueza anteriormente referido; ya que, se observa como durante el periodo de 1980 a 2008 hubo un claro proceso de concentración, en el cual los cuatro primeros quintos de los hogares redujeron su parte del ingreso total, mientras el quinto más alto fue el único donde se presentó un crecimiento, todo lo cual apunta hacia la redistribución de manera regresiva del ingreso.

Esto se hace más evidente cuando se compara el valor del último quinto con el del cinco por ciento más alto, donde se observa como este porcentaje de la población pasó de tener el 16.5% al 21.5% del ingreso, es decir, para el final del periodo de análisis sólo el 5% de la población percibía un ingreso casi igual a la suma de los de los tres primeros tramos, el 60% del total, mientras que en el inicio del periodo en 1980 el 5% más alto recibía una proporción del ingreso casi igual a la suma de los dos primeros. Ahora, las tasas de decrecimiento en el primer quinto fue de

23.52%, el segundo tramo perdió 18.60%, el tercero 14.28% y el cuarto 6%, al tiempo que el quinto subió en 13.37% y específicamente el 5 % más alto tuvo una tasa de crecimiento en su proporción del ingreso de 30.30%; tendencias las cuales reafirman la tesis de la concentración del ingreso y, en lo particular tal redistribución es altamente regresiva procurando el mayor grado de pauperización en los sectores de menor ingreso con gran concentración en el menor porcentaje de la población.

Cuadro 4 Ingreso de los Hogares por quintos como Proporción, y el del 5% con el Ingreso más alto (Porcentaje).

Proporción del Ingreso de los Hogares, por quintos y el 5% más alto.						
Año	El más Bajo	Segundo	Tercero	Cuarto	El más Alto	El 5% más Alto
2008	3.40	8.60	14.70	23.30	50.00	21.50
2007	3.40	8.70	14.80	23.40	49.70	21.20
2002-2006	3.42	8.68	14.68	23.16	50.10	21.88
2001	3.50	8.70	14.60	23.00	50.10	22.40
1992-2000	3.63	9.01	15.10	23.37	48.93	21.10
1991	3.80	9.60	15.90	24.20	46.50	18.10
1990	3.80	9.60	15.90	24.00	46.60	18.50
1983-1989	3.87	9.71	16.14	24.34	45.90	17.87
1982	4.00	10.00	16.50	24.50	45.00	17.00
1981	4.10	10.10	16.70	24.80	44.30	16.50
1980	4.20	10.20	16.80	24.70	44.10	16.50

Elaboración propia
Fuente: www.census.gov

A continuación en el Cuadro 5, se presenta el Ingreso promedio de los Hogares por quintos en dólares corrientes. Las cifras muestran el crecimiento del ingreso nominal de todos los sectores creció; sin embargo, tal ampliación no se distribuyó de manera equitativa a lo largo de toda la economía; ya que, en 1980 la diferencia entre el quinto de menor ingreso y el más alto era de 10.78 veces, y 16.12 veces respecto del ingreso medio del 5% más alto, para el año 2008 el quinto más alto tiene un ingreso medio de 14.67 veces el del quinto más bajo y el del 5% más alto es 25.28 veces el del quinto más bajo. Todo lo cual respalda el enunciado de la concentración del ingreso.

Cuadro 5 Ingreso Promedio en dólares corrientes de los Hogares por quintos, y el del 5% con el Ingreso más alto (Dólares corrientes).

Ingreso medio de los Hogares, por quintos y el 5% más alto.						
Año	El más Bajo	Segundo	Tercero	Cuarto	El más Alto	El 5% más Alto
2008	11,656.00	29,517.00	50,132.00	79,760.00	171,057.00	294,709.00
2007	11,551.00	29,442.00	49,968.00	79,111.00	167,971.00	287,191.00
2002-2006	10,447.40	26,684.80	45,065.00	71,100.00	154,002.40	269,341.00
2001	10,136.00	25,468.00	42,629.00	66,839.00	145,970.00	260,464.00
1992-2000	8,600.33	21,405.22	35,889.67	55,587.78	116,782.78	201,853.33
1991	7,226.00	18,150.00	30,148.00	45,957.00	88,127.00	137,530.00
1990	7,166.00	18,030.00	29,781.00	44,901.00	87,137.00	138,756.00
1983-1989	5,924.00	14,945.00	24,880.71	37,518.71	70,907.00	110,701.57
1982	4,790.00	12,121.00	20,064.00	29,840.00	54,729.00	82,697.00
1981	4,602.00	11,464.00	18,991.00	28,309.00	50,568.00	75,144.00
1980	4,310.00	10,727.00	17,701.00	26,078.00	46,497.00	69,484.00

Elaboración propia
Fuente: www.census.gov

En el Cuadro 6, se presentan las tasas de variación de la Proporción del Ingreso de los Hogares por quintos. Las cifras respaldan igualmente lo descrito en la Cuadro 4, aunque es más claro el proceso de debilitamiento del ingreso en todos los tramos excepto el del 5% más alto; ya que, los primeros cuatro niveles obtuvieron tasas de variación en su mayoría negativas con excepción de algunos periodos de crecimiento, aunque no superaron el 2%, mientras en el caso del quinto con el ingreso más alto, la dinámica es la opuesta, la mayoría de las tasas son positivas excluyendo los años 1991 y 2007 donde hubo una caída de apenas 0.21% y 0.8% respectivamente, delatando el proceso regresivo de distribución y concentración del ingreso.

El caso más evidente se observa en la última columna del 5% más alto y se aprecian tasas de crecimiento en su mayoría positivas con excepción de 1991, el periodo de expansión de 2002 a 2006 y en 2007, con tasas de crecimiento de hasta 16.57% en promedio, durante el periodo de 1992 a 2000, reconocido por un amplio crecimiento en la economía americana; sin embargo, significó al mismo tiempo un periodo de concentración de la riqueza con un marcado proceso redistributivo hacia las clases altas, basta con observar que en estos años el 80% del total de los hogares tuvieron las tasas de decrecimiento más altas mientras el 5% más alto tuvo su mayor tasa de crecimiento; acusando ampliamente los procesos expresados.

Cuadro 6 Tasas de Variación del Ingreso de los Hogares por quintos como Proporción, y el del 5% con el Ingreso más alto.

Proporción del Ingreso de los Hogares, por quintos y el 5% más alto. Tasa de variación.						
Año	El más Bajo	Segundo	Tercero	Cuarto	El más Alto	El 5% más Alto
2008	0.00	-1.15	-0.68	-0.43	0.60	1.42
2007	-0.58	0.23	0.82	1.04	-0.80	-3.11
2002-2006	-2.29	-0.23	0.55	0.70	0.00	-2.32
2001	-3.67	-3.45	-3.31	-1.57	2.38	6.16
1992-2000	-4.39	-6.13	-5.03	-3.44	5.23	16.57
1991	0.00	0.00	0.00	0.83	-0.21	-2.16
1990	-1.85	-1.18	-1.50	-1.41	1.53	3.52
1983-1989	-3.21	-2.86	-2.16	-0.64	2.00	5.13
1982	-2.44	-0.99	-1.20	-1.21	1.58	3.03
1981	-2.38	-0.98	-0.60	0.40	0.45	0.00

Elaboración propia
Fuente: www.census.gov

En el

Cuadro 7, presenta las tasas de variación del Ingreso medio en dólares corrientes de los Hogares por quintos; cuyos valores respaldan las tendencias reveladas por los datos en dólares corrientes, donde en el periodo de expansión de 1992 a 2000 el quinto más alto y el 5% más alto de los hogares, tienen la tasa de crecimiento más alta promedio para esos años, mientras en el caso de los otros cuatro primeros quintos sus mejores tasas promedio de crecimiento fueron en los años del periodo de expansión previo, de 1983 a 1989, demostrando la tendencia a la concentración y redistribución regresiva favoreciendo a las clases altas.

Cuadro 7 Tasas de Variación del Ingreso Promedio en dólares corrientes de los Hogares por quintos, y el del 5% con el Ingreso más alto.

Ingreso medio de los Hogares, por quintos y el 5% más alto. Tasa de Variación						
Año	El más Bajo	Segundo	Tercero	Cuarto	El más Alto	El 5% más Alto
2008	0.91	0.25	0.33	0.82	1.84	2.62
2007	10.56	10.33	10.88	11.27	9.07	6.63
2002-2006	3.07	4.78	5.71	6.38	5.50	3.41
2001	17.86	18.98	18.78	20.24	24.99	29.04
1992-2000	19.02	17.94	19.04	20.96	32.52	46.77
1991	0.84	0.67	1.23	2.35	1.14	-0.88
1990	20.97	20.64	19.70	19.68	22.89	25.34
1983-1989	23.67	23.30	24.01	25.73	29.56	33.86
1982	4.09	5.73	5.65	5.41	8.23	10.05
1981	6.77	6.87	7.29	8.56	8.76	8.15

Elaboración propia
Fuente: www.census.gov

Consecuencias en la Distribución del Ingreso.

El Cuadro 8, muestra los valores promedio para el ingreso disponible, consumo, crédito al consumo y deuda total de los hogares en dólares corrientes, dividido por periodos de recesión y expansión. Los valores nominales muestran las siguientes tendencias: crecimiento constante de todas las variables, al comparar los valores del ingreso disponible contra la deuda de los hogares se observa que por lo menos hasta la recesión de 2001 la deuda de los hogares nunca sobrepasó el ingreso disponible, después de este año la deuda total de los hogares sobrepasa el ingreso disponible; así como el consumo personal, el crédito al consumo y la deuda total tuvieron una mayor expansión que el ingreso personal, durante el periodo de crecimiento económica de los noventas.

De lo anterior, se puede asegurar que los hogares al ver reducido su ingreso han procurado compensarlo por medio de créditos, ampliado de esta forma la deuda total y dejando a los hogares en una posición de fragilidad financiera cada vez mayor; ya que, en cualquier momento una variación en la tasa de interés o la interrupción del crédito por parte del sistema financiero deviene en la interrupción de la dinámica económica total, en este contexto la demanda se sostiene sobre los contratos de deuda de los hogares. Además, a partir de los noventas la demanda de los hogares crece más que proporcionalmente respecto del ingreso personal, lo cual apunta una vez más a la dinámica de sostener e incluso ampliar la actividad económica por medio de crédito, pero esta demanda parece estarse filtrando; ya que, no hay efectos multiplicadores fuertes visibles en el comportamiento del ingreso disponible.

Cuadro 8 Ingreso disponible, Consumo personal, Crédito al consumo y Deuda total de los hogares promedio en dólares corrientes, por trimestre.

Año	Ingreso Disponible(A)	Consumo Personal(B)	Crédito al Consumo(C)	Deuda Total de los Hogares(D)
1980/Q1-1980/Q3	1966.90	1728.90	348.50	1339.16
1980/Q4-1981/Q2	2153.67	1884.33	355.27	1425.87
1981/Q3-1982/Q4	2374.70	2040.60	378.09	1532.92
1983/Q1-1990/Q2	3344.35	2978.42	618.65	2486.44
1990/Q3-1991/Q1	4325.97	3893.63	811.03	3581.34
1991/Q2-2000/Q4	5755.65	5271.50	1149.69	5033.25
2001/Q1-2001/Q4	7648.48	7148.80	1796.62	7407.90
2002/Q1-2007/Q3	9084.81	8518.11	2175.86	10655.89
2007/Q4-	10952.73	10045.73	2533.86	13798.24

Elaboración propia

Fuente: <http://www.stlouisfed.org>

El Cuadro 9, muestra los valores promedio de las tasa de variación para el consumo personal, crédito al consumo, servicio y obligaciones financieras de los hogares como proporción del Ingreso disponible, para periodos de recesión y expansión. Las estimaciones muestran el crecimiento del consumo durante todo el periodo, así como aumento de la deuda total como proporción del ingreso, lo cual se explica por la ampliación de la contratación de mayores compromisos financieros por parte de los hogares, pues el valor de las obligaciones casi se duplicó en el periodo llegando a tener un total que sobrepasa el ingreso disponible desde el periodo de recuperación del primer trimestre de 2002 hasta el finales de 2007, donde su valor es mayor al 100% del ingreso disponible. Resultado posible gracias a las medidas contracíclicas implementadas posteriormente a la recesión de 2001; ya que, con bajas tasas de interés la contratación de deuda nueva y refinanciar la previa fue más sencilla, pero como las condiciones del ingreso no cambiaron el resultado neto es agentes con mayores de deudas que ingreso.

Es importante señalar que tanto el consumo personal como la deuda total no registran bajas entre periodos recesivos y de expansión desde 1981; es decir, la dinámica del consumo fue crecer por sobre del incremento del ingreso, todo esto financiado lógicamente por deuda, con periodos de expansión económica que no significaron cambios suficientes en el ingreso para reducir el total de las deudas de los hogares. Mientras el servicio de la deuda y las obligaciones financieras se reducen en los periodos de expansión; sin embargo, esto no ocurre posterior al año 2001, donde el periodo de expansión presentó atípicamente un crecimiento de estas variables también, reflejo de que estas toman en mayor cuanta las variaciones de la tasa de interés; ya que, en este periodo la Fed decide modificar la tasa de interés a la alza debido a presiones inflacionarias.

Cuadro 9 Consumo personal, Crédito al consumo, Servicio de la deuda y Obligaciones financieras de los hogares como proporción del Ingreso disponible promedio, por trimestre.

Año	C/A	D/A	Servicio de la Deuda de los Hogares / A	Obligaciones Financieras de los Hogares/A
1980/Q1-1980/Q3	17.72	68.09	11.10	15.97
1980/Q4-1981/Q2	16.50	66.21	10.68	15.57
1981/Q3-1982/Q4	15.93	64.57	10.71	15.73
1983/Q1-1990/Q2	18.34	73.43	11.68	16.98
1990/Q3-1991/Q1	18.75	82.78	12.01	17.43
1991/Q2-2000/Q4	19.70	86.96	11.57	16.89
2001/Q1-2001/Q4	23.49	96.85	12.84	17.93
2002/Q1-2007/Q3	23.97	116.45	13.47	18.25
2007/Q4-	23.14	126.01	13.39	18.31

Elaboración propia
Fuente: <http://www.stlouisfed.org>

Lo anterior acusa la existencia de un proceso de estancamiento del ingreso, que aunado al incipiente crecimiento del consumo personal ha provocado una creciente necesidad de los hogares por deuda para compensar la pérdida de nivel de vida, esto se puede ver con claridad en el Cuadro 10.

Cuadro 10 Consumo personal, Ahorro personal y Deuda total de los hogares como porcentaje del PIB, y su tasa de crecimiento entre periodos.

Año	Consumo Personal		Ahorro Personal		Deuda Hogares	
	% del PIB	Tasa de	% del PIB	Tasa de	% del PIB	Tasa de
1980/Q1-1980/Q3	62.96		6.84		48.77	
1980/Q4-1981/Q2	62.47	-0.79	7.08	3.45	47.27	-3.08
1981/Q3-1982/Q4	63.15	1.09	8.17	15.45	47.45	0.37
1983/Q1-1990/Q2	64.97	2.89	5.67	-30.69	53.64	13.06
1990/Q3-1991/Q1	66.46	2.28	4.89	-13.77	61.13	13.95
1991/Q2-2000/Q4	67.29	1.25	3.75	-23.17	63.99	4.68
2001/Q1-2001/Q4	69.50	3.29	1.99	-46.89	72.01	12.53
2002/Q1-2007/Q3	69.80	0.44	2.04	2.14	86.68	20.37
2007/Q4-	70.02	0.31	3.60	76.56	96.18	10.95

Elaboración propia
Fuente: <http://www.stlouisfed.org>

El Cuadro 10 muestra claramente como el consumo personal como porcentaje del producto tuvo un crecimiento incipiente, al tiempo que el ahorro personal decreció marcadamente y la deuda total de los hogares creció marcadamente, todo lo cual indica que los hogares para mantener su consumo y hacerlo crecer a tasas de entre 0.31% a un rudimentario 2.89%, requirieron de reducir su ahorro personal en tasas desde 13.77% hasta el 46.89%; y finalmente endeudarse aún más con tasas de crecimiento de hasta el 20.37%. Luego el estancamiento del ingreso de las familias se ha traducido claramente en un desesperado intento por todos los medios posibles de mantener su nivel de vida a cuenta de ahorro decreciente y endeudamiento creciente.

Además es sobresaliente el impacto de la crisis de 2001; ya que, tras esta el periodo de expansión no significó prácticamente mejora alguna en el consumo personal, que se quedo estancado con una tasa de crecimiento en 5 años de sólo 0.44%, un ahorro personal el cual mejoró únicamente en 2.14% después de una caída de 46.89%; y una deuda creciente llegando al 86.68% del PIB. Posteriormente, ya en la crisis de 2007 el consumo continuo con la tendencia y creció apenas 0.34%, el ahorro creció 3.60% y la deuda llegó a significar el 96.18% del producto.

Esto escenifica claramente un contexto donde las familias no mejoraron sus condiciones posterior a la crisis de 2001, sino que observaron crecer su deuda respondiendo a ello con ahorro forzado, para hacer frente a las deudas; por lo tanto, las medidas tomadas por las autoridades para sacar a la economía de la recesión de 2001 no significaron una solución real para la economía, es así como los hogares vivían un proceso de refinanciamiento constante de los créditos, renegociados en términos cada vez más costosos, al tiempo que mantenían la expectativa de pago futuro de las deudas, caracterizada por el comportamiento del ahorro.

Cuadro 11 Tasa de Variación del Ingreso disponible, Consumo personal, Crédito al consumo y Deuda total de los hogares promedio, por trimestre.

Año	Ingreso Disponible(A)	Consumo Personal(B)	Crédito al Consumo(C)	Deuda Total de los Hogares(D)
1980/Q1-1980/Q3	2.20	1.77	-0.34	1.56
1980/Q4-1981/Q2	2.84	2.85	1.00	2.26
1981/Q3-1982/Q4	2.02	1.89	1.43	1.33
1983/Q1-1990/Q2	1.81	1.92	2.41	2.67
1990/Q3-1991/Q1	0.98	0.85	0.48	1.52
1991/Q2-2000/Q4	1.38	1.50	1.96	1.69
2001/Q1-2001/Q4	0.78	1.01	2.15	2.32
2002/Q1-2007/Q3	1.35	1.33	1.25	2.53
2007/Q4-	0.70	0.32	0.01	0.00

Elaboración propia
Fuente: <http://www.stlouisfed.org>

El Cuadro 11, muestra los valores promedio de las tasas de variación para el ingreso disponible, consumo, crédito al consumo y deuda total de los hogares. Las estimaciones exponen las siguientes tendencias: el ingreso disponible lleva un proceso de desaceleración en donde las tasas de crecimiento se reducen acusando estancamiento; el consumo personal tiene tasas de crecimiento más bien constantes aunque durante el periodo de estudio lo común fueron tasas ligeramente superiores a las del ingreso disponible; el crédito al consumo lleva un comportamiento cíclico de aceleración en periodos de expansión y desaceleración en recesión, así como picos de crecimiento en el periodo de 1983 a 1990 y de 2001; la deuda de los hogares tiene el comportamiento cíclico de igual manera.

Se debe notar que para el periodo de expansión entre la recesión de 2001 y la crisis actual no hay baja en la tasa de crecimiento de la deuda total, sino al contrario la tasa de crecimiento de la deuda fue mayor, de modo que la recuperación no lo fue tanto, ya que, hubo incremento en el ingreso disponible aunque el aumento en la deuda total fue mayor, lo cual se explica si las medidas

anticíclicas provocaron mayor endeudamiento sin activar la economía interna en igual proporción; es decir, que la demanda extra se dirigió a sectores improductivos con pocos o nulos efectos multiplicadores internos.

El Cuadro 12, muestra los valores promedio de las tasas de variación del consumo personal, crédito al consumo, servicio y obligaciones financieras de los hogares como proporción del Ingreso disponible. Las cifras estimadas explican en primer término que el consumo personal como proporción del ingreso personal ha tenido una tendencia a disminuir durante el periodo de análisis además de estancamiento con las mayores tasas de variación en 1980 en términos negativos, mientras la positiva más alta fue en 2001, ambos en periodos recesivos lo cual se explica por la necesidad de ahorrar para el primer caso; mientras en el segundo el valor positivo es provocado por la caída del ingreso y la necesidad de los hogares de mantener el consumo por medio de crédito.

En segundo término las tasas revelan un comportamiento estable donde la deuda se mantiene con valores menores a 1% en su mayoría, pero sobresalen los periodos de 2001 y 2002 a 2007, con tasas mayores y positivas, por lo tanto, los hogares, en estos casos, mantienen sus condiciones de consumo por medio de la adquisición de deuda. Por último, tanto servicio como obligaciones financieras se presentan estables, comparándolas con las condiciones previamente expuestas, es posible argumentar entonces que los hogares refinanciaron sus posiciones a tasas de interés estables, pero con la capitalización de intereses no pagados previamente.

Cuadro 12 Tasa de Variación del Consumo personal, Crédito al consumo, Servicio y Obligaciones financieras de los hogares como proporción del Ingreso disponible promedio, por trimestre.

Año	C/A	D/A	Servicio de la Deuda de los Hogares / A	Obligaciones financieras de los Hogares/A
1980/Q1-1980/Q3	-2.49	-0.61	-1.34	-0.78
1980/Q4-1981/Q2	-1.77	-0.55	-0.38	-0.09
1981/Q3-1982/Q4	-0.58	-0.68	-0.22	-0.02
1983/Q1-1990/Q2	0.59	0.85	0.41	0.34
1990/Q3-1991/Q1	-0.49	0.53	-0.08	0.10
1991/Q2-2000/Q4	0.57	0.31	0.13	0.04
2001/Q1-2001/Q4	1.38	1.55	1.01	0.85
2002/Q1-2007/Q3	-0.09	1.17	0.27	0.14
2007/Q4-	-0.66	-0.68	-1.09	-0.79

Elaboración propia

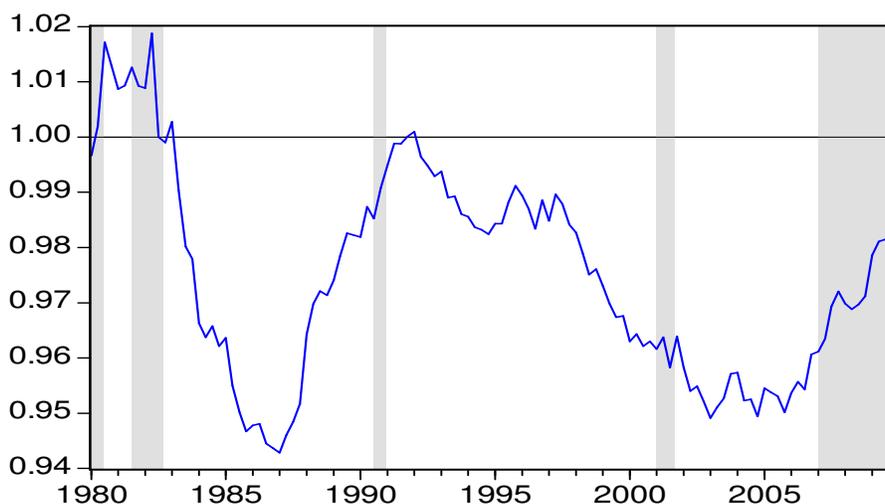
Fuente: <http://www.stlouisfed.org>

Política Económica

Globalización

El primer indicativo de la Globalización a nivel macroeconómico es el comercio, representado a través de la variable proxy índice de exportaciones netas, definido como el cociente de las exportaciones sobre las importaciones, de tal manera que mientras el valor se encuentre por debajo de la unidad la economía se encuentra en déficit e inversamente cuando supera la unidad (ver Gráfica 18):

Gráfica 18 Índice de exportaciones netas.

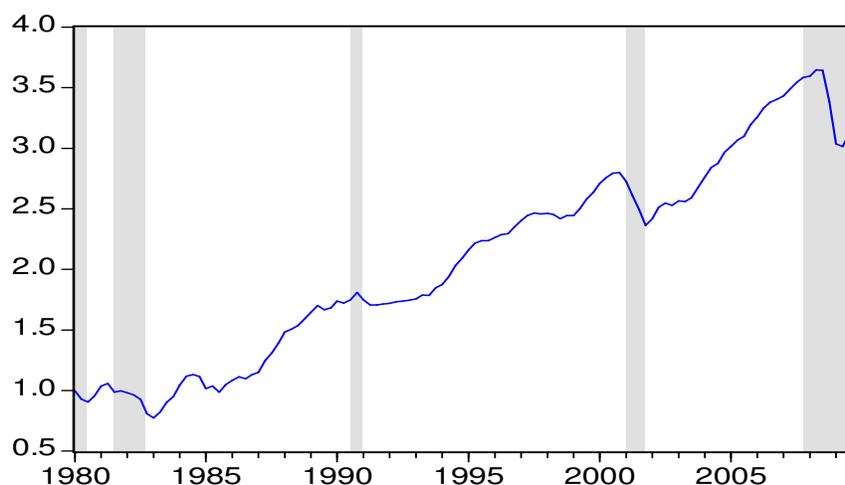


Fuente: Elaboración propia con datos de Fed de St. Louis.

Es claro que en el periodo conocido como neoliberalismo la balanza comercial de los EE.UU. ha empeorado, lamentablemente el nivel de agregación no permite analizar dinámicas internas como es la dislocación de la planta productiva; aunque al final se comprueba la creciente apertura económica, la cual se ha traducido en un déficit persistente frente naciones con productividades relativamente mayores, dados sus menores salarios y tipos de cambio competitivos.

Otro indicador más sobre la apertura económica derivada de la globalización se obtiene del Índice de Apertura Económica (ver Gráfica 19), definido como el valor respecto del producto de la suma de exportaciones e importaciones, con lo cual se llega a tener un indicador del grado de relación de la economía nacional con el exterior:

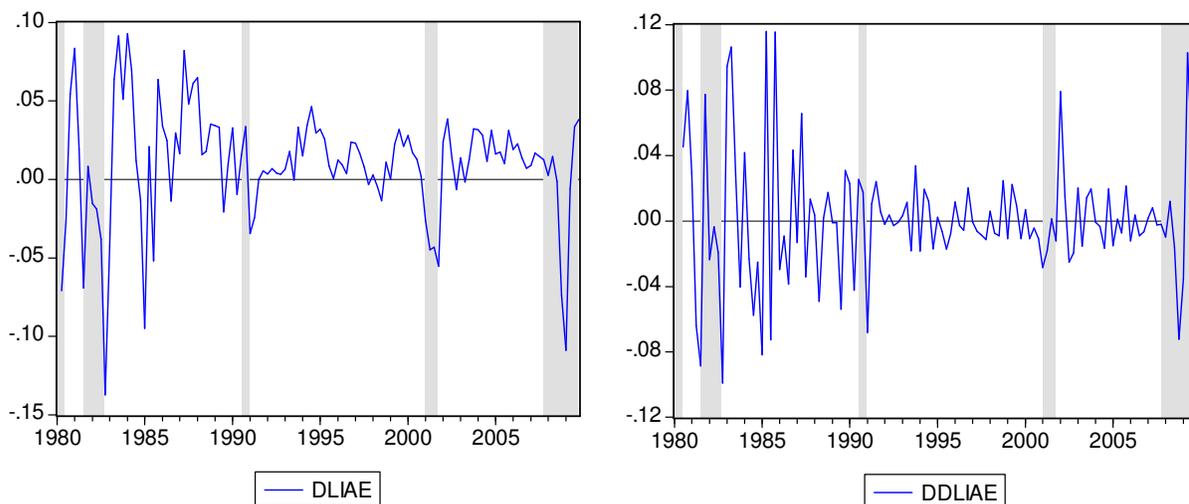
Gráfica 19 Índice de Apertura Económica.



Fuente: Elaboración propia con datos de Fed de St. Louis.

El índice muestra clara la dinámica de apertura económica durante todo el periodo de estudio, la cual ha sido la regla, manifestando una clara tendencia creciente llegando a un valor máximo de 3.64; es decir, el valor monetario del comercio de los EE.UU. significa un flujo de más de tres veces y media el producto interno bruto, incluso a pesar de las reducciones observadas en los periodos de recesión de 2001 y 2007. Para continuar con el desarrollo se presentan las tasas de crecimiento (izquierda) y aceleración (derecha) del índice (ver Gráfica 20)⁸:

Gráfica 20 Tasa de crecimiento y aceleración del Índice de Apertura Económica.



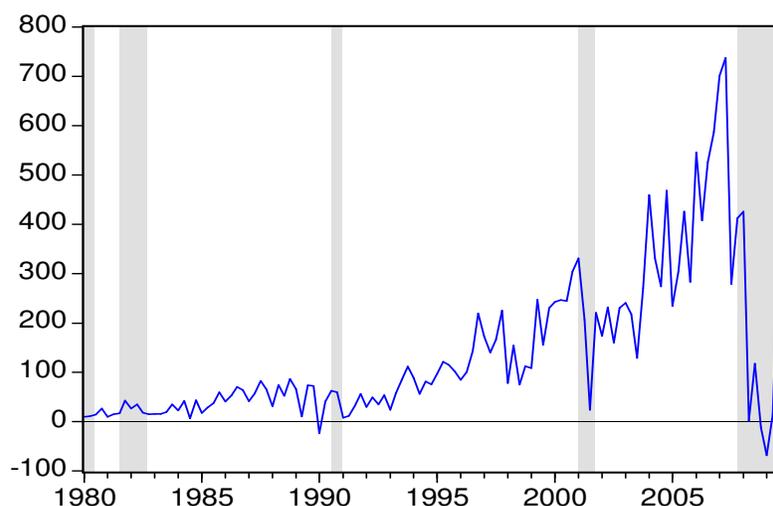
Fuente: Elaboración propia con datos de Fed de St. Louis.

⁸ Tasa de crecimiento = Primera diferencia del logaritmo natural del valor de la variable.
Aceleración = Segunda diferencia del logaritmo natural de la variable.

Las gráficas anteriores muestran claramente el dinamismo del proceso de apertura económica que se inicia en los albores de los años ochentas y continúa hasta estabilizarse en los años noventas tras la recesión de 1990-1991. Las variaciones más importantes se dan en las recesiones de 2001 y la presente; igualmente, a partir de la expansión de los noventas la aceleración del índice muestra la estabilización y baja de dinamismo del proceso, aún cuando la tendencia siempre fue creciente, el fenómeno presenta una dinámica menor a las mostradas en sus inicios durante la década de 1980.

La contraparte del déficit comercial a nivel agregado es el flujo neto de capitales; el cual tiene la misma tendencia creciente en el periodo; es decir, la apertura de la economía de los EE.UU. por el lado de la cuanta de capitales muestra que el resto del mundo financia el déficit comercial; lo cual se observa en la Gráfica 21, aunque es muy importante señalar la marcada expansión del flujo neto de capitales en el periodo de expansión entre la crisis de 2001 y la presente, donde el valor llega a su máximo de todo el periodo y durante la recesión se vuelve incluso negativo, dando cuenta clara de la mayor apertura económica en la cuenta de capitales.

Gráfica 21 Flujo Neto de Capitales. (Miles de millones de dólares corrientes)

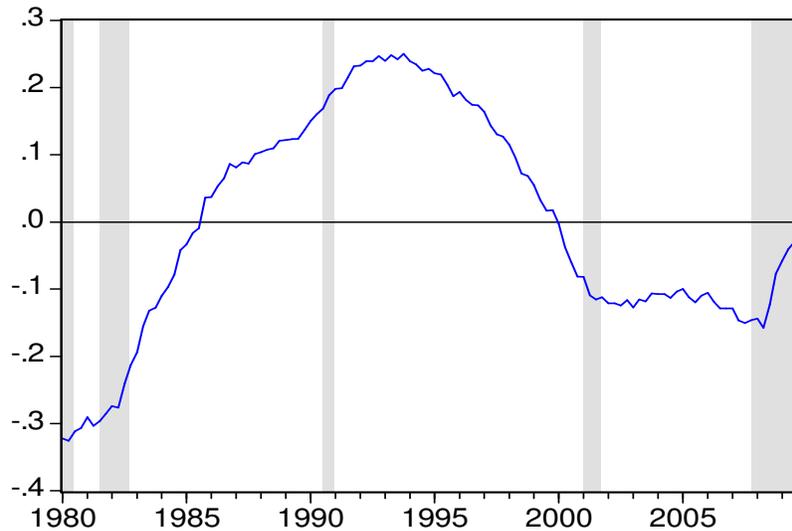


Fuente: Elaboración propia con datos de Fed de St. Louis.

Gobierno pequeño.

Ahora para representar este apartado de la política económica de la Financiarización se plantea el comportamiento del ciclo de la deuda del gobierno, como expresión de las acciones de política gubernamental preponderante, donde el gobierno debe abandonar todas las actividades de dirección en la economía, lo que se reflejará en una menor necesidad de endeudamiento del gobierno, dadas las pocas actividades incluidas en su labor, esto se muestra en la Gráfica 22:

Gráfica 22 Ciclo de la Deuda Total del Gobierno.

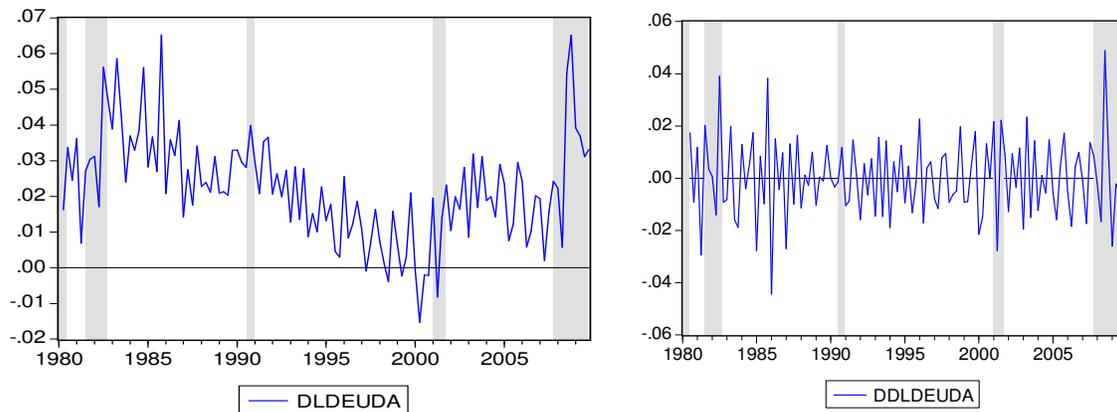


Fuente: Elaboración propia con datos de Fed de St. Louis.

Lo más relevante del comportamiento de esta variable, está a partir de los años noventas, donde la deuda gubernamental decrece en el ciclo, lo que es consistente con las políticas de gobierno pequeños y en busca de mantener equilibrio fiscal; por lo tanto, es deseable una deuda reducida, además de resaltar como tras la recesión de 2001 la deuda deja de decrecer y se mantiene estancada, lo cual se aprecia es consistente con la visión de las medidas de política monetaria como eficientes mientras la política fiscal no lo es, para reactivar la economía en recesión.

A continuación para confirmar dichas aseveraciones se presenta la Gráfica 23, con el comportamiento de la tasa de crecimiento (izquierda) y la aceleración (derecha) de la deuda del gobierno:

Gráfica 23 Tasa de crecimiento y aceleración del Índice de la Deuda Total del Gobierno.

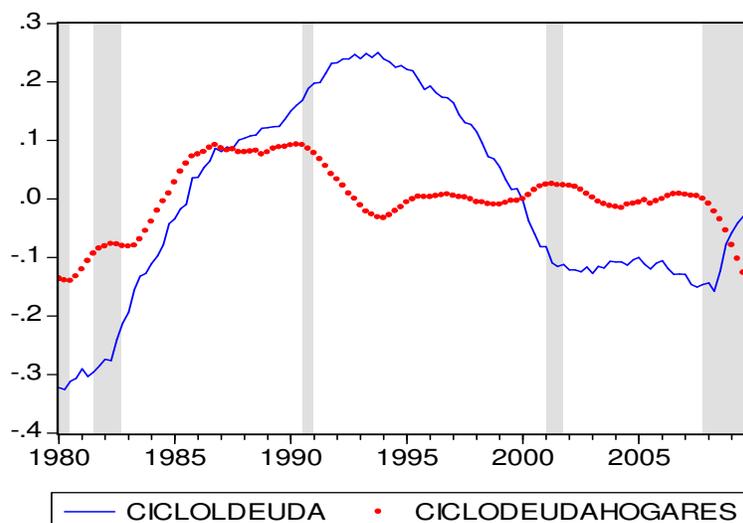


Fuente: Elaboración propia con datos de Fed de St. Louis.

Ambas gráficas ratifican el comportamiento observado en la Gráfica 22, con tasas de crecimiento más pequeñas e incluso de decrecimiento en los años noventas además de mostrar desaceleración en el mismo periodo, de igual forma las tasas de crecimiento para el periodo entre la recesión de 2001 y la de 2008 muestran una reactivación de la deuda y su aceleración, todo lo cual confirma la tendencia. Sin embargo, este cambio respecto de los noventas no se compara con las tasas de crecimiento y el dinamismo de la deuda gubernamental en los años ochentas. Mostrando de esta forma el cambio hacia una intervención cada vez menor del gobierno en la economía y que esta se ha limitado para épocas de recesión como política de reactivación.

En la Gráfica 24 se muestra la comparación del ciclo de la deuda de los hogares contra el ciclo de la deuda del gobierno, este gráfico es importante porque muestra la importancia del gobierno mantenga su deuda procurando condiciones donde los hogares obtengan ingresos adicionales para el pago de sus deudas, fenómeno reflejado en el comportamiento correlacionado negativamente entre las dos variables, entonces, mientras el gobierno procura mantener condiciones de equilibrio reduciendo su deuda provocará igualmente que los hogares amplíen la propia, resultado de la reducción de las fuentes de ingreso disponible en la economía.

Gráfica 24 Ciclo de la Deuda de los Hogares y la Deuda Total del Gobierno.



Fuente: Elaboración propia con datos de Fed de St. Louis.

Flexibilidad Laboral.

En la presente sección se estudian los efectos de la flexibilidad laboral sobre los valores de variables de salarios y productividad. El Cuadro 13, muestra los montos de los sueldos y salarios a precios corrientes, como porcentaje del producto y su tasa de variación anual, segmentado por años de recesión y de expansión. Los datos revelan que mientras el valor nominal de los sueldos y salarios ha crecido consistentemente, el valor de estos como porcentaje del producto mantuvo una dinámica opuesta.

Resultado el cual confirma la pérdida de importancia de los salarios en la economía y el flujo de riqueza hacia el capital, asimismo en la última columna del Cuadro 13, se ratifica dicha tendencia en los valores de las tasas de variación, donde la mayoría son negativos. Esta mecánica expone en la economía la implementación consistentemente de la política de reducción de los ingresos de los asalariados para compensar la disminución en la dinámica de acumulación y en defensa de las ganancias.

Cuadro 13 Sueldos y salarios en dólares corrientes como porcentaje del PIB y la Tasa de Variación.

Año	Sueldos y Salarios	Porcentaje del PIB	Tasa de Variación
1980	1373.43	49.26	---
1981	1511.38	48.34	-1.88
1982	1587.53	48.80	0.96
1983-1989	2126.63	47.32	-3.04
1990	2741.20	47.26	-0.12
1991	2814.48	46.97	-0.61
1992-2000	3743.46	46.94	-0.07
2001	4952.18	48.14	2.57
2002-2006	5467.75	45.80	-4.87
2007	6415.48	45.57	-0.50
2008	6554.05	45.38	-0.41

Elaboración propia
Fuente: www.census.gov

En el Cuadro 14 se muestran los valores de los indicadores de productividad, con índice base 1992=100, segmentado por años de recesión y de expansión. Los valores de la primera columna revelan que la productividad, medida por el producto por hora, en realidad creció establemente durante todo el periodo, prácticamente sin importar si se trata de periodos recesivos o de expansión, la segunda columna sobre el índice del producto confirma la tendencia de la primera.

La tercera columna de las horas trabajadas tiene un comportamiento más cíclico, donde los valores descienden en periodos de recesión mientras al contrario crecen en los de expansión, todo lo cual es consistente con la necesidad de trabajo de la economía dependiendo del momento del ciclo económico.

Las columnas de pago por hora, pago real por hora y el costo de la unidad de trabajo, muestran la dinámica de crecimiento continuo durante todo el periodo de análisis; sin embargo, esto no quiere decir que los salarios en general crecieran tanto como lo hizo el producto, así como la productividad; de esta manera se puede ver un aumento en el pago por hora de 81.7% desde 1992, aunque el costo de la unidad de trabajo sólo lo hizo 29% y el pago real por hora únicamente 20.8%; de tales resultados se puede concluir que las ganancias han ido ganado terreno a los salarios. Así se afirma la separación de los salarios respecto de la productividad, imponiendo restricciones a la demanda interna, fenómeno compensado con el gran flujo de deuda, descrito anteriormente.

Cuadro 14 Indicadores de productividad, base 1992=100.

ÍNDICE (1992=100)						
Año	Producto por Hora	Producto	Horas	Pago por Hora	Pago Real por Hora	Costo de la Unidad de Trabajo
1980	80.60	69.20	85.90	54.40	90.00	67.50
1981	81.70	70.70	86.60	59.70	90.20	73.10
1982	80.80	68.40	84.70	63.90	91.10	79.10
1983-1989	89.10	85.10	95.40	76.10	93.80	85.30
1990	94.50	97.10	102.70	90.40	96.00	95.70
1991	96.10	96.30	100.20	95.00	97.40	98.90
1992-2000	105.90	118.70	111.80	112.50	102.40	106.10
2001	118.60	141.30	119.20	139.50	112.80	117.70
2002-2006	130.40	153.70	117.80	156.30	117.80	119.80
2007	137.00	167.50	122.20	175.20	121.00	127.90
2008	140.90	168.80	119.80	181.70	120.80	129.00

Elaboración propia
Fuente: www.census.gov

El Cuadro15, muestra las tasas de variación de los indicadores de productividad, segmentado por años de recesión y de expansión. La primera columna muestra valores de las tasas de variación de la productividad positivas que rondan el 2%, mientras la segunda columna del producto expresa que este varía de forma más significativa con tasas de crecimiento de hasta 4.9% promedio, es de resaltar la tendencia de disminución en el crecimiento del producto en cada periodo de expansión. La tercera columna reafirma el resultado anterior, pues el promedio de crecimiento de las horas de trabajo en los periodos expansivos muestra la tendencia decreciente. De tal forma la demanda por trabajo baja, empero la productividad de este crece de forma sostenida.

Cuadro15 Tasas de Variación de los Indicadores de productividad, base 1992=100.

Tasa de Variación						
Año	Producto por Hora	Producto	Horas	Pago por Hora	Pago Real por Hora	Costo de la Unidad de Trabajo
1980	-0.20	-1.00	-0.80	10.80	-0.30	11.00
1981	1.40	2.10	0.70	9.80	0.20	8.30
1982	-1.10	-3.20	-2.20	7.10	1.00	8.20
1983-1989	2.00	4.90	2.90	4.20	0.60	2.20
1990	1.90	1.50	-0.40	6.10	1.00	4.10
1991	1.60	-0.80	-2.40	5.10	1.40	3.40
1992-2000	2.10	4.30	2.20	3.90	1.50	1.80
2001	2.50	0.40	-2.00	4.00	1.10	1.40
2002-2006	2.60	3.10	0.40	3.80	1.20	1.10
2007	1.40	2.00	0.50	4.10	1.30	2.70
2008	2.80	0.80	-1.90	3.70	-0.20	0.90

Elaboración propia
Fuente: www.census.gov

El comportamiento de las tasas de crecimiento del pago por hora y pago real por hora, muestran las siguientes tendencias:

- 1) el pago por hora tiene tasas de crecimiento cada vez menores, lo cual expresa tendencia al estancamiento en el ingreso de los asalariados,
- 2) el pago por hora muestra recuperación en los años de recesión y la tendencia contraria en los años de expansión, lo cual se explica porque durante los periodos de expansión el número de horas trabajadas crece al unísono con el pago, mientras en los periodos recesivos al no poder disminuir los pagos en forma absoluta se reduce el número de horas trabajadas, creando la ilusión de una tasa de crecimiento mayor;
- 3) el pago real por hora confirma las tendencias anteriores; ya que, las tasas de crecimiento son muy cercanas al uno por ciento, lo cual revela una severa tendencia al estancamiento real de los ingresos asalariados.

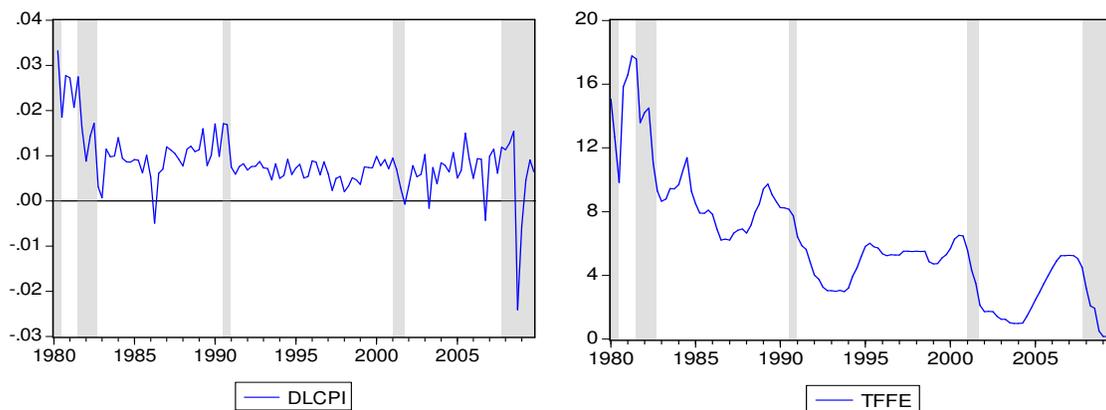
De lo anterior, se entiende que los trabajadores han mantenido prácticamente sin movimiento sus ingresos reales, mientras la demanda de horas de trabajo sobre ellos ha variado cíclicamente con el producto, el cual ha crecido más que los ingresos asalariados, comportamiento entendido por la separación de los ingresos salariales respecto de la productividad. Todo se muestra claramente en la tendencia revelada en la última columna del cuadro, donde las tasas de variación del costo de la unidad de trabajo se aproximan a cero; es decir, el costo del trabajo ha ido desacelerándose, mientras el crecimiento de la productividad de ese trabajo ha procurado tasas positivas estables; por lo tanto, el producto del trabajo crece al

mismo tiempo que su costo decrece, en términos de Marx se extrae una mayor cantidad de plusvalía, tanto en forma relativa como absoluta, la primera por el aumento de la productividad general y la segunda por la variación de horas de trabajo demandas.

Abandono del pleno empleo.

El abandono de las políticas de pleno empleo promoviendo mayor relevancia a las políticas de estabilidad de precios, se estudia en la Gráfica 25, la cual muestra la inflación (izquierda, medida por la primera diferencia del logaritmo natural del índice de precios al consumidor) y la tasa efectiva de Fondos Federales (derecha, como variable proxy de la política monetaria):

Gráfica 25 Inflación y Tasa efectiva de Fondos Federales.



Fuente: Elaboración propia con datos de Fed de St. Louis.

El estudio de las gráficas revela el empleo de la tasa de interés como herramienta de política monetaria con el fin de procurar estabilidad en los precios, dinámica capturada en los movimientos de la tasa de interés, los cuales están correlacionados negativamente con las variaciones en la inflación; pues, tras el choque de las tasas de interés de los años ochentas la tendencia de la inflación fue a la baja y con variaciones pequeñas, lo cual se coincide con cambios a la baja de la tasa de interés, y con movimientos a la alza en los periodos previos a las recesiones de 1990-1991, 2001 y 2008, en donde previamente el desarrollo de la inflación era a la alza.

Todos estos movimientos son de gran importancia en base a la extensión de las relaciones financieras en la economía, donde la fragilidad financiera entra en juego; ya que, del estudio de la inflación se sabe la dinámica de crecimiento de los precios previa a cada recesión así como el aumento de la tasa de interés en busca de reducirla, acciones que devendrán en crisis en tanto los agentes

endeudados recibirán negativamente estas acciones de política de la autoridad; dado que su nivel de deuda se incrementará por aumento de la tasa de interés, al tiempo su solvencia se reducirá con la baja del precio de sus activos, una vez controlada la inflación.

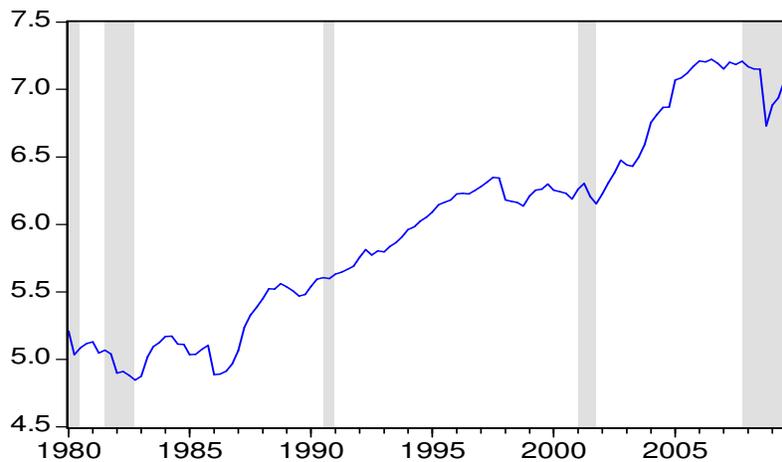
Por tal razón, la principal consideración a guardar respecto del movimiento de la inflación y la tasa de interés, es su relevancia como mecanismo redistributivo de la riqueza; porque, desde la perspectiva de un contrato sobre un crédito, ejemplo un crédito hipotecario, el comprador del bien gana riqueza conforme suben los precios y su tasa de interés a pagar se mantiene o baja, aquí el acreedor pierde, pues el contrato le otorga acceso exclusivamente a las ganancias de la tasa de interés, de forma que deudores reciben riqueza con la inflación y acreedores con las variaciones de la tasa de interés; y viceversa, entonces una política de estabilidad de precios previene que los deudores tomen riqueza y se mantenga la riqueza o incremente la propia de los acreedores.

Todo esto es muy importante para el crecimiento de una economía, si el bien financiado en cuestión es uno de capital, este puede representar ganancia únicamente por la productividad y maduración de la inversión, mientras en el caso del lado financiero todo contrato relacionado con la tasa de interés tendrá asegurada la ganancia desde el inicio; recordando que la maduración de la mayoría de los contratos financieros es menor a la de un proyecto de inversión, por lo tanto, los bienes reales serán menos competitivos, como oportunidad de inversión, frente a los activos financieros dentro del contexto de estabilidad de precios a cualquier costo, por parte de la autoridad monetaria, promoviendo de esa forma el flujo de inversión al sector financiero.

Impacto de la Financiarización

Palley (2007) explica respecto de la Financiarización, que tiene por principales impactos: 1) Elevar la relevancia del sector financiero con respecto del real; 2) Transferir ingreso del sector real al financiero; y 3) Contribuir al incremento de la desigualdad de ingreso y el estancamiento de los salarios. Los dos primeros los podemos observar en los siguientes gráficos, mientras que el tercero escapa al alcance de profundización del presente trabajo, entonces en primer término se estudia la serie en logaritmos de los beneficios corporativos después de impuestos (ver Gráfica 26).

Gráfica 26 Beneficios corporativos después de impuestos.

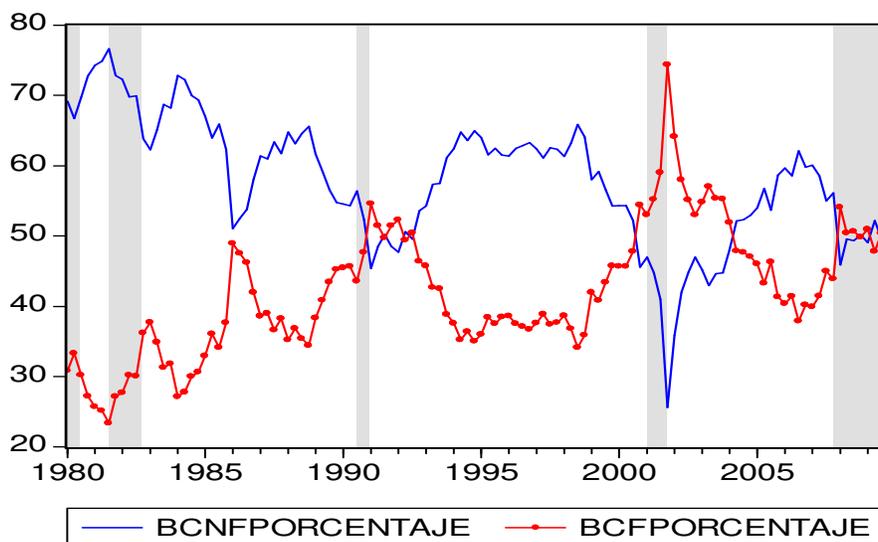


Fuente: Elaboración propia con datos de Fed de St. Louis.

La gráfica revela una tendencia general creciente en los beneficios, aunque, previo a cada una de las recesiones se presentan periodos de estancamiento con duración de hasta tres años, este fenómeno proporciona bases para suponer que en estos periodos el estancamiento de los beneficios deviene en procesos de fragilidad financiera, dado el debilitamiento de las hojas de balance de los agentes. Por último, ahondando en los beneficios corporativos la

Gráfica 27 muestra el comportamiento de los beneficios de las corporaciones no financieras y las financieras después de impuestos:

Gráfica 27 Beneficios de las Corporaciones Financieras y No Financieras como Porcentaje del Total.



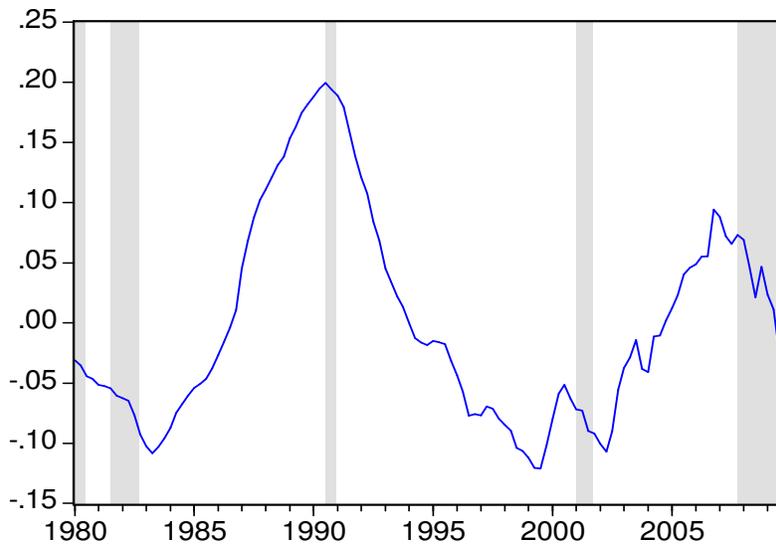
Nota: BCNFPORCENTAJE.- Beneficios corporaciones no financieras,
BCFPORCENTAJE.- Beneficios corporaciones financieras

Fuente: Elaboración propia con datos de Fed St. Louis.

Esta gráfica es la prueba más clara de la Financiarización de la economía; pues se observa claramente la tendencia creciente de los beneficios de las corporaciones financieras como porcentaje del total de los beneficios corporativos, con su respectivo reflejo en el valor de las corporaciones no financieras. Básicamente refleja el traslado de ganancias al sector financiero de la economía desde el real, en una proporción creciente a través del tiempo. Asimismo, es importante resaltar el comportamiento previo a cada recesión del periodo de estudio, donde se presenta un proceso de convección entre los valores de los beneficios a favor del sector financiero, llegando a su nivel máximo tras la recesión de 2001 donde el valor es de 74.36%; es decir, para el año de 2001 aproximadamente $\frac{3}{4}$ partes del total de los beneficios corporativos se dirigían al sector financiero.

Una prueba más de los efectos de la Financiarización se exterioriza de igual forma en el comportamiento de los créditos hipotecarios; variable relevante; dada la trascendencia del sector de los bienes raíces como fuente de inestabilidad; ya que, se administran créditos con periodos de maduración muy largos y financiamiento de corto plazo, esto se aprecia en el Gráfica 28, donde se presenta el ciclo de los créditos hipotecarios:

Gráfica 28 Ciclo de los Créditos Hipotecarios.

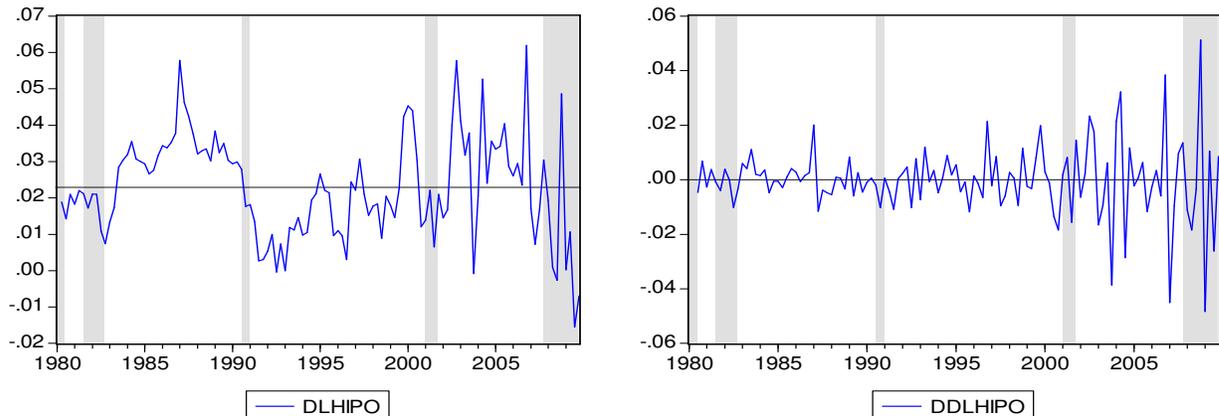


Fuente: Elaboración propia con datos de Fed de St. Louis.

La gráfica puntualiza en el caso de la recesión de 1990 y de finales de 2007, la aparición de picos en los créditos; sin embargo, el ciclo parece ser de mayor longitud con una duración de aproximadamente quince años, desde el pico de 1990 al de 2006; ya que, previo al año 2000 la tendencia a la alza se rompió resultado de la burbuja que reventó en 2001 en los precios de las acciones de las

empresas punto com. Además, las tendencias muestran que el ciclo pareciera estarse acortando. Para continuar con el análisis de la variable la Gráfica 29 muestra las tasas de crecimiento (izquierda) y la aceleración (derecha) de los créditos hipotecarios:

Gráfica 29 Tasa de crecimiento y aceleración de los Créditos Hipotecarios.



Fuente: Elaboración propia con datos de Fed de St. Louis.

Ambas gráficas muestran claramente el incremento de la dinámica en los créditos hipotecarios, por la tendencia al crecimiento de la actividad partiendo de los años noventas, donde las tasas de crecimiento al igual que aceleración muestran valores con cambios explosivos cada vez mayores; indicativo claro de que la variable posee un dinamismo creciente. Lo anterior, es una base sólida para considerar la reducción del ciclo de la variable, puntualizando que dicho fenómeno supone consecuentemente una creciente inestabilidad.

Conclusiones

La primera de las conclusiones de este capítulo es la comprobación del proceso de fragilidad financiera en la economía estadounidense; por medio de la formulación de indicadores. Pues se observó que: la tasa de beneficio tiene un comportamiento pro-cíclico al igual que la tasa de acumulación como se esperaba, sin embargo, las variaciones a la baja fueron mayores a las positivas en los períodos de recuperación; además los valores posteriores a la recuperación de 1980-1981 revelan una acumulación estancada.

Es importante señalar la baja de la solvencia del sistema, lo cual ha incrementando la profundidad y amplitud de los efectos de una crisis financiera; igualmente la economía de los EE.UU. ha presentado características de un

momento Minsky durante los periodos de recesión previos a 2007, específicamente respecto de los indicadores de liquidez; sin embargo, el nivel de solvencia muestra a la par que la crisis actual es resultado del empeoramiento de las condiciones reales de producción; dado el recrudecimiento de las crisis conforme avanzó el periodo de análisis y empeoró la solvencia del sistema; fenómeno ilustrado por el estancamiento de la tasa de acumulación y el incremento del valor relativo del total de la deuda respecto del total de activos en la economía.

Llama la atención sobre los ciclos fragilidad financiera en las hojas de balance de los agentes, la consistente tendencia decreciente del ahorro personal y creciente del valor de las obligaciones financieras de los agentes; así como la presencia del canal de aceleración de Minsky, donde las variaciones de la tasa de interés incrementan su relevancia debido al efecto negativo sobre el producto; esto dentro del entorno de continuo y creciente endeudamiento con costos crecientes. En cuanto a la Financiarización las conclusiones son las siguientes:

Estancamiento

Se observó la existencia de estancamiento, debido a la tendencia en el producto, donde tras la crisis de 2001 este no ha presentado recuperación real, sino que permaneció con un comportamiento de inmovilización hasta la crisis de 2008, apuntando a la ineficiencia de las medidas anticíclicas tomadas tras la crisis de 200, las cuales lograron postergar una caída más profunda hasta 2008. Todo esto se ratificó con la observación del comportamiento de la tasa de crecimiento y aceleración, que demuestran que las tasas de crecimiento se movieron muy cerca de una media de 1% y una aceleración muy baja con excepción de los periodos recesivos, lo que dio por resultado un producto estancado

Se advirtió que las crisis son periodos donde la oferta y demanda se han separado, evidenciando a la recesión de 1980-1981 como una crisis de sub-producción, en 1981-1982 el caso contrario con una de sobreproducción, en 1990-1991 una vez más de sobreproducción, finalmente en 2001 se da de nueva cuenta una crisis de sub-producción; todas estas crisis tienen por característica similar de darse en ciclos económicos largos con periodos de expansión y contracción amplios. Empero el comportamiento desde mediados del periodo de análisis hasta 2001 ha remarcando el estancamiento; ya que, tanto 2001 como la crisis de 2007 son recesiones con características de sobreproducción; sin embargo, en la última la demanda únicamente detuvo su caída en lugar de presentar recuperación y la oferta tuvo una baja mayor, creando un entorno de crisis de sub-producción sin recuperación.

Se reafirma que una economía capitalista monetaria, madura y abierta, requiere de consideraciones sobre oferta y demanda, por medio de medidas de reactivación de la industria nacional más allá de una simple variación de capacidad utilizada, incluyendo consideraciones de ingreso de las familias y de comercio exterior.

La capacidad industrial utilizada evidencia el estancamiento de la economía, pues muestra como en todo el periodo de observación no sobrepasa el 84.49% y se mueve muy cerca de una media de 79.84%, es decir, los periodos de expansión significaron únicamente el empleo de un 5% más de la capacidad instalada, por lo cual se dan las características de una economía madura, donde la capacidad instalada es suficientemente grande para hacer frente cambios en la demanda sin provocar mayores inversiones que la depreciación para mantener el nivel de capacidad. Evidencia adicional de este comportamiento, son las tasas de variación y aceleración de la capacidad industrial utilizada, las cuales refieren la tendencia de paralización, con tasas de variación positivas de apenas 1% y aceleración decreciente, todo lo cual apunta inequívocamente a la reducción de dinamismo en la variable.

Redistribución del ingreso.

En general para el periodo de estudio de 1980 a 2008, en primer término el índice de Gini reveló la existencia de un proceso de concentración de la riqueza en general, proceso con tendencia a acelerarse durante los periodos de expansión. Lo anterior apunta a una distribución de la riqueza regresiva; donde el ingreso de los hogares, expone concentración; ya que, se observa durante el periodo de 1980 a 2008 como los cuatro primeros quintos de los hogares, redujeron su parte del ingreso total, mientras el quinto más alto fue el único que tuvo crecimiento. Esto es más evidente en el cinco por ciento de más alto ingreso, el cual transitó de percibir el 16.5% del ingreso total al 21.5%, es decir, para el final del periodo de análisis sólo el 5% de la población percibía un ingreso prácticamente igual a la suma de los de los tres primeros quintos, el 60% del total.

Asimismo, el proceso de concentración y redistribución de la riqueza, en forma regresiva, ha provocado diversos efectos tales como el estancamiento en el consumo personal como porcentaje del producto, al tiempo que el ahorro personal decreció marcadamente y la deuda total de los hogares creció en mayor proporción, todo lo cual apunta que los hogares para mantener su consumo y hacerlo apenas crecer en máximo de 2.89%, requirieron de reducir su ahorro personal en tasas desde 13.77% hasta 46.89%; y adicionalmente endeudarse. Por consiguiente el estancamiento del ingreso de las familias se ha traducido en un

desesperado intento de mantener su nivel de vida a través de reducir ahorro y acrecentar endeudamiento.

Además, sobresale el impacto de la crisis de 2001; porque posterior a esta el periodo de expansión siguiente no significó mejora alguna en el consumo personal, estancado con una tasa de crecimiento en 5 años de sólo 0.44%, con ahorro personal que mejoró únicamente en 2.14% después de una caída de 46.89%; una deuda que no dejó de crecer en ningún momento y llegó al 86.68% del PIB. Posteriormente ya en la crisis de 2007 el consumo continuo con la tendencia y creció apenas 0.34%, el ahorro creció 3.60% y la deuda llegó a significar el 96.18% del producto.

Política Económica

Respecto de la política económica en primer término sobre la Globalización, que a nivel macroeconómico se puede observar en el comercio; se comprueba la creciente apertura económica, la cual se ha traducido en el déficit frente a naciones con productividades relativamente mayores, menores salarios y tipos de cambio competitivos. El índice de apertura económica muestra la tendencia creciente llegando a un valor máximo de 3.64, es decir, el comercio de los EE.UU. significó un flujo de más de tres veces y media el producto total. Sin embargo, esta apertura ha sido funcional para el modelo de apropiación americano con estancamiento en los ingresos, para el cual resulta útil el flujo de importaciones baratas que compensa en parte la pérdida real en la capacidad económica de las familias y abarata salarios internos.

Ahora el Gobierno pequeño caracterizado por el comportamiento del ciclo de la deuda del gobierno, muestra decrecimiento a partir de los años noventas de la deuda gubernamental, lo cual es consistente con las políticas de este corte y que buscan tener equilibrio fiscal; además resalta tras la recesión de 2001 que la deuda deja de decrecer y se estanca, consistente con la visión de medidas de política monetaria como las únicas eficientes para reactivar la economía en recesión. Por último se reconoce la necesidad de mantener la deuda gubernamental para sostener los ingresos de los hogares, lo cual se prueba por el comportamiento correlacionado negativamente entre deuda de los hogares y deuda del gobierno.

En cuanto a la flexibilidad laboral, el comportamiento del pago por hora y pago real por hora mostraron que los trabajadores han tenido mantenido prácticamente sin movimiento sus ingresos reales, mientras la demanda de horas de trabajo sobre ellos ha variado cíclicamente junto al producto, el cual ha crecido más que proporcionalmente respecto de sus ingresos, movimiento coherente con la

separación de los ingresos salariales y la productividad. Claramente la tendencia revelada por el costo de la unidad de trabajo se ha desacelerado, mientras el crecimiento de la productividad de ese trabajo ha procurado tasas estables de crecimiento, por lo tanto, el producto del trabajo crece al tiempo que su costo decrece, en términos de Marx se extrae una mayor cantidad de plusvalía, tanto en forma relativa como absoluta.

El Abandono del pleno empleo dando mayor relevancia a políticas de estabilidad de precios, tiene por principal consideración a resguardar respecto del movimiento de la inflación y la tasa de interés, es su relevancia como mecanismo redistributivo de la riqueza; porque, desde la perspectiva de un contrato sobre un crédito, el acreedor tiene acceso exclusivamente a las ganancias de la tasa de interés, de forma que deudores reciben riqueza con la inflación y acreedores con las variaciones de la tasa de interés; y viceversa, entonces una política de estabilidad de precios previene a los deudores de apropiarse de riqueza y mantiene o incrementa la propia de los acreedores. Fenómeno trascendental para el crecimiento de una economía, hablando del financiamiento de bienes de capital; ya que, en el sentido de oportunidad de inversión los activos financieros serán siempre más atractivos dentro de un contexto de estabilidad de precios a cualquier costo, promoviendo el flujo de la inversión al sector financiero.

Impacto de la Financiarización

El comportamiento de los beneficios corporativos después de impuestos mostró que la Financiarización ha elevado la relevancia del sector financiero con respecto del real; y provocado la transferencia de ingreso del sector real al financiero; además, los beneficios en general tienen una tendencia creciente, sin embargo, previo a cada una de las recesiones se observó periodos de estancamiento que devienen en fragilidad financiera.

El comportamiento de los beneficios de las corporaciones no financieras y las financieras después de impuesto demuestra más claramente la Financiarización de la economía; con la tendencia creciente de los beneficios de las corporaciones financieras como porcentaje del total de los beneficios corporativos, demostrando fundamentalmente el traslado de ganancias al sector financiero desde el sector real, en una proporción creciente a través del tiempo.

Asimismo, es importante resaltar que previo a cada una de las recesiones, se presentó un proceso de convección entre los valores de los beneficios a favor del sector financiero. Finalmente el comportamiento de los créditos hipotecarios, variable relevante por ser origen de gran inestabilidad, mostró en el caso de la

recesión de 2001 y la de finales de 2007 picos en los créditos; además de la tendencia del ciclo a acortarse y acelerarse

CAPÍTULO IV CONCLUSIONES

I

La primera de las conclusiones de este trabajo se refiere a la formación del mejor marco teórico para explicar el fenómeno de la crisis actual de los EE.UU.; el cual lo conforman las teorías de la Hipótesis de Fragilidad Financiera y la Financiarización, las cuales permiten observar la crisis como un fenómeno natural del sistema capitalista, específicamente de una economía capitalista madura. Donde existe un sistema financiero amplio profundo y desarrollado en suficiencia; así como la tendencia al estancamiento en el sector real fuentes de la inestabilidad de la economía.

Segundo, ambas teorías, son complementarias, pues partiendo de la Fragilidad Financiera, esta brinda comprensión sobre el comportamiento de los agentes y sus efectos sobre las hojas de balance, que a la postre a nivel agregado afectan a la economía; mientras la Financiarización ofrece una perspectiva, el cual incluye el análisis de implicaciones sobre el desarrollo de las economías capitalistas maduras. Además, el eje principal de relación y complementariedad entre estas dos estructuras teóricas es el estancamiento de la economía real con ampliación de los compromisos financieros, por un lado es síntoma de la fragilidad financiera, y por el lado de la Financiarización, como principal incentivo al flujo de riqueza desde el sector real hacia el financiero.

Consecuentemente el estancamiento de la economía se expresa financieramente en forma de deuda; elemento fundamental para el modelo neoliberal, donde deuda y auge financiero son primordiales para que el sistema financiero mantenga ampliando la oferta de crédito y andando el modelo. Ya que, la deuda es empleada por los hogares como fuente complementaria de recursos de su ingreso y por las empresas como herramienta para invertir y continuar especulando en el sector financiero.

Respecto del marco de política actual la principal conclusión es acerca de los objetivos de inflación; cuyo funcionamiento en la práctica concentra como principal objetivo de la política del Banco Central "la estabilidad de precios". Además, este marco de política requiere que la ley acepte la independencia del Banco Central; así como el compromiso relativamente rígido de una tasa de inflación muy baja, dando lugar a una política monetaria demasiado restrictiva, con tasas de interés reales excesivamente altas, crecimiento subóptimo del PIB y desempleo, así como incentivos a un tipo de cambio desalineado.

En cuanto al capítulo empírico se concluye que existen procesos de fragilidad financiera en el sentido de Minsky en la economía estadounidense; por medio de la observación del comportamiento de indicadores los indicadores de fragilidad financiera; que los resultados son congruentes con las aseveraciones del marco teórico. Pues, se observó que la tasa de beneficio y acumulación tienen comportamiento procíclico como se esperaba para un proceso de fragilidad financiera en el sentido de Minsky, y en la realidad los agentes se comportan como la HFF lo afirma.

En el caso de la acumulación las caídas fueron más que proporcionales respecto de los periodos de recuperación, demostrando de esta forma la existencia de una tendencia a la baja en la acumulación de capital real dentro de la economía, caracterizado por baja inversión, reducida dinámica económica y bajo crecimiento, esto se ratifica con la tendencia presentada posterior a la recuperación del año 2002, donde la acumulación y beneficio muestran una muy leve recuperación, mientras la tasa de interés jamás se reduce y además muestra leve tendencia creciente, certificando de esta manera los cambios de incentivos a invertir hacia el sector financiero a costa de la inversión productiva.

Se comprobó además la baja de la solvencia del sistema, incrementando el peligro en los efectos de una crisis financiera; situación expresada en la economía de los EE.UU. como el empeoramiento de los efectos de las recesiones hasta 2007, donde encuentra su cenit con la crisis actual; ya que, previamente las recesiones se limitaron a problemas en los indicadores de liquidez, empero con el nivel de solvencia a la baja, la crisis actual se revela como resultado del empeoramiento persistente de las condiciones reales de producción y no de un problema de corto plazo por baja de la liquidez del sistema en medio de una burbuja especulativa.

Se observó la incapacidad de las medidas de las autoridades para solucionar los problemas que en esencia tiene la economía real, como la falta de inversión productiva, la concentración de la riqueza y redistribución del ingreso; las cuales han formado el marco ideal para que las familias se endeuden, por la existencia de tasas de interés bajas y amplia oferta de recursos financieros por parte de las instituciones de crédito; aunque sin proporcionar el ingreso necesario para hacer frente a los compromisos; evitando con tal crédito que la recesión se vuelva depresión; sin embargo, permanecen las condiciones fundamentales sin resolver.

En cuanto a la Financiarización las conclusiones son:

Estancamiento

Se comprobó la existencia de estancamiento en la economía de los EE.UU., ilustrado por el comportamiento revelado en el análisis del producto, donde previo

a 2001 el producto presentaba ciclos de caída y recuperación hasta la recesión de 2001, a partir de la cual no hubo una recuperación real, sino que permaneció con un comportamiento de mercado atasco hasta la crisis de 2008, apuntando a que las medidas anticíclicas tomadas después de la crisis de 2001 lograron sólo postergar la caída más profunda presentada en 2008. Ya que, estas medidas procuraron proveer de liquidez y rescatar al sector financiero, resultando en falta de recuperación real y generando condiciones para nuevas burbujas especulativas; en lugar de dirigirse a mejorar los ingresos de las familias y reducir su nivel de endeudamiento.

Igualmente se observó que las crisis son periodos donde oferta y demanda se han separado, evidenciando que las crisis previas al 2001 tienen por característica similar darse en ciclos económicos más largos con periodos de expansión y contracción de un ciclo más amplio. Empero la crisis de 2007 es una recesión de subproducción, con características muy importantes, primero la demanda únicamente detuvo su caída de la recesión previa y segundo la oferta tuvo una baja mayor creando un entorno de crisis de subproducción donde jamás hubo una recuperación real, sino estancamiento y caída más profunda.

Se reafirmo el argumento en contra de las medidas de política que sólo contemplan el lado de la demanda; ya que, se mostró que la economía estadounidense es una economía capitalista monetaria, madura y abierta, la cual requiere de consideraciones de oferta y demanda, específicamente de medidas que reactiven a la industria nacional más allá de una simple variación de capacidad utilizada, tales como la ampliación de la inversión en infraestructura y de programas como el empleador de última instancia, por parte del estado a través del déficit público, las cuales suministran ingreso a las familias al tiempo que reducen costos a las empresas e incrementan al productividad de los trabajadores por medio de la capacitación.

Incluyendo además entre las medidas consideraciones de ingreso de las familias, tales como transferencias directas para los desempleados, reestructuración de las deudas y de comercio exterior, que tomen en cuenta el impulso al mercado nacional recordando el contexto internacional de recesión, por el cual la demanda externa será reducida dando mayor importancia aún al mercado interno, así como, a la necesidad irremediable de políticas de corte proteccionista para la producción nacional y contra la movilidad de la planta productiva en el marco de la globalización. De no ser de esta forma las crisis seguirán ocurriendo, además de ser más frecuentes por el acortamiento de los ciclos reales, debido al debilitamiento constante de la economía real y el incremento de la importancia del sector financiero.

Redistribución del ingreso.

En general existe un proceso de concentración de la riqueza revelado por el índice de Gini, el cual creció mostrando además la característica de ampliarse en los periodos de expansión. Lo cual indica una distribución de la riqueza más regresiva conforme mayor es el crecimiento de la economía. En cuanto a la distribución de la riqueza medida por el ingreso de los hogares, las cifras exponen igualmente el proceso de concentración; ya que, de 1980 a 2008 los cuatro primeros quintos de los hogares, redujeron su parte del ingreso total, mientras el quinto más alto fue el único que tuvo un crecimiento. Esto es más marcado en el cinco por ciento de mayores ingresos, el cual para el final del periodo de estudio percibía un ingreso casi igual a la suma de los tres primeros quintos.

Asimismo, el proceso de concentración y redistribución de la riqueza, en forma regresiva, ha inducido diversos resultados como bajo crecimiento del consumo personal como porcentaje del producto, al tiempo que el ahorro personal decreció marcadamente y la deuda total de los hogares creció marcadamente, todo lo cual indica un desesperado intento de los hogares por mantener su nivel de vida por medio de reducir el ahorro al tiempo que incrementan el endeudamiento. Consiguientemente, los hogares vivían un proceso de refinanciamiento constante de los créditos en términos cada vez más costosos, proporcionando las condiciones de demanda restringida para una recesión más profunda como la de 2007.

Estas condiciones de redistribución y concentración de la riqueza, unidas al proceso de creciente endeudamiento de las familias, es lo que ha provocado de poco a poco el socavamiento de las hojas de balance llevándolas a problemas de insolvencia; problema que se extiende por la economía debido a las interrelaciones formalizadas por los compromisos de deuda a través de ella; el resultado es entonces una economía más frágil en lo general, pues los hogares son cada vez más proclives a caer en problemas de impago, lo cual afecta de igual forma a sus acreedores por el lado de sus ingresos, provocando ciclos de crisis cada vez más frecuentes.

Política Económica

La creciente apertura económica se ha traducido en el déficit frente naciones con productividades relativamente mayores, menores salarios y tipos de cambio competitivos. El índice de apertura económica durante todo el periodo mostró una clara tendencia creciente. Sin embargo, esta apertura ha sido funcional para el modelo de apropiación americano con estancamiento en los ingresos, donde

resulta útil el flujo de importaciones baratas; ya que, compensa parte de la pérdida real en la capacidad económica de las familias.

La apertura económica ha hecho del mismo modo mella en la inversión productiva, debido a la relocalización productiva de las empresas multinacionales estadounidenses; las cuales han cambiado hacia cadenas productivas globales, donde es posible tomar los precios más bajos para insumos, materias primas y factores productivos respectivamente, además de las tasas impositivas más convenientes para la conservación de la mayor ganancia. La inserción global de la economía estadounidense es también un factor importante que incrementa la capacidad de los empleadores para asignar menores salarios, por la competencia con trabajadores de todo el mundo, desincentivando el cambio hacia políticas de mayores salarios y restringiendo la demanda.

Ahora el Gobierno pequeño se comprobó ha procurado el comportamiento cíclico de la deuda del gobierno, pues en la búsqueda de equilibrios reduce las fuentes posibles de ingreso para el resto de los agentes de la economía. De igual manera se comprobó la necesidad de la deuda del gobierno para sostener el ingreso de los hogares, lo cual se refleja en el comportamiento correlacionado negativamente entre la deuda de los hogares y la deuda del gobierno, entonces mientras el gobierno procura mantener condiciones de equilibrio reduciendo su deuda provocará una ampliación de la deuda en los hogares.

En cuanto a la flexibilidad laboral se demostró que: 1) la tendencia al estancamiento en el ingreso de los asalariados, 2) la demanda de horas de trabajo ha variado procíclicamente con el producto; sin embargo, el producto ha crecido más que los ingresos asalariados, movimiento explicado por la separación de los ingresos salariales respecto de la productividad; 3) el costo de la unidad de trabajo reveló desaceleración, mientras la productividad creció consistentemente, por lo tanto el producto del trabajo ha crecido al tiempo que su costo decreció.

Se señala la urgencia de replantear las políticas de salarios bajos; ya que, procuran condiciones de estancamiento del ingreso, debilitan las hojas de balance de las familias y llevan a problemas de insolvencia; sin embargo, el cambio se debe llevar a cabo simultáneamente las políticas apertura, pues no permiten el aumento de los salarios sin una pérdida de competitividad internacional, por lo cual es indispensable el manejo de los tipos de cambio para contrarrestar tales efectos.

El Abandono del pleno empleo por la estabilidad de precios, apreciada por la relación entre inflación y tasa efectiva de Fondos Federales, conlleva gran importancia dada la relevancia de la tasa de interés para el crecimiento de una

economía refiriéndose al financiamiento de bienes de capital, por lo que este tipo de políticas de estabilidad de precios han promoviendo el flujo de la inversión al sector financiero, limitando el dinamismo y crecimiento real de la economía. Por lo cual, se requiere de cambios en los objetivos de la autoridad y la implementación de inversión en la búsqueda de reactivar la economía.

Impacto de la Financiarización

El comportamiento de los beneficios corporativos después de impuestos comprobó que la Financiarización ha elevado la relevancia del sector financiero respecto del real y provocado transferencia de ingreso del primero al segundo, los beneficios en general tuvieron una tendencia creciente; sin embargo, previo a cada recesión se observó un periodo de estancamiento de hasta tres años. Asimismo, previo a cada recesión, se presentó la convección entre los valores de los beneficios a favor del sector financiero, llegando a su máximo tras la recesión de 2001 donde el 74.36% del total de los beneficios corporativos se dirigían al sector financiero. Finalmente el comportamiento de los créditos hipotecarios muestra picos en los créditos en el caso de la recesión de 2001 y a finales de 2007.

II

Posibles Soluciones y Recomendaciones:

Ahora la solución de estas problemáticas vendrá a partir de un cambio en el paradigma económico, virando de las explicaciones fundadas en el nuevo consenso que no ha hecho sino procurar condiciones favorables para los mercados financieros y su actividad desestabilizante, bajo la protección institucional de rescates y reformas legales; procurando acceso a cada vez más recursos económicos del resto de la sociedad; sin crear en absoluto crecimiento sobre el sector productivo de la economía; ya que, estos grandes flujos de capital se han quedado en la esfera financiera creando de manera consistente burbujas especulativas. Es así ineludible que las políticas y medidas económicas necesarias para la salida de la crisis se basen teóricamente en perspectivas económicas diferentes como la pos-keynesiana de Hyman Minsky, la estructuralista de Thomas Palley y la neo-marxista apoyada en Sweezy y Magdoff.

Es necesario implementar medidas para revertir el estado de estancamiento y entonces proveer a la economía de capacidad para salir de la crisis sin recaer aún más profundo. De este modo es indispensable reactivar la economía real y la

forma de hacerlo en medio de un ambiente donde los agentes privados se encuentran bajo total incertidumbre, ahorro para el pago de deudas y reduciendo la inversión productiva al *mínimo minimorum*, es entonces el gobierno el único agente económico con acceso a suficientes recursos para incidir en la economía.

Por lo cual el gobierno debe de abandonar la falacia del equilibrio fiscal; aún cuando en la actualidad trabaje con déficit por las medidas implementadas hasta ahora, este se debe de mantener y dirigir hacia el apoyo a las familias; por la importancia del gasto de gobierno para que estas reduzcan sus deudas y combatir la recesión, a partir del ingreso extra generado, además de la capacidad para generar crecimiento por medio de inversión financiada a través del déficit.

El efecto del déficit gubernamental sobre la riqueza de los agentes es asimismo relevante en más de un aspecto; ya que, este se financia por medio de valores gubernamentales los cuales son adquiridos por los agentes como recurso para recobrar la riqueza perdida; los efectos de la inversión del gobierno sobre bienes de capital de larga duración se refleja en beneficios en el futuro, tanto en niveles de ingreso superiores como incrementos en la productividad, sin que esta inversión desplace a la inversión privada; pues logra reiniciar en el momento la economía y vuelve a las inversiones reales fuente de mayores ganancias.

En cuanto a los salarios se deben de retornar políticas como la indización de los salarios a la productividad, la cual asegura a los trabajadores acceso a una repartición menos desigual de la riqueza, mejores niveles de vida y en términos de Kalecki los capitalistas ganaran lo que gastan; ya que, el nivel de demanda se podrá mantener en concordancia con el nivel de oferta; llevando la economía hacia una senda de crecimiento en condiciones de mayor dinamismo, menos dislocaciones entre oferta y demanda; y por lo tanto menor inestabilidad.

Empero esto no actuará en tanto permanezca la configuración del modelo neoliberal; el cual impide, con la apertura económica, que se lleven a cabo estas medidas, pues implicarían una pérdida de competitividad frente al resto del mundo, eliminar la relación con el reto del mundo como palanca para negociar salarios a la baja; y suprimir la prevalencia del sistema financiero; ya que, esta situación fue ya resaltada por la crisis actual como insostenible en el largo y mediano plazo.

En la relación a la globalización y el comercio es necesario replantear la inserción de los EE.UU. a la economía global, direccionando la atención hacia el mercado interior, pues en el contexto internacional de naciones con modelos de crecimiento hacia afuera y la demanda de importaciones de EE.UU., se ha generando una sinergia que ha repercutido en la economía global debido a la reducción en la

demanda estadounidense; reduciendo la eficiencia de medidas anticíclicas de demanda. Forzando de esta forma a un cambio en la política de apertura económica liderado por la demanda interna, la cual relacione el comercio exterior con las condiciones laborales y, la relación entre salarios y productividad, para en conjunción con medidas de inversión, originen incentivos a la producción por medio de productividad formen un círculo virtuoso de expansión económica estable, con bases productivas reales y que pueda compensar la pérdida de competitividad relativa por el incremento de salarios.

Medidas Particulares:

En lo relativo al sector financiero es necesario cambiar la política del Banco Central del mandato único de la estabilidad de precios a ultranza hacia un objetivo de riqueza neta como el propuesto por Arestis y Karakitsos (2009); quienes resaltan la falla de las políticas actuales para asegurar la estabilidad de los precios de los activos financieros, estabilidad que evitaría la aparición de nuevas burbujas especulativas; por lo que es necesario el monitoreo por parte del Banco Central, en lugar de simplemente lidiar con las consecuencias de la explosión de las burbujas y los salvamientos consecuentes. Tal objetivo se logra a través de plantear un objetivo de nivel de riqueza neta, medido por la diferencia entre los activos personales menos las deudas; variable más eficiente para monitorear y controlar burbujas; ya que, de este modo se incluye el mecanismo de transmisión entre los precios de los activos, la deuda y el consumo.

Un nuevo enfoque sobre la formación y aplicación de política del Banco central debe de tener metas y procedimientos de acuerdo al contexto predominante, sin llegar a excesos en la discrecionalidad; la política monetaria debe ser orientada a la economía real, entendiéndose una tasa de interés objetivo con más determinantes que el simple nivel de inflación, como el nivel de ocupación y de inversión neta de capital, considerando de esta manera el nivel de crecimiento económico real. Debe existir asimismo transparencia, rendición de cuentas en las metas, objetivos y procedimientos, los cuales deberían de ser elegidos democráticamente para evitar la imposición de intereses plutocráticos; flexibilidad de política para eliminar modos estructurados y rígidos que limitan la actuación de las autoridades, como las reglas de política; y finalmente la formación de instituciones auxiliares, ya que, el Banco Central no puede llevar a cabo todas las actividades en conjunción con las autoridades fiscales.

En lo particular la crisis hace explícita la necesidad de reformar el sistema financiero; ya que, en la actualidad el sistema de préstamos por medio de apalancamiento bursatilizado ha demostrado su ineficiencia y nocividad para el bienestar de los agentes, por lo cual se requiere de la restitución de reglas para el

sistema financiero en virtud de que retome la actividad de promoción de la actividad económica, es clara, además la imposible solucionar los problemas de la economía con la simple eliminación de activos financieros nocivos de las hojas de balance de los bancos y restauración de precios pre-crisis.

Por lo tanto, es indispensable restituir los candados a las instituciones financieras sobre sus operaciones y fondos a los que acceden; asimismo son indispensables medidas para restaurar la supervisión sobre los mercados y las actividades de las instituciones financieras; tales como las eliminadas durante las reformas neoliberales que dieron rienda suelta a la Financiarización, específicamente regular la bursatilización y reintegrar la división de la banca.

De igual manera, una vez resuelto el problema de iliquidez inmediata, a través de las medidas de la Fed, es precisa la implementación de disposiciones dedicadas a mantener y reactivar la demanda por parte de la política fiscal, con programas como el empleador de última instancia al que refería Minsky; dado que este tipo de programas no sólo provee de ingreso a la población, sino que se puede combinar con las inversiones gubernamentales y procurar mayor infraestructura para la economía productiva impulsando productividad, ingreso y consumo igualmente.

Entre las medidas de reactivación de la demanda se debe considerar al comercio exterior, pues en el presente el sector externo es una sangría, dado el contexto actual de globalización de cadenas productivas y tipos de cambio manejados, la simple política cambiaria es insuficiente, de tal modo se vuelve indispensable el uso de políticas comerciales y de incentivo directo a las empresas nacionales; además de canalizar y, focalizar los esfuerzos en la restauración de las condiciones de vida de las familias al igual que el salvamento de las principales instituciones financieras.

En resumen es necesario el cambio hacia consumo de los hogares financiado por medio de incrementos salariales, instituciones financieras solidas con capital suficiente; un gobierno que procure inversiones productivas y el incremento de la productividad del trabajo; al mismo tiempo incrementar la supervisión del sector financiero, fuente constante de inestabilidad, para asegurar que los aumentos en el ingreso se dirijan a capital productivo y trabajo. Dejando finalmente de lado las disposiciones dirigidas a la recuperación de los precios pre-crisis de los activos financieros, útiles exclusivamente para los acreedores de la economía, las instituciones financieras, aunque inútiles para la mayoría de los hogares, siendo este tipo de política útiles únicamente en proporcionar recursos para la formación de nuevas burbujas especulativas y la consiguiente inestabilidad.

Referencias Bibliográficas y Hemerográficas

Alumnia M., Bénétrixt A. S., Eichengreen B., O'Rouket K. y Rua G., 2009, "From Great Depression to Great Credit Crisis: Similarities, Differences, and Lessons", NBER, Working Paper 15524.

Arestis, P., 2009a, "What Role for Central Banks in View of the Current Crisis?", The Levy Economics Institute, Policy Note 2009/2.

-----2009b, "New Consensus Macroeconomics", The Levy Economics Institute, Working Paper Núm. 564.

Arestis, P., Basu, S., y Mallick, S. 2005, "Financial globalization: the need for a single and a global central bank", en *Journal of PostKeynesian Economics*, Primavera, Vol. 27, Núm. 3.

Averback. M., 2009, "The Return of the State", The Levy Economics Institute, Working Paper Núm. 561.

Barbosa-Filho, N., Roda, C., Taylor, L., Zaparelli, L., 2005, "US Macroeconomic Imbalances: Trends, cycles and policy implications", en The Schwartz Center for Economic Policy Analysis, Policy Note, Diciembre.

Bell. S., 1998, "Can Taxes and Bonds Finance Government Spending?", en The Levy Economics Institute, Working Paper. Núm. 244.

Bell, S. y Wray, R., 2003, "Fiscal effects on reserves and the independence of Fed", en *Journal of PostKeynesian Economics*, Vol. 25, Núm. 2.

Blancas Andrés, 2007, "Financial Fragility Dynamics in Developing Countries, the Mexican Case", Instituto de Investigaciones Económicas.

Blecker, R., y Razmi, A., "Export led-growth, real Exchange rates and the fallacy of composition", publicación próximamente en Mark Setterfield (ed), *Handbook of Alternative Theories of Economic Growth*, Northampton, Edward Elgar..

Bernanke, Ben 2005, "Implementing monetary policy", Dayton, Ohio, marzo.

Bernanke, Ben 2007, "Testimony Semiannual Monetary Policy Report to the Congress",

Washington, julio.

-----2008a, "Testimony Semiannual Monetary Policy Report to the Congress", Washington, febrero.

-----2008b, "Testimony Semiannual Monetary Policy Report to the Congress", Washington, julio.

Bernanke, Ben y Reinhart, Vincent , 2004, "Conducting monetary policy at very low short-term interest rates", *American Economic Review* vol. 94 núm. 2, mayo.

Bibow, J., 2004, "Fiscal Consolidation Contrasting Strategies and Lessons from International Experiences", en The Levy Economics Institute, Working Paper Núm. 400.

Bibow, J., 2009, "The Euro and its Guardian of Stability: The Fiction and Reality of the 10th Anniversary Blust", en The Levy Economics Institute, Working Paper Núm. 583.

Board of Governors of the Federal Reserve System, 2007, "*Monetary Policy Report to the Congress*", Washington, julio18.

----- 2008a, "*Monetary Policy Report to the Congress*", Washington, febrero 27.

----- 2008b, "*Monetary Policy Report to the Congress*", Washington, julio15.

Cogley, Timothy 1993a, "Interpreting the term structure of interest rates", *Weekly Letter* núm. 93-15, FRB of San Francisco, abril.

----- 1993b, "Monetary policy and long-term real interest rates", *Weekly Letter* núm.93-42, FRB of San Francisco, diciembre.

Cozzi, G. y Toporowski, J., 2006, "The Balance Sheet Approach to Financial Crises in Emerging Markets", en The Levy Economics Institute, Working Paper Núm. 485.

Crotty J., 2008, "Structural Causes of the Global Financial Crisis", en Political Economy Research Institute, Working Paper Núm. 180.

De Sousa, J., 2006, "Euro, cinco anos depois: Confirmam-se as consequencias da perda de soberania monetaria", en www.resistir.info Nov. 22.

Duménil, Gérard, y Levy, 2000, "Dominique, "Crisis y salida de la crisis. Orden y desorden neoliberal", Fondo de Cultura Económica.

Economic Research Department , 2004, "*U.S. monetary policy; an introduction*", FRB of San Francisco, enero.

Epstein, Gerald, 2002, "Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy," manuscrito, Massachusetts, Amherst, MA, Department of Economics, University of Massachusetts, diciembre.

Epstein, G. y Grabel, I., 2007, "Financial Policy", en Political Economy Research Institute, Training Module Núm.3.

Epstein G., 2009, "Rethinking Monetary and Financial Policy: Practical suggestions for monitoring financial stability while generating employment and poverty reduction", en Political Economy Research Institute, Working Paper Núm. 37, Nov.

Ertuk, K., 2006, "On the Minskian business cycle" The Levy Economics Institute, Working Paper Núm. 474.

Erturk, K. y Ozgur, G., 2009. "What is Minsky all about, anyway?", en *Real-world Economics review*, Núm. 50, sep.

Foley, Duncan, 2001, " Financial Fragility in Developing Economies". *New School University Mimeo*, enero.

Foster, J. B., 2008, "The Financialization of Capitalism and the Crisis", en *Monthly Review*, abril, Vol.59, Núm.11.

Foster, J. B. y Magdoff, F., 2008, "Financial Implosion and Stagnation: Back to the Real Economy", en *Monthly Review*, Dic.

Foster, J.B. y McChesney, R.W., 2009, "Monopoly – Finance Capital and the Paradox of Accumulation", en *Monthly Review*, oct..

Fontana, G., 2009, "Whither New Consensus Macroeconomic?", en The Levy Economics Institute, Working Paper Núm. 563.

Firman, Alan, 2009, "Economic theory and the crisis", en *Real-world Economics review*, Núm. 51,.

Friedman, Milton, 1968, "The role of monetary policy", *American Economic Review* vol. 58 núm.1, marzo.

Galbraith, J., 2006, "The fiscal facts: Public and private debts and the future of the American economy", en The Levy Economics Institute, Policy Note, Febrero.

----- 2008, "The Collapse of Monetarism and the Irrelevance of the New Monetary Consensus", en The Levy Economics Institute, Policy Note 2008/1

Godley, W., et al., 2007, "The US Economy is there a way out of the Woods", en The Levy Economics Institute, Strategic Analysis, Noviembre.

Godley, W., Lavoie, M., 2006, "Prolegomena to realistic monetary macroeconomics: A theory of intelligible Sequences", en The Levy Economics Institute, Working Paper Núm. 442.

Godley, W., y Zezza, G., 2006, "Debt and lending", en The Levy Economics Institute, Policy Note, Abril.

Hetzl, Robert, 1993, "A quantity theory framework for monetary policy", *Economic Quarterly* vol. 79 núm. 3.

-----2004, "How do central banks control inflation?", *Economic Quarterly* vol. 90 núm. 3, veraNúm.

----- 2008, "What is the monetary standard, or, how did the Volcker-Greenspan FOMC's tame inflation?", *Economic Quarterly* vol. 94 núm. 2, primavera.

Hill, Lucarelli, 2009, "The demise of neoliberalism?", en *Real-world Economics review*, issue Núm. 51.

Hudson, M., 2006, "Saving, asset-price inflation and debt induced deflation", en *Money, Financial Instability and Stabilization Policy*, Editado por L. R. Wray y M. Forster, Publicado por Edward Elgar, UK y USA.

Huerta, A., 2004, "*La economía política del estancamiento*", Editorial Diana.

Huerta, A., 2006, "Porque no crece la economía mexicana y como puede crecer". Editorial Diana.

Huerta, A., 2009a, "Las causas de la crisis financiera y la inoperatividad de los rescates.", *Revista de Comercio Exterior*, Mayo.

-----2009b, "La Liberalización Económica y la Estabilidad Macroeconómica: Modelo Fracasado de Desarrollo", en *Economía UNAM*, septiembre.

Huh, Chan, 1993, "Interest rate spreads as indicators for monetary policy", *Weekly Letter* núm. 93-12, FRI of San Francisco, marzo.

Issing, O., 2005, "The role of fiscal and monetary policies in the stabilization of the economic cycle", en la web del Banco de México.

Jordá, Óscar, 2005, "Can monetary policy influence long-term interest rates?", *Economic Letter* núm. 2005-09, FRB of San Francisco, mayo.

Khan, Moshin, 2003, "Current issues in the design and conduct of monetary policy", Working Paper/03/56, IMF Institute, marzo.

Kregel, J., 2007, "The Natural Instability of Financial Markets", en The Levy Economics Institute, Working Paper Núm. 523, Diciembre.

----- 2008, "Changes in the US Financial System and the Subprime Crisis", en The Levy Economics Institute, Working Paper Núm. 530.

----- 2008a, "The Discrete Charm of the Washington Consensus", en The Levy Economics Institute, Working Paper Núm. 533.

----- 2008b, "Minsky's Cushions of Safety: System Risk and the Crisis in the US Subprime Mortgage Market", en The Levy Economics Institute, Public Policy Notes, Núm. 93, Enero.

----- 2009a, "It's That 'Vision? Thing: Why the Bailouts Aren't Working, and Why a New Financial System is Hended", en The Levy Economics Institute, Public Policy Brief Núm. 100.

----- 2009b, "Observaciones on the Problem of 'Too Big to Fail/Save/Resolve'", en The Levy Economics Institute, Policy Notes, Noviembre.

Kyland, Finn y Edward Prescott, 1997, "Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans", *Journal of Political Economy* vol. 85 núm. 3.

Madrick, J., et al, 2006, "State market relations for a globalized economy", en Schwartz Center for Economic Policy Analysis, Policy Note, Abril.

Magdoff, Harry y Sweezy, Paul, 1988," *Estancamiento y explosión financiera en Estados Unidos*", Ed. Siglo XXI.

Magdoff, F., 2006, "Debt and Speculation", en *Monthly Review*, Vol. 58, Núm. 6.

Milberg W. y Winkler, D, 2009, "Financialization and the Dynamics of Offshoring in the US", en Schwartz Center for Economic Policy Analysis, Working Paper 2009-5.

Minsky, H., 1985, "The financial instability hypothesis: a restatement" en Arestis y Skouras, *Post Keynesian Economics Theory*.

----- 1986, "*Stabilizing an Unstable Economy*" New Haven, Yale University Press.

----- 1992, "The Financial Instability Hypothesis" en The Levy Economics Institute", Working Paper Núm. 74.

----- 1993, "Finance and Stability: The Limits of Capitalism", en The Levy Economics Institute, Working Paper Núm. 93.

Montiel, P. y Servén, “Macroeconomic Stability in Developing Countries: How Much is Enough?”, Banco Mundial Working Paper 3456.

Moudud, J., “Government Spending and Growth Cycles: Fiscal Policy in a Dynamic Context”, en The Levy Economics Institute, Working Paper Núm. 260.

Nell, E.J., 2009, ‘Reinventing macroeconomics: What are the questions?’, *mimeo*.

Orhangazi, O., 2007, “Financialization and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector”, en Political Economy Research Institute, Working Paper Núm. 149.

Palley, T., 1999, “Minsky’s Analysis of Financial Capitalism”, en The Levy Economics Institute, Working Paper No. 275.

-----2006a, “Rethinking Trade and Trade Policy: Gomory, Baumol and Samuelson on Comparative Advantage”, en The Levy Economics Institute, Public Policy Brief, No. 86.

-----2006b, “The fallacy of the revised Bretton Woods hypothesis: Why today’s International Financial System is unsustainable”, en The Levy Economics Institute, Public Briefs, Junio.

-----2007, “Globalization and the Changing Trade Debate”, en The Levy Economics Institute, Public Policy Notes No. 91.

-----2007a, “Financialization”, en The Levy Economics Institute, Working Paper No. 525.

-----2007b, “Market Bondage”, en www.thomaspalley.com

-----2007c, “The Fed and America’s Distorted Expansion”, en www.thomaspalley.com

-----2007d, “Globalization and the Changing Trade Debate”, en The Levy Economics Institute, Public Policy Brief No. 91.

-----2007e, “Macroeconomic and monetary policy: competing theoretical frameworks”, en *Journal of PostKeynesian Economics*, Vol.30, No.1, Fall.

-----2009a, “The Limits of Minsky’s Financial Instability Hypothesis as an Explanation of the Crisis”, en *New American Foundation*, Nov. 18.

-----2009b, “Rethinking the Economics of Capital Mobility and Capital Controls”, en Political Economy Research Institute, Working Paper No. 193.

Papadimitriou, D., 2006, "Government effects on the distribution of income", en The Levy Economics Institute, Working Paper 442.

----- et al., 2007, "Cracks in the Foundations of Growth", en The Levy Economics Institute, Public Policy Notes, No. 90, Julio.

Papadimitriou, Hannsgen, D. y Zezza, G., 2009, "Sustaining Recovery: Medium – Term Prospects and Policies for the US Economy", en The Levy Economics Institute, Strategic Analysis, Diciembre.

Papadimitriou y Wray, R., 1997, "The Economic Contributions of Hyman Minsky", en The Levy Economics Institute, Working Paper No.217.

.-----1999, "Minsky's Analysis of Financial Capitalism", en The Levy Economics Institute, Working Paper No. 275.

Papadimitriou y Wray, 1998, "The economic contributions of Hyman Minsky: varieties of capitalism and institutional reform", en *Review of Political Economy*, Volume I, Núm. 2.

Papadimitriou, D., Zezza, G., 2006, "Can the growth in the US current account deficit be

sustained?: The growing burden of serving foreign-owned US debt.", en The Levy Economics Institute, Strategic Analysis,

Mayo.

Pollin, R., 1983, "A Theory of Financial Instability," en *Monthly Review*, diciembre.

Rochon, L.P., 2007, "The state of Post Keynesian interest rate policy: where are we and where are we going?", en *Journal of PostKeynesian Economics*, Vol.30, Núm.1, Otoño.

Rochon, L.P. y Stterfield, M., 2007, "Interest rates, income distribution, and monetary policy dominance: Post Keynesians and the 'fair rate' of interest", en *Journal of PosKeynesian Economics*, Vol.30, Núm.1, Fall

Sardoni, C. y Wray, R., 2007, "Fixed and Flexible Exchange Rate and Currency Sovereignty", en The Levy Economics Institute, Working Paper Núm. 489

Smithin, J., 2007, "A real interest rate rule for monetary policy?", en *Journal of PosKeynesian Economics*, Vol.30, Núm.1, Fall.

Sweezy, P. y Baran, P. , 1968, "El Capital Monopolista", Ed. Siglo XXI.

Tcherneva, P., 2008, "The Return of Fiscal Policy", en The Levy Economics Institute, Working Paper Núm. 539.

Trehan, Bharat, 1993, "Real interest rates", *Weekly Letter* núm.93-3 8, FRS of San Francisco, Noviembre.

Tymoigne, E., 2006a, "The Minskyan System, Part II: Dynamics of the Minskyan Analysis and the Financial Fragility Hypothesis", en Levy Economics Institute Working Paper Núm. 453, Junio.

----- 2006b, "The Minskyan System, Part III: System Dynamics Modeling of a Stock Flow - Consistent Minskyan Model." En Levy Economics Institute Working Paper Núm.455, Junio.

----- 2006c, "The Minskyan System, Part I: Properties of the Minskyan Analysis and How to Theorize and Model a Monetary Production Economy", en Levy Economics Institute Working Paper No. 452, Junio.

----- 2006d, "Asset Prices.Financial Fragility and Central Banking", en The Levy Economics Institute, Working Paper Núm. 456.

----- 2008, "Minsky and Economic Policy", en The Levy Economics Institute, Working Paper Núm. 547.

Van Treeck, Hill, 2009, "The macroeconomics of financialisation and the deeper origins of the world economic crisis", en Macroeconomic Policy Institute, Working Paper 9.

Vercelli, Alessandro, 2009, "Minsky Moments, Russel Chickens, and Gray Swans: The Methodological Puzzles of the Financial Instability Analysis", en The Levy Economics Institute, Working Paper 582.

Vercelli, A., 2009, "A Perspective on Minsky Moments: The Core of the Financial Instability Hypothesis in Light of the Subprime Crisis", en The Levy Economics Institute, Working Paper 579.

Walsh, Carl, 1994a, "A primer on monetary policy. Part I: goals and instruments", *Weekly Letter* núm. 94-27, FRB of San Francisco, agosto.

----- 1994b, "A primer on monetary policy. Part II: targets and indicators", *Weekly Letter* núm. 94-28, FRB of San Francisco, agosto.

Weeks, John, 2009, "The Effectiveness of Monetary Policy Reconsidered", en Political Economy Research Institute, Working Paper 202.

Whalen, Ch., 2007, "The US Credit Crunch of 2007", Oct, en The Levy Economics Institute, Public Policy Notes, Núm. 92.

Wray, L.R., 1997, "Deficit, inflation and monetary policy", en *Journal of Postkeynesian Economics*.

----- 2006, "Keynes's Approach to Money: An Assessment After 70 Years", en The Levy Economics Institute, Working Paper Núm. 438.

----- 2006a, "Extending Minsky's Classifications of Fragility to Government and the Open Economy", en The Levy Economics Institute, Working Paper Núm. 450.

.- ----- 2006b, "Banking, Finance and Money", en The Levy Economics Institute, Working Paper Núm. 459.

----- 2006c, "Twin Deficits and Sustainability", The Levy Economics Institute, Policy Notes, Abril.

----- 2006d, "Extending Minsky's classification on fragility to government the open economy", en The Levy Economics Institute, Working Paper, Núm. 450.

----- 2006e, "Keynes's Approach to Money: An Assessment After Seventy Years", en The Levy Economics Institute, Working Paper 438.

----- 2006f, "Banking, finance and money", en The Levy Economics Institute, Working Paper Núm. 459.

----- 2006g, "El papel del dinero hoy: la clave del pleno empleo y la estabilidad de precios", Publicado por la Facultad de Economía, UNAM.

----- 2006h, "Understanding Policy in a Floating Rate Regime", en Center for Full Employment and Price Stability, Working Paper Núm. 51.

----- 2007a, "Lessons from the Subprime Meltdown", en The Levy Economics Institute, Working Paper Núm.522

----- 2007b, "Demand Constraints and Big Government" en The Levy Economics Institute, Working Paper No. 488.

----- 2007c, "The Continuing Legacy of John Maynard Keynes", en The Levy Economics Institute, Working Paper Núm. 514.

----- 2007d, "A Post-Keynesian View of Central Bank Independence, Policy Targets, and the Rules –versus- Discretion Debate", en The Levy Economics Institute, Working Paper Núm. 510.

----- 2008, “What’s a Central Bank to Do?” en The Levy Economics Institute, Policy Note, 2008/3

----- 2009a, “An Alternative View of Finance, Saving, Deficits and Liquidity”, en The Levy Economics Institute, Working Paper No. 580.

----- 2009b, “Financial Reform or Rearranging Chairs on the Titanic”, R. Wray, en *Real-world Economics Review*, issue 50.

----- 2009c, “It is time to reduce the ease to prevent inflation and possible national insolvency?”, en www.newdeal20.org, Diciembre 15.

----- 2009d, “The Return of Big Government”, en The Levy Economics Institute, Public Policy Brief No. 99.