



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO**  
PROGRAMA DE POSGRADO EN ESTUDIOS LATINOAMERICANOS  
INSTITUTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS (IIEc)  
FORMACIÓN ESTRUCTURAL, DESARROLLO E INTEGRACIÓN DE AMÉRICA  
LATINA

AMÉRICA LATINA ENTRE LA TITULIZACIÓN Y LA INESTABILIDAD FINANCIERA.  
ESTUDIO SOBRE LA RECONFIGURACIÓN DEL FINANCIAMIENTO EXTERNO  
(1990-2019)

**TESIS**  
**QUE PARA OPTAR POR EL GRADO DE:**  
**MAESTRO EN ESTUDIOS LATINOAMERICANOS**

PRESENTA:  
DANIEL ALBERTO MIRÓN SÁNCHEZ

TUTORA PRINCIPAL:  
DRA. ALICIA ADELAIDA GIRÓN GONZÁLEZ (IIEC-UNAM)

CIUDAD UNIVERSITARIA, CDMX, ENERO DE 2021



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.

*Para Karla, Maribel y JJ*

Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM)  
Programa de Posgrado en Estudios Latinoamericanos (PPELA)

Maestría, Campo de Conocimiento II.  
Formación Estructural, Integración y Desarrollo de América Latina

Generación 2019-1

Presenta: Lic. Daniel Alberto Mirón Sánchez

Tesis titulada:

América Latina entre la Titulización y la Inestabilidad Financiera.  
Estudio sobre la reconfiguración del financiamiento externo  
(1990-2019)

Tutor: Dra. Alicia Adelaida Girón González (IIEc-UNAM)

Noviembre de 2020

# ÍNDICE GENERAL

<b>Introducción.....</b>	<b>5</b>
<b>CAPÍTULO I. FINANCIAMIENTO PARA EL DESARROLLO, ENDEUDAMIENTO EXTERNO Y CRISIS EN AMÉRICA LATINA. ....</b>	<b>13</b>
1.1. <i>Financiamiento externo para el desarrollo de América Latina: la falacia de escasez del ahorro.....</i>	13
1.2. <i>Las bases teóricas del financiamiento externo.....</i>	18
1.2.1. <i>La propuesta ortodoxa sobre las finanzas y el dinero .....</i>	19
1.2.2. <i>La revolución keynesiana del pensamiento económico.....</i>	25
1.2.3. <i>Aportaciones heterodoxas sobre las finanzas y el dinero .....</i>	30
1.3. <i>Industrialización y financiamiento externo: una política de endeudamiento .....</i>	36
1.4. <i>Un momento minsky bajo contexto internacional: 1982, crisis de la deuda.....</i>	42
1.4.1. <i>Reestructuración de deuda externa en mercados financieros internacionales.....</i>	50
<b>Comentarios Finales .....</b>	<b>53</b>
<b>CAPÍTULO II. RECONFIGURACIÓN DEL ESCENARIO FINANCIERO MUNDIAL: GLOBALIZACIÓN, REFORMAS Y TITULIZACIÓN DE DEUDA LATINOAMERICANA. ....</b>	<b>56</b>
2.1. <i>Globalización y ganancia financiera, un nuevo patrón de acumulación.....</i>	56
2.1.1. <i>Reforma monetaria internacional .....</i>	66
2.1.2. <i>Innovación técnica en las finanzas: titulización de deuda .....</i>	70
2.2. <i>Desregulación financiera y cambio institucional en América Latina.....</i>	75
2.3. <i>Los cimientos de la inestabilidad: titulización de deuda y crisis (1994-2001).....</i>	84
2.3.1. <i>De la desregulación financiera a la crisis: algunas interpretaciones teóricas .....</i>	90
<b>Comentarios Finales .....</b>	<b>98</b>
<b>CAPÍTULO III. HACIA UNA TIPOLOGÍA SOBRE LA INESTABILIDAD Y LA CRISIS EN SISTEMAS FINANCIEROS PERIFÉRICOS DEL S. XXI. ....</b>	<b>100</b>
3.1. <i>Continúa la historia: endeudamiento periférico en mercados financieros vía bonos .....</i>	100
3.2. <i>Nuevo siglo, nueva crisis: América Latina ante la crisis subprime 2007-2009.....</i>	123
3.2.1. <i>Regionalización comercial y financiera post-crisis .....</i>	131
3.2.2. <i>Del Arco a la Alianza del Pacífico: el regionalismo neoliberal .....</i>	133
3.3. <i>Una tipología del desenvolvimiento económico de América Latina .....</i>	136
3.3.1. <i>Jerarquía Internacional de Monedas.....</i>	143

3.3.2. Arbitraje financiero o fenómeno de carry trade .....	148
3.3.3. Transferencia de recursos y el aumento de reservas de divisas .....	149
3.4. Evidencia de las relaciones financieras asimétricas vía déficits .....	150
<b>Comentarios Finales .....</b>	<b>154</b>
<b>Bibliografía: .....</b>	<b>158</b>

## ÍNDICE de Tablas.

<b>Tabla 1.</b> Porcentaje de TNR sobre INC.....	44
<b>Tabla 2.</b> Crédito Total de la Banca Privada a América Latina.....	46
<b>Tabla 3.</b> Crédito Total de la Banca Privada a América Latina, crecimiento del período y participación porcentual por país de América Latina.....	46
<b>Tabla 4.</b> Flujos Netos de Capital hacia los Mercados Emergentes (1989-1995).....	86
<b>Tabla 5.</b> Participación porcentual de los Flujos Netos de Capital hacia los Mercados Emergentes (1989-1995).....	86
<b>Tabla 6.</b> América Latina Costo de las Crisis Financieras durante la década de 1990. ....	96
<b>Tabla 7.</b> América Latina: desempeño cinco años antes y después de las crisis gemelas. ....	97
<b>Tabla 8.</b> México: IED y sus destinos, valores porcentuales para años seleccionados.....	103
<b>Tabla 9.</b> Argentina. IED y sus destinos, valores porcentuales para años seleccionados. ....	104
<b>Tabla 10.</b> Brasil. IED y sus destinos, valores porcentuales para años seleccionados.....	105
<b>Tabla 11.</b> Chile. IED y sus destinos, valores porcentuales para años seleccionados. ....	106
<b>Tabla 12.</b> Colombia. IED y sus destinos, valores porcentuales para años seleccionados. ....	107
<b>Tabla 13.</b> Perú. IED y sus destinos, valores porcentuales para años seleccionados.....	108
<b>Tabla 14.</b> Volumen de Deuda Comerciable de Mercados Emergentes (2000-2019). ....	116
<b>Tabla 15.</b> Variación porcentual de la evolución en la participación del mercado de deuda por instrumento financiero. Años seleccionados.....	117
<b>Tabla 16.</b> Una tipología de economías latinoamericanas (hasta 1930)* .....	139
<b>Tabla 17.</b> Tipología propuesta por Vania Bambirra (1974). ....	141

## ÍNDICE de Gráficos.

<b>Gráfico 1.</b> Transferencia Neta de Recursos de América Latina* hacia el resto del mundo (1980-1999) (valores porcentuales). .....	44
<b>Gráfico 2.</b> Participación porcentual por país del Crédito Total de la Banca Privada a América Latina en el período 1978-1981. ....	47
<b>Gráfico 3. al 8.</b> México, Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú. IED total y sus destinos (1990-2018) (millones de dólares). .....	103
<b>Gráfico 9. al 14.</b> México, Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú. Inversión Externa Total (1990-2018) (millones de dólares). .....	110
<b>Gráfico 15.</b> Evolución del Volumen de Deuda Comerciable de Mercados Emergentes (2000-2019) (miles de millones de dólares). .....	117
<b>Gráfico 16.</b> Valores de Deuda Comerciable de Mercados Emergentes (2000-2019). .....	118
<b>Gráfico 17. al 22.</b> México, Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú. Emisiones de Valores de Deuda por sector institucional (1990-2018) (millones de dólares). ....	119
<b>Gráfico 23. al 28.</b> México, Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú. IED vs. IC y sus destinos (1990-2018) (millones de dólares). .....	128
<b>Gráfico 29. al 34.</b> México, Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú. Estructura Porcentual de Valores de Deuda emitidos en moneda externa, años seleccionados. ....	145
<b>Gráfico 35. al 40.</b> México, Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú. Principales Componentes de Balanza de Pagos (1990-2018) (millones de dólares). .....	151

## Introducción

La transferencia de recursos desde América Latina hacia el exterior ha sido una constante a través de la historia. Para nadie es tema oculto cómo durante la época colonial la región contribuyó de manera preponderante a la expansión de la oferta monetaria a nivel mundial a través de masivas exportaciones de metales preciosos.<sup>1</sup> La explotación de minas de oro y plata, aleaciones sobre las que se sustentaba la producción de monedas, constituyeron así la base de gran parte de las transacciones comerciales entre las principales economías de Europa, para de ahí distribuirse al resto del mundo. No obstante, una vez consumados los procesos de emancipación americana del siglo XIX, los flujos fueron redireccionados bajo la lógica del endeudamiento.

A causa de tres siglos de extracción de recursos bajo la dinámica colonizadora, las naciones latinoamericanas se insertan al escenario económico mundial con limitantes en sus estructuras productivas, así como con políticas fiscales y financieras restringidas. Ante ello, son los centros económico-financieros de Europa quienes se vuelven el sostén financiero de los proyectos nacionales latinoamericanos.<sup>2</sup> Al tiempo que mantuvieron las relaciones económicas de dependencia a través de la recepción de recursos financieros en forma de capital.

Una vez entrado en escena el siglo XX la situación no fue muy diferente para la América Latina. Los capitales continuaron fluyendo hacia la región desde las naciones desarrolladas. Y si bien, es durante el siglo pasado que se consolida el patrón monetario actual sostenido sobre *dinero fiat*<sup>3</sup> a causa del rompimiento de los acuerdos de Bretton Woods; las naciones subdesarrolladas como las de América Latina sólo juegan el papel de espectadores

---

<sup>1</sup> Respecto al tema, el economista mexicano Sergio de la Peña plantea que de América Latina “En la etapa colonial, una parte considerable del excedente creado era transferido a la península, sin contrapartida equivalente.” (de la Peña, 1972, pág. 139)

<sup>2</sup> En términos financieros, las recién formadas naciones latinoamericanas encontraron que sus gastos superaban con creces a sus ingresos. En ese sentido, y ante la poca capacidad administrativa, la mayor parte de las naciones recurrió al endeudamiento externo como fuente recursos. “[...] en la esfera externa, el vacío relativo en la dependencia tradicional que se mantuvo durante varias décadas era una coyuntura favorable para emprender un desarrollo autónomo. (No obstante) La relación de poderes mundiales, representada por la presencia de Francia, Inglaterra y Estados Unidos, se expresó durante un prolongado período [...] la expansión de la economía inglesa, en gran medida apoyada en la revolución tecnológica pero no menos en la disponibilidad de mercados europeos y coloniales, había colocado al Reino Unido en capacidad de absorber las nuevas naciones americanas en su esfera de influencia [...]” (de la Peña, 1972, págs. 140-141)

<sup>3</sup> Entiéndase por *dinero fiat* o *dinero fiduciario*, aquel dinero que ha perdido el valor intrínseco que le confería la aleación metálica de que se componía. Para dar paso sólo a la confianza como sustento de valor.



y tomadores de las medidas que ahí se establecen. Plegándose al control monetario internacional que les afirma el rol subordinado a través del endeudamiento externo constante y cada vez mayor.

El endeudamiento externo en América Latina ha atravesado así por diversas fases a lo largo de la historia. La última reconfiguración es ese sentido se vivió durante las últimas décadas del s. XX, inaugurando una nueva forma de establecer las relaciones de financiamiento externo conducida por el apogeo de los mercados financieros internacionales desregulados y de índole privada.

El que los agentes económicos incurran en el financiamiento a través de crédito para ampliar su capacidad productiva es parte sustancial del proceso económico capitalista. El dinero, siguiendo a Keynes (2017 [1936]) es un activo financiero (dinero-deuda) contabilizado en un esquema de partida doble. La acción de saldar una deuda implica la eliminación de un pasivo por vía de la salida de efectivo para el deudor y es asentado como una entrada de efectivo en el activo del acreedor. Por tanto, el principal motivo de liquidez de toda entidad o agente económico, o bien, la principal razón para demandar dinero en su calidad de activo financiero, reside en la necesidad de contar con balances contables en orden para protección ante futuras eventualidades. Paul Davidson siguiendo las ideas de Keynes, nos dice:

Si las personas de repente creen que el futuro es más incierto que ayer, aumenta su miedo al futuro. Así, intentarán reducir los pagos de salida de efectivo por bienes y servicios hoy para aumentar su posición de liquidez y estar en mejores condiciones para manejar cualquier evento futuro, adverso e incierto. La forma más obvia de reducir la salida de efectivo es gastar menos ingresos en bienes y servicios producidos, es decir, para ahorrar más de los actuales ingresos. (Davidson, 2009, pág. 49)

Se trata de una relación de transferencias de recursos entre dos entidades, una que adeuda y otra acreedora, así como su asentamiento en registros contables. Una economía de suma cero que trata de un método de partidas dobles, nace en Oriente y llega a las repúblicas del norte de Italia como resultado del intenso comercio durante los siglos XII y XIII para cimentar el desarrollo de la contabilidad internacional. Sin embargo, es bajo el desarrollo del sistema capitalista que la relación contable y el sistema de partida doble se convierte en una relación de poder que establece una desigualdad entre deudores y acreedores, donde, para que una entidad gane otra debe perder. (Goncalves & Carvalho, 2011)

El análisis de balances contables de suma cero, desdeñado desde la teoría económica convencional, se retoma desde una concepción crítica para interpretar el funcionamiento de las economías capitalistas. Desde la mirada de la escuela Post-keynesiana de pensamiento económico, esta visión ha constituido el trasfondo de una aguda crítica sobre la causalidad entre las variables de ahorro e inversión para el desenvolvimiento económico. Donde queda explícito que la oferta de fondos prestables de una economía moderna con un amplio y moderno sector bancario que se sostiene sobre la creación de dinero-deuda (crédito), no depende únicamente de la capacidad de ahorro de la sociedad. Tal como lo sintetiza el Post-keynesiano Marc Lavoie, “El dinero bancario no es un múltiplo de la cantidad de dinero de curso legal; por el contrario, el dinero de curso legal es un cociente de la cantidad de dinero bancario.” (Lavoie, 2005, pág. 67) No son los depósitos el origen del crédito, sino que los créditos, en su calidad de asiento contable, originan los depósitos. Por tanto, los requerimientos de liquidez (u oferta de dinero) en una economía son endógenos a los motivos de demanda de un determinado nivel de producción y a las expectativas de ganancia. Así, el dinero, en tanto dinero-deuda, es un activo financiero que sirve para saldar las hojas de balance entre agentes económicos de una sociedad, o bien, de un sistema internacional de pagos a través de su forma como dinero mundial.

Para que una nación gane liquidez en sus balances con respecto al exterior, debe existir una contraparte que se desprenda de los flujos de efectivo necesarios para eliminar una determinada carga sobre los renglones del pasivo en sus propias hojas de balance. Así, en términos de la macroeconomía internacional, los saldos positivos de una nación son reflejo de los saldos negativos de otra, u otro conjunto de naciones. Una relación de acreedores y deudores a nivel global bajo la cual operan los modernos mercados financieros, cuya liquidez no proviene del intercambio instantáneo (ahorro igual a inversión) tal como argumenta la teoría económica convencional. Sino que, por el contrario, todo intercambio económico es una transacciones de tiempo, donde “Todas las transacciones financieras son un intercambio de dinero hoy, basado en la expectativa de recibir dinero en fechas futuras.” (Kregel, 2015, pág. 258) En ese sentido, la inversión o crédito, como un activo financiero (dinero-deuda), antecede a la capacidad de ahorro de la sociedad, dando origen a la actividad de financiamiento.

La inversión disponible en una economía no depende de la cantidad de fondos prestables. Más bien, se trata de una relación donde los bancos con su capacidad de crear depósitos anticipados en los balances contables de los agentes económicos, en forma de crédito, financian la inversión a partir de contratos de deuda (pasivos contables). Es decir, bajo la expectativa de pagos futuros, no por medio de un intercambio simultáneo que tome en cuenta el ahorro disponible de la sociedad.

No obstante estas observaciones sobre el funcionamiento del proceso económico en las sociedades capitalistas modernas, la interpretación que se ha dado sobre el financiamiento de América Latina ha estado marcada por la visión opuesta que plantea una limitada capacidad de ahorro e instituciones atrofiadas, o “poco desarrolladas”, que impiden dirigir un proceso de acumulación económica interna. Por ello, desde la lógica de la teoría económica convencional, la solución a este conflicto, ha sido y es, la constante necesidad de importar capitales en forma de ahorro excedentario de las naciones desarrolladas para poder dinamizar la producción doméstica en naciones con “atraso económico”. Condición que, reproducida por los últimos dos siglos, ha hecho que el proceso de acumulación de capital en las naciones latinoamericanas sea dependiente del propio proceso de acumulación a nivel mundial y particularmente del de las naciones centrales.

Siguiendo de cerca la tradición crítica latinoamericana y las propuestas heterodoxas del pensamiento económico Post-keynesiano, en este trabajo se sostiene que la causalidad entre ahorro e inversión que promueve la teoría económica convencional ha asignado a la América Latina un rol dependiente y subordinado por flujos externos de capital en forma de un endeudamiento constante que conduce y consolida el subdesarrollo de la región a través de la permanente extracción de recursos. Proceso que bajo las condiciones económicas del s. XXI refuerza la relación asimétrica entre naciones centrales y periféricas, entidades acreedoras y deudoras, por medio de los intereses corporativos y financieros privados que plantea el actual patrón de acumulación a nivel global.

La supresión de fronteras a los flujos financieros internacionales, característica de la economía mundial actual, ha hecho de América Latina, como del resto de las naciones periféricas, un eslabón necesario en el proceso de acumulación de capital a nivel global, donde los principales actores son grupos empresariales y financieros transnacionales. Se trata de un sistema de producción global que no sólo se expresa en las ramas productivas

asignando un rol subordinado a América Latina como proveedor de materias primas y productos energéticos, sino también en ramas como las del capital financiero que ha asignado un rol dependiente a la región al mantener la idea de que el arribo de capitales externos a la región es una condición necesaria para el desarrollo. El resultado directo de este postulado teórico falso, ha desencadenado un proceso de endeudamiento continuo que más que favorecer el desarrollo económico ha consolidado la dependencia, la descapitalización y el atraso económico regional. (Girón, 2007, pág. 40)

En el capitalismo del auge financiero, bajo el cobijo del proyecto neoliberal del s. XXI o proceso de financiarización, el objetivo desarrollista ha quedado de lado en las economías latinoamericanas. Actores e instituciones financieras internas han sido reconfiguradas para favorecer la entrada de flujos externos de capital hacia la región, los cuales transitaron de ser fuente de divisas para el financiamiento de una base productiva industrial hacia una dependencia total en la conducción de la inversión total disponible de las estructuras internas. El ahorro externo es promovido desde entonces a través de inversionistas privados que vuelcan su preferencia hacia portafolios de inversión, o de cartera, en mercados financieros “emergentes” ampliamente desregulados. En específico a través de los mercados de dinero-deuda que, para nuestra región, son dotados de liquidez, principalmente, por medio de la emisión de bonos de deuda gubernamental que son objeto de especulación por parte de los inversionistas internacionales a través de mecanismos de innovación financiera como la titularización para multiplicar sus ganancias de corto plazo a costa de esparcir el riesgo en el mercado.

Ante estos cambios, la política financiera y monetaria regional han sido drásticamente acotadas al control del nivel precios y para garantizar un tipo de cambio flexible, al mismo tiempo que subordina hacia el exterior las decisiones internas para la conducción de la inversión y la fijación de la tasa de interés, con la finalidad de contener la inestabilidad natural de los mercados financieros ante la libre movilidad de capitales hacia y desde la región.

La presente investigación parte de la **hipótesis** que plantea, cómo a través del supuesto de la teoría económica neoclásica, que establece una igualdad entre ahorro (S) e inversión (I), se ha reforzado una posición de dependencia hacia el financiamiento externo en América Latina. Condición que ha permanecido durante el siglo XXI bajo la economía mundial

conducida por las finanzas y es detonante directo de la constante inestabilidad en los mercados financieros periféricos asociada a la titulización de la deuda externa regional.

Así, el **objetivo principal** de este trabajo es analizar los cambios e implicaciones en torno al financiamiento externo de América Latina bajo la economía mundial financiarizada del siglo XXI. En particular, en naciones con mercados financieros ampliamente desregulados y con liberalización de la cuenta de capital.

Por tanto, teniendo como eje estas ideas se han trazado los siguientes **objetivos particulares**:

1. Presentar el debate teórico de la historia del pensamiento económico en torno a la causalidad entre las variables de ahorro e inversión y su vínculo con la política de financiamiento para el desarrollo en América Latina.

2. Indagar en los procesos de reforma y cambios institucionales de los sistemas financieros de las principales economías latinoamericanas (Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia y Perú) como una vía necesaria para insertar a la región en el patrón de acumulación financiarizado, y

3. Analizar la relación existente entre la dependencia financiera hacia inversiones externas y la titulización de deuda como detonadores de la inestabilidad en naciones latinoamericanas del siglo XXI.

Desde una postura heterodoxa de la economía, en esta investigación se plantea que las condiciones de producción internas de cada país, así como las relaciones económicas entre naciones, van más allá de puntos óptimos y situaciones de equilibrio en sistemas de precios que se establecen entre agentes económicos indiferenciados, ahistóricos y racionales. Bajo un análisis realista de la dinámica económica, sostenemos que en los procesos de producción, distribución y consumo que se han desarrollado bajo el sistema de producción capitalista, existen relaciones de clase, y por tanto, de poder, que generan relaciones asimétricas y de desigualdad. Esto, no sólo a un nivel doméstico, sino también en el plano internacional entre naciones.

Así, para lograr los objetivos antes descritos, la estructura de este trabajo se divide en tres grandes apartados o capítulos. En el primero de ellos, se aborda la discusión teórica y de la historia económica reciente detrás del canon que plantea la necesidad de inversión extranjera para generar y mantener el crecimiento económico en países “no desarrollados”.

Al mismo tiempo que se problematiza sobre el financiamiento externo en América Latina como variable clave para la industrialización. Fenómeno que ha desencadenado, a partir de su puesta en práctica, un endeudamiento externo continuo como parte de la política económica regional. La lógica de “financiar el desarrollo” con ahorro externo resultó en una crisis de impago bajo esquemas financieros o de endeudamiento al estilo Ponzi.

En el segundo capítulo, se indaga sobre los procesos de reconfiguración de las estructuras económicas y financieras tanto a nivel internacional como a nivel regional. Se analiza el nuevo patrón de acumulación que surge a partir de la reforma monetaria internacional que desliga el valor del dólar estadounidense de su contenido en oro. Con lo cual, la liquidez internacional aumenta propiciada por los flujos financieros privados de capital que habrían de encontrar en América Latina los territorios propicios para su valorización. La titulización como práctica innovadora en las finanzas también es objeto de estudio en este segundo apartado, pues es a través de esta técnica que las naciones latinoamericanas experimentan una reestructuración de su deuda externa que comienza desde la crisis de 1982 y tiene lugar hasta la primera crisis de titulización que estalla en México durante el año de 1994.

Finalmente, en el capítulo tercero se analiza la dinámica reciente del financiamiento externo regional que se caracteriza por mantener cuantías de capital liberalizadas para permitir el libre movimiento de flujos financieros. Una dinámica que aunada a la desregulación financiera continua que se observa en naciones plegadas a la política neoliberal, ha sido el rasgo distintivo de las principales seis economías de la región (Argentina, Brasil, México, Colombia y Perú) que han delegado la conducción económica interna a inversionistas extranjeros. En este último apartado se demuestra cómo la América Latina sigue ocupando un rol determinante para la acumulación de capital en los países centrales o desarrollados, sobre todo, a partir de un nuevo regionalismo que surge junto con el nuevo siglo y que se consolida posterior a la crisis subprime de 2007-2009. Todo esto, al mismo tiempo que la región sigue siendo descapitalizada a través de prácticas financieras asociadas a una jerarquía internacional de monedas como factor determinante del financiamiento hacia la región, los procesos de arbitraje financiero (*carry trade*) y la acumulación excesiva de reservas para hacer frente a los movimientos abruptos de capitales que generan inestabilidad financiera.

Entre las reflexiones finales más relevantes que se esgrimen como parte de la presente investigación, se plantea la necesidad de comprender que el sistema económico capitalista en su dinámica mundial, se sostiene sobre relaciones económicas asimétricas que generan desigualdad entre naciones. Haciendo del “subdesarrollo” en naciones periféricas una condición necesaria para el desenvolvimiento económico de las naciones “desarrolladas”, ya sea bajo un patrón de acumulación orientado por la industrialización y la comercialización de manufacturas, o bien, bajo un capitalismo donde la ganancia proviene principalmente de la esfera financiera. La realidad hace evidente el rol dependiente de las naciones periféricas con respecto al desarrollo económico de las naciones centrales que se ha consolidado a través de la historia por medio del constante y creciente endeudamiento externo que opera bajo la lógica contable de suma cero: para que una nación gane liquidez, otra deberá de perderla.

Por último, es de suma importancia mencionar que este trabajo de investigación fue posible gracias al financiamiento del Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología (CONACyT), así como al apoyo académico y administrativo otorgado por parte del Programa de Posgrado en Estudios Latinoamericanos (PELA) de la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM).

Mi más sincero agradecimiento a esta mi Universidad que a lo largo de los últimos años me ha formado como profesionalista, como ciudadano y como persona.

Agradezco profundamente a mi tutora, Dra. Alicia Girón, por guiar y ser parte de este proyecto, por sus valiosos consejos y enseñanzas. Agradezco también a mis lectores, Dra. Monika Meireles, Dra. Marcia Solorza, Dr. Efraín León y Dr. Alejandro López, que con sus valiosos comentarios y conocimientos han nutrido este trabajo de investigación.

## CAPÍTULO I.

### FINANCIAMIENTO PARA EL DESARROLLO, ENDEUDAMIENTO EXTERNO Y CRISIS EN AMÉRICA LATINA.

#### *1.1. Financiamiento externo para el desarrollo de América Latina: la falacia de escasez del ahorro.*

El sistema mundial de producción capitalista se sostiene sobre una estructura asimétrica de relaciones económicas entre países. Para que una nación gane liquidez otra debe perderla. Se trata de una economía global de suma cero que hace referencia a los principios esenciales de la contabilidad, donde la entrada de recursos en una entidad significa la salida de recursos de otra. Si una parte del mundo recibe enormes cantidades de recursos como pago por la tenencia de activos de deuda, es porque existe una contraparte deudora que transfiere al exterior dichas sumas de recursos en forma de abono a principal, pago de intereses, cuotas y comisiones, etc. Una relación que bajo la propia definición del Fondo Monetario Internacional (FMI) distingue entre países acreedores o deudores netos.<sup>4</sup>

Bajo condiciones actuales, el lugar de acreedores netos lo ocupan las naciones desarrolladas: Europa, los Estados Unidos y algunas naciones asiáticas. Mientras que en la contraparte de deudores netos, se encuentran las naciones no desarrolladas o “emergentes” entre las que destacan la América Latina, al igual que una buena parte de África y Asia. La creencia de que las economías subdesarrolladas no cuentan con la capacidad de inversión necesaria para dinamizar la producción interna a causa de un insuficiente ahorro doméstico ha sido una de las principales justificaciones desde la teoría económica convencional para garantizar esta relación asimétrica a nivel global que genera dependencia por el

---

<sup>4</sup> De acuerdo con el FMI las relaciones económicas entre residentes de una economía y quienes no lo son se registran en el sistema de cuentas internacionales, cuyos principales balances son: a) La posición de inversión internacional y b) La balanza de pagos. En el caso particular de esta última, nos dice el FMI, que “En virtud del sistema de contabilidad por partida doble que se utiliza en la balanza de pagos, cada transacción se registra mediante dos asientos, y la suma de los asientos de crédito es igual a la suma de los asientos de débito. [...] Las cuentas internacionales de una economía deben compilarse de acuerdo con la contabilidad por partida doble en forma vertical desde la perspectiva de los residentes de esa economía. Cada transacción es un intercambio o una transferencia, y por eso requiere dos asientos. Este principio garantiza que los totales de todos los asientos de crédito y débito correspondientes a todas las transacciones sean iguales, lo que permite confirmar la coherencia de las cuentas de una unidad determinada.” (FMI, 2009, pp. 8, 34)



endeudamiento externo, por un lado. Mientras que por el otro, es una forma de garantizar el constante flujo de recursos desde naciones deudoras hacia las acreedoras.

El discurso oficial<sup>5</sup> de los principales organismos internacionales para el desarrollo consolidó, durante la década de los años cincuenta del s. XX, la creencia sobre la necesidad de ahorro externo en el mundo subdesarrollado como respuesta a la baja productividad, los bajos ingresos y la nula capacidad interna de ahorro. Con lo cual, se da paso al establecimiento de una política de financiamiento para el desarrollo que se consolida a partir del entramado institucional para el reordenamiento mundial de la posguerra en 1944.

Una de las paradojas interesantes de la política para el desarrollo es la aceptación generalizada de la necesidad de financiamiento externo para el desarrollo económico exitoso y la persistencia histórica de los flujos financieros netos de los países en desarrollo hacia los países desarrollados. (Kregel, 2015a, pág. 304)

La retórica sobre la necesidad de ahorro externo en países subdesarrollados y, por ende la libre movilidad de capitales entre naciones sin restricción alguna, fue avalada no sólo desde la política de los organismos internacionales sino también desde el ámbito académico. Siguiendo a Kregel (2015), diversos académicos manifestaron la necesidad de las naciones no desarrolladas por captar ahorro externo para dinamizar la inversión interna. Relegando el crecimiento económico doméstico de naciones no desarrolladas a los flujos de inversión externa, endeudamiento principalmente, en lugar de privilegiar la demanda efectiva interna a través de la promoción de inversión nacional.<sup>6</sup>

---

<sup>5</sup> Kregel identifica cuatro eventos que fueron decisivos para mantener esta idea sobre la necesidad de ahorro externo en economías subdesarrolladas que buscaran la vía de industrialización: 1. La Primera Resolución de la ONU (Organización de Naciones Unidas) sobre el tema en 1950. 2. La creación del Fondo Especial de las Naciones en 1952 cuyo objetivo fue “conceder subvenciones de ayuda a bajo interés en préstamos a largo plazo para países subdesarrollados”, y que más se convertiría en el Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD). 3. La continuidad en la creación de la Corporación Financiera Internacional en 1954 como parte esencial del BIRF (Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento), hoy Banco Mundial (BM). 4. Los inicios en la discusión desde 1958 y su posterior creación en 1964 de la Conferencia de Naciones Unidas para el Comercio y el Desarrollo (UNCTAD), por sus siglas en inglés, United Nations Conference on Trade and Development. (Kregel, 2015a)

<sup>6</sup> Las formas de financiamiento externo no siempre implican una relación de deuda. Los flujos de capital pueden ser clasificados según sus fuentes de origen que pueden ser privadas pero también oficiales. “Las fuentes externas privadas incluyen, entre otros, los flujos de inversión extranjera directa (IED), los flujos de inversión de cartera o portafolio —compra de acciones, deuda pública y privada u otros títulos de un país por parte de inversores externos—, los préstamos bancarios transfronterizos, las remesas de migrantes, y los flujos provenientes de donaciones de agentes privados en el exterior.” Mientras que “Las fuentes externas oficiales son aquellos flujos provenientes, o bien de terceros países (flujos oficiales bilaterales) o bien de instituciones multilaterales incluyendo la Banca de Desarrollo Multilateral, organismos como el Fondo Monetario

El hecho de que estos flujos (externos) deberían normalmente ser positivos se apoya en el argumento de que los países en desarrollo tienen mayores tasas potenciales de retorno sobre las inversiones nacionales que los países industriales más avanzados, y que sus menores ingresos van acompañados de tasas de ahorro más bajas que en los países desarrollados, (por tanto) los mercados eficientes deberán intermediar un flujo constante de préstamos hacia los países en desarrollo. Esto proporciona un resultado mutuamente favorable como consecuencia de permitir a los ahorradores de los países desarrollados explotar rendimientos más altos (fuera de sus fronteras), mientras que los países en desarrollo podrán aprovechar su mayor potencial de crecimiento. Así, los países en desarrollo estarán en la misma posición que una empresa que recauda financiamiento para la inversión. (Kregel, 2015a, págs. 321-322)

En América Latina el financiamiento de las actividades económicas ha recaído así en las transferencias externas de capital. Y si bien, las fuentes de estos recursos en la época de posguerra fueron principalmente oficiales a través de organismos económicos y financieros internacionales emanados de los acuerdos de Bretton Woods en 1944 como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Interamericano de Desarrollo, entre otros, quienes jugaron un papel decisivo en la tarea de “financiar el desarrollo”<sup>7</sup> en su condición de prestamistas o acreedores. Fue a partir de la década de 1960 cuando las fuentes de financiamiento se privatizaron, otorgando el papel de promotores del desarrollo a la banca transnacional privada, cediendo gran parte de la cartera vía Inversión Extranjera Directa (IED), préstamos bancarios, y posteriormente, flujos de Inversión de Cartera (IC) o portafolio.

La historia económica reciente de finales del siglo XX y principios del XXI nos ha mostrado cómo el financiamiento o endeudamiento externo con inversionistas privados ha sido un factor clave para la etapa del proceso de industrialización dirigido por el Estado en América Latina, así como para su posterior modelo de desarrollo orientado a las exportaciones.<sup>8</sup> Así, bajo el argumento de sectores bancarios inapropiados y poco profundos

---

Internacional o instituciones multilaterales no financieras como los organismos y agencias del sistema de Naciones Unidas, entre otros.” (Vera & Pérez-Caldentey, 2015, pág. 10)

<sup>7</sup> Siguiendo a Alicia Girón, fue bajo esta retórica que “Los organismos financieros internacionales y las agencias multilaterales facilitaron el desarrollo de sectores estratégicos en el proceso de industrialización acompañado de la expansión de las empresas multinacionales, principalmente estadounidenses.” (Girón, 2007, pág. 126)

<sup>8</sup> De acuerdo con Bértola y Ocampo (2013) haciendo un análisis sobre el desarrollo económico de América Latina desde la época de la independencia, identifican para el siglo XX, la adopción de dos modelos opuestos de desarrollo: 1. El modelo de industrialización dirigido por el Estado, o modelo de sustitución de importaciones que tuvo lugar desde la década de los treinta y concluye, más menos dependiendo del país que se trate, entre 1973 y 1982 cuando se desata la Crisis de la Deuda Latinoamericana. 2. Posteriormente a la década de pérdida

en naciones subdesarrolladas, se ha cedido a los inversionistas internacionales la conducción de la inversión productiva interna.

La escuela de pensamiento económico neoclásica con su *teoría de los fondos prestables* que se sostiene sobre la escasez de ahorro ha conducido al mundo subdesarrollado a una condición de endeudamiento externo continuo. Algo que Correa y Girón (2013) han denominado como la *trampa del financiamiento externo*, una realidad que ha acompañado a las economías de la región desde su nacimiento como estados nacionales independientes.

Bajo estas premisas teóricas se ha construido la idea de que el sistema financiero es el conjunto de instituciones que fungen como intermediarios en la asignación de recursos disponibles provenientes de entidades superavitarias hacia aquellas con estatus deficitario pero que cuentan con la capacidad técnica para dar uso productivo a los recursos. Una lógica donde el sistema financiero funge como simple mediador entre oferentes y demandantes de crédito o financiamiento para dinamizar el ahorro disponible.

Aceptar esta idea constituye más que una explicación sobre la realidad económica, una vía para consolidar la acumulación del capital en su esfera financiera a través de mayores ganancias por parte de aquellos inversionistas que manejan los recursos disponibles en forma de capital. Una idea que estriba en el supuesto funcionamiento eficiente de los mercados tal como plantea doctrinariamente la teoría económica convencional al referir que el sistema financiero “Forma el vital sistema circulatorio que canaliza los recursos de los ahorradores a los inversionistas. [...] (y que sí) funciona adecuadamente, como sucedió durante la mayor parte del periodo posterior a la Segunda Guerra Mundial, contribuye de forma significativa a un sano crecimiento económico.” (Samuelson & Nordhaus, 2010, pág. 175)

Sin embargo, tal como la ha demostrado la historia reciente, la realidad dista mucho de esta visión convencional sobre la asignación óptima de recursos a través de *mercados eficientes* y de un sistema financiero como simple intermediario. La asignación de recursos disponibles no está en función de los diferenciales de productividad entre países para el manejo óptimo de los recursos. Por el contrario, y desde una perspectiva crítica que centra su análisis en el desenvolvimiento económico de América Latina, la política de financiamiento para el desarrollo que se sostiene en la evolución del sistema financiero ha

---

que se inaugura con la crisis se desarrolla un modelo de desarrollo orientado a las exportaciones de la mano de los procesos de liberalización económica y desregulación financiera, y que prevalece hasta entrado el s. XXI. (Bértola & Ocampo, 2013)

desembocado en el endeudamiento externo constante lejos de dinamizar la inversión productiva. Tratándose así, de un proceso de doble sometimiento, tanto en términos teóricos como en la práctica, evidenciándose a través de una dependencia hacia los flujos externos de capital y en detrimento de [...] la falta de desenvolvimiento de la estructura institucional financiera que permita el uso del dinero interno a través de la banca central, no sólo en la regulación monetaria sino en la expansión del circulante para lograr el crecimiento. La fortaleza de un sistema financiero con bancos de desarrollo y banca comercial comprometidos con un proyecto nacional se ha desdibujado del sendero del crecimiento.” (Girón, 2007, pág. 139)

Pese a que la recepción de recursos externos en las naciones latinoamericanas desde mediados del siglo XX no constituye una novedad, ya que los flujos de capitales hacia la región tienen larga data, la creación de un consenso teórico y práctico en torno a la falta de ahorro interno como causa del subdesarrollo por parte de organismos internacionales así como desde la academia, si constituyen un hecho sin precedentes. Con ello, se institucionalizó la política para financiar con recursos excedentes de las naciones centrales a las economías en desarrollo a través del endeudamiento externo. Consolidándose entonces el sistema financiero internacional que se sostiene sobre los procesos de concentración y centralización de capital<sup>9</sup> financiero a nivel global con el monopolio del capital financiero transnacional<sup>10</sup> que ha consolidado la hegemonía económica de las naciones desarrolladas como acreedores netos sobre países subdesarrollados o deudores netos.

---

<sup>9</sup> Las categorías de *concentración* y *centralización de capital* son sustanciales desde el análisis marxista para interpretar el desarrollo del sistema de producción capitalista que contrario a lo que plantea la teoría económica convencional respecto a la libre competencia y mercados autorregulados, desde esta mirada crítica se observa cómo la tendencia natural del capital no es a la competencia entre pares sino a la concentración de poder en torno a oligopolios y monopolios que capturan las actividades económicas básicas de la producción y la circulación de mercancías. De esta manera podemos definir *concentración de capital* como una fase donde las relaciones de producción conducidas por el capital adhieren a esta lógica otros tipos de producción no capitalista dentro de un sector específico. Mientras que la *centralización de capital* hace referencia a procesos de fusión y compra en el capital social de las empresas por otras de mayores dimensiones. Así la concentración se da cuando otros capitales individuales del mismo sector productivo son adquiridos por empresas o consorcios que tienen una mayor grado de desarrollo. (Girón, 1978 ) La importancia de analizar estas categorías estriba en que diversos autores del s. XX identifican un proceso de monopolización de las actividades productivas y de circulación en unos cuantos consorcios que operan a nivel global dirigiendo el proceso de acumulación a nivel mundial.

<sup>10</sup> Idea retomada del análisis de Rudolf Hilferding, haciendo alusión a la categoría de Capital Financiero, que es retomada por Powell (2013), la competencia por las ganancias monetarias a nivel global es un factor

## *1.2. Las bases teóricas del financiamiento externo*

La importancia del sistema bancario en el crecimiento económico tienen un papel determinante como motor para estimular la innovación productiva financiando inversiones. “La relación entre desarrollo financiero y crecimiento económico ha recibido una gran atención a lo largo de la historia moderna de la economía.”<sup>11</sup> (Arestis, 2006, pág. 346) En una economía capitalista los reconocimientos de deuda son parte sustancial en el funcionamiento del sistema. El endeudamiento o crédito da origen a la ampliación de la capacidad productiva de una sociedad. En ese sentido, el endeudamiento ha sido como pieza clave a lo largo de la Historia del Pensamiento Económico (HPE).

Sin embargo, pese a que existe un aparente consenso sobre la importancia del crédito para el desenvolvimiento en una económica capitalista, existen dos visiones opuestas para interpretar este fenómeno. Por un lado, la visión de la teoría económica neoclásica que observa el proceso económico como el conjunto de relaciones equilibradas de intercambio entre agentes económicos racionales y maximizadores de beneficios individuales, una lógica que hace alusión al funcionamiento eficiente de los mercados lejos de intervención alguna. Mientras que, en la otra vertiente encontramos un análisis que plantea la ineficiencia de los mercados que tienden naturalmente a la inestabilidad, es decir, a la asimetría. Se trata de una visión que desde inicios del s. XX tomaría fuerza en voz del economista británico John Maynard Keynes y su visión sobre el proceso económico conducido por las expectativas de obtención de ganancia más allá de la satisfacción de necesidades de forma equitativa en una sociedad.

---

sustancial en la competencia capitalista. Por ello en una forma de concentración de capital, Hilferding identifica las fusiones entre capitales industriales y bancarios que operan a nivel internacional como una forma de consolidar su monopolio sobre ciertas actividades productivas y de distribución. Esta fusión entre capital bancario que presta a interés y el capital industrial que se encarga de la producción da como resultado el Capital Financiero que opera de manera transnacional en la búsqueda de ganancia, financiera e industrial. Un proceso que está enmarcado por la innovación financiera y el desvanecimiento de fronteras entre empresas y agentes financieros, cuyo fin último es acortar el circuito productivo D-M...P...M'-D' hacia uno al estilo D-D', a partir del acceso y explotación del financiamiento en los mercados internacionales que posteriormente ante los procesos de liberalización y desregulación de finales del siglo XX habrían de incrementar la liquidez a nivel mundial. (Powell, 2013, pág. 263)

<sup>11</sup> Traducción libre a partir de: “The relationship between financial development and economic growth has received a great deal of attention throughout the modern history of economics.”

Se trata de dos vertientes de pensamiento económico o dos interpretaciones contrapuestas sobre los procesos económicos. Dos visiones que han estado presentes en el desenvolvimiento de la teoría económica y que desde el siglo pasado se han disputado no sólo la interpretación de los fenómenos económicos sino también la forma de hacer y promover la política económica.

### ***1.2.1. La propuesta ortodoxa sobre las finanzas y el dinero***

Desde el análisis de la teoría económica convencional o pensamiento económico ortodoxo<sup>12</sup> se plantea que en toda economía de mercado la cantidad de inversión disponible es resultado de los ahorros de los residentes. Los ingresos percibidos por un agente económico, menos su gasto en consumo es igual al ahorro, el cual, a su vez, de manera agregada, es decir tomando en cuenta el conjunto de la sociedad en cuestión, determina la cantidad de recursos disponibles para ser prestados a otros agentes económicos en calidad de crédito para dinamizar la inversión y por tanto la producción de bienes y servicios necesarios para satisfacer las necesidades de consumo de la sociedad. La relación que se establece en este razonamiento es que de todo ingreso en el que incurre una entidad económica, hogares o individuos, es decir, lo que no se gasta en el período de tiempo presente se convierte en ahorro con la intención de gastarlo en el futuro.

De esta manera:

$$Y - C = S = I$$

por tanto,

$$S \rightarrow I$$

---

<sup>12</sup> Romero Sotelo define que “Cuando se habla de pensamiento ortodoxo se hace referencia al pensamiento de la tradición económica neoclásica. [...] El enfoque ortodoxo en una economía conceptualiza el individuo como un *Homo económicos* provisto de información perfecta que le permite ordenar sus preferencias en un proceso de elección libre y racional como ente maximizador.” Este tipo de pensamiento que fue dominante para la interpretación de los fenómenos económicos en la academia y para los hacedores de política económica por siglos entró en conflicto a principios del s. XX al mismo tiempo que se sucedieron diversas crisis. La crisis de 1929 y la posterior Gran Depresión hicieron dudar de los alcances de esta postura teórica. Sin embargo, a finales del mismo s. XX este pensamiento se volvió a encumbrar bajo la álgida del proceso Neoliberal. (Romero Sotelo, 2016)

Donde  $Y$  es el ingreso total de una sociedad,  $C$  representa el consumo, mientras  $S$  es por tanto, igual a los ahorros disponibles, los cuales son equivalentes a  $I$ , la inversión total de que dispone la sociedad en cuestión.

La primer variable a tener en consideración es el ingreso, pues se estima que sólo cuando los ingresos son mayores a los gastos existe un excedente susceptible a ser ahorrado. La posición superavitaria de un conjunto de miembros de la sociedad es, por tanto, lo que da paso a determinar el nivel de inversión que se habrá de destinar hacia actividades productivas, por medio de otro conjunto de individuos que en condición deficitaria no cuentan con los recursos para desarrollar la producción. El sistema financiero es entonces el intermediario entre estos dos subconjuntos de la sociedad. Por lo que se concluye que el ahorro total de una sociedad es igual a la inversión total disponible.

Siguiendo las ideas de Schumpeter (1986) y Roncaglia (2012), esta propuesta se centra en la noción de austeridad o del no-consumo como origen de la inversión productiva. Los inicios de esta idea pueden ser rastreados en una de las posturas de pensamiento económico más antiguas que se desarrolla en las sociedades europeas medievales, específicamente en el pensamiento escolástico del s. XIII donde el gasto y el consumo desmedido, así como el derroche, fueron actitudes consideradas no virtuosas. Para el escolástico italiano Tomás de Aquino, el consumo prudente, la medida y el espíritu previsor concretado en el ahorro, fueron celebrados como prácticas virtuosas, deseables para el conjunto de la sociedad. Un pensamiento que perdura a través de los años hasta llegar al pensamiento económico inglés del s. XVIII con Adam Smith (1723-1790) y David Ricardo (1772-1823), quienes, en ese mismo sentido, valoraron la virtud del ahorro aunada a la capacidad administrativa.

El fin de las sociedades feudales en Europa para dar paso a la creación de Estados nacionales estuvo fuertemente ligado con el proceso de producción conducido por la industria, la producción de manufacturas a partir de la liberalización de la fuerza de trabajo que anteriormente ostentaba sus propios medios de producción. La privatización de la tierra y las herramientas de trabajo consolidó una sociedad capitalista con nuevas clases sociales tal como lo definieron Smith y Ricardo. La economía política clásica inglesa planteó la importancia del progreso técnico para el desarrollo de la producción a partir de la división del trabajo. El desarrollo industrial y el libre cambio como fuente de la riqueza de una nación. Abstenerse del consumo presente para dedicarlo al consumo productivo futuro fue la base

central de los primeros modelos económicos como parte fundamental del pensamiento económico moderno que defiende el supuesto de la escasez de recursos para satisfacer necesidades crecientes.

El ahorro, según observó Adam Smith, es “una cierta cantidad de trabajo acumulada y almacenada para ser empleada, si es necesario, en otra ocasión.” (Smith, 2016, pág. 425) La idea de que un aumento en la riqueza nacional está dado por el ahorro se debe a que los ingresos de la clase dirigente del proceso de producción, la clase capitalista, se reparten en consumo para la satisfacción de necesidades tanto en el presente como para el futuro. En la medida de que la clase capitalista no consuma todo su beneficio presente es que podrá obtener una rentabilidad a través de su inversión en forma de capital para períodos futuros.

Cada incremento o disminución de capital, por lo tanto, tiende naturalmente a incrementar o disminuir la cantidad real de trabajo, el número de brazos productivos y consiguientemente el valor de cambio del producto anual de la tierra y el trabajo del país, la riqueza real y el ingreso de sus habitantes. [...] La causa inmediata del aumento del capital es la frugalidad, no el trabajo. [...] Pero por mucho que consiga el trabajo, si la sobriedad no lo ahorra y acumula, el capital jamás podrá crecer.” (Smith, 2016, pág. 433)

Siguiendo el análisis de Smith sobre una incipiente sociedad industrial que se encuentra dividida en distintas clases sociales de acuerdo a su participación en el proceso productivo, David Ricardo clasifica a los miembros de una sociedad de acuerdo con sus actividades laborales: asalariados, capitalistas y terratenientes. Cada facción tiene contribuciones diferenciadas al proceso de creación de riqueza nacional, por tanto, las retribuciones a cada sector también serán específicas, salario, beneficios y renta, respectivamente. Para Ricardo, los salarios como ingreso de los trabajadores se ubicaban siempre al nivel de subsistencia y las rentas como ingreso de los terratenientes no tenían otro fin que el consumo suntuoso, por tanto, era la clase capitalista quienes destinaban una parte de sus beneficios a la acumulación de capital en forma de ahorro como ingresos no consumidos en el período previo ( $t-1$ ). La reinversión de recursos disponibles para usos productivos era desde esta óptica el detonante del desarrollo productivo y de la riqueza de una sociedad. (Roncaglia, 2006, pág. 272)

En ese mismo sentido, pero desde otras latitudes de la misma Europa, en Francia las aportaciones de Jean-Baptiste Say (1767-1832), considerado el primer profesor de economía política de la historia, sentaron las bases de lo que más tarde se denominaría en teoría económica como “Equilibrio Económico General”. Propuesta central de la escuela neoclásica



de pensamiento económico, estas ideas han constituido uno de los principales postulados del pensamiento económico ortodoxo que ha dominado en diferentes etapas de la historia. Roncaglia (2006), apoyándose del análisis de Schumpeter, describe tales aportaciones de la siguiente manera:

[...] el valor de una mercancía expresa su utilidad (mientras que su precio expresa su valor, así definido). [...] es importante la noción de equilibrio económico que proponía (Say) [...] (ya que) como dijo Schumpeter: «la obra de Say es el eslabón principal de la cadena que lleva de Cantillon y Turgot a Walras [...] al combinar los factores de producción en un organismo productivo». «Ha asentado el esquema triádico y la práctica de tratar los “servicios” de los tres factores [trabajo, capital y tierra] sobre un pie de igualdad, tanto en la teoría de la producción cuanto en la teoría de la distribución». (pág. 226)

Este pensamiento pasaría a la historia como la célebre ley de Say que enuncia una correspondencia directa y automática entre la cantidad demandada de bienes y servicios ante una oferta determinada por razones internas a la producción. Las remuneraciones a cada factor productivo determinadas en una cantidad de dinero/ingreso como componentes del precio de mercado de toda mercancía o servicio, son equiparables a una cantidad igualmente determinada de otros bienes y servicios disponibles en el mercado que serán demandados por los individuos que componen cada factor productivo.

De esta manera,

$$Pr = w + r + \pi$$

Donde el precio ( $Pr$ ) se compone por  $w$  que es la parte proporcional al salario,  $r$  la correspondiente a la renta de la tierra, y  $\pi$  es la representación de los beneficios. La concepción sobre la eficiencia de los mercados autorregulados y la moneda como simple medio de cambio estableció un modelo teórico donde cada nivel de oferta determina su propia función de demanda. La función de producción que es igual a la función de oferta son elementos determinantes en el mercado. Mientras que la función de demanda y la oferta de dinero son elementos secundarios.

Como menciona Roncaglia (2006), la ley de Say tuvo como principal objetivo reafirmar dos tesis del análisis de Smith y un argumento extra sobre la naturaleza del dinero:

La primera (tesis) era la posibilidad de que el progreso técnico diera origen a un desarrollo de la producción a largo plazo, con una notable mejora del nivel de vida de la población, acompañada por un crecimiento paralelo de la demanda; la segunda era la idea de que el

crecimiento viene más favorecido por el ahorro (y por la inversión, en la que el ahorro se convierte automáticamente) que por el consumo improductivo. [...] la tesis de que el dinero per se no es demandado, sino sólo como medio para adquirir bienes, con la consecuencia de que la oferta agregada sería necesariamente igual a la demanda agregada, y de que no sería posible ninguna crisis general de sobreproducción. [...] bautizada más tarde como «identidad de Say» [...] según la cual pueden existir desequilibrios a corto plazo entre la oferta y la demanda totales de bienes, pero «existen fuerzas equilibradoras en las que se puede confiar y que deben hacer que pronto coincidan ambas magnitudes». (Roncaglia, 2006, págs. 227-228)

Si la oferta ha de crear su propia demanda en un punto de equilibrio donde los precios maximizan tanto el nivel de ganancia de los empresarios como el nivel de utilidad de los consumidores, la oferta monetaria corresponde a ese mismo nivel de precios que representa el equilibrio del mercado. Por tanto, para la teoría económica ortodoxa, la cantidad de dinero en circulación necesaria para hacer funcionar una economía es igual al valor de la producción, sin tomar en cuenta, que el consumo, traducido en demanda agregada, o nivel salarial en el tiempo presente, son los determinantes del nivel de oferta del día de mañana.

La noción de los bancos como intermediadores para la producción social se vuelve centro del debate. Si las entidades económicas superavitarias habrán de encontrar su contraparte en aquellos capitalistas innovadores con un proyecto plausible pero sin capital, la naturaleza del banco no es más que ajustar la demanda por fondos prestables con la oferta disponible. Pero de ser esto cierto ¿Cuál es entonces el papel del dinero en la economía? ¿Es cierto que su principal función es servir como medio de cambio entre quienes lanzan una oferta al mercado y los demandantes, quienes a través de sus ingresos (salarios, rentas y beneficios) demandan dichos productos? ¿Puede el banco crear más dinero del que demandan los inversionistas?

Las aportaciones de Adam Smith sobre el sistema bancario de la Inglaterra del s. XVIII arrojan ciertas ideas al respecto de las interrogantes que hemos planteado. Para Smith, la actividad de intermediar u orientar capitales en su forma dineraria para hacer funcionar “la amplia rueda de la circulación”, y la economía en general, es una de las funciones centrales de la banca. La capacidad de control sobre el canal de circulación, a través de la emisión de documentos que garanticen el movimiento de la riqueza aportada por la sociedad, o lo que es lo mismo que “el fondo que pone a las actividades económicas en marcha”. Y más aún, el hecho de que “[...] las personas de cualquier país (tengan) tanta confianza en la fortuna,

honradez y prudencia de un banquero como para creer que siempre pagará [...]” constituye también, parte fundamental para garantizar, no sólo las actividades de dichas instituciones, sino la producción social y por tanto la creación de riqueza. (Smith, 2016, págs. 376-377)

Sin embargo, qué pasa cuando “el comercio y la industria del país... viajan suspendidos por las alas del Dédalo del papel moneda [...] (dejando de lado) su apoyo en el sólido suelo [...] (Y) “La prudente actividad bancaria (que) permite al país convertir una amplia sección de su capital muerto en capital activo y productivo” se convierte en imprudencia, guiada por la sed de beneficios fáciles, promoviendo el crecimiento sobre una base insegura, sobre una economía ficticia o irreal. (Smith, 2016, pág. 375) Smith fue consciente de que no siempre las actividades bancarias eran benéficas para la sociedad. Él sabía que la emisión de dinero fiduciario, o papel moneda, por parte de los banqueros podía convertirse también en una burbuja de capital ficticio, irreal, que podía conducir a la bancarrota de algunos inversionistas y banqueros tal como sucedió en Inglaterra durante el siglo XVIII, a través de un ejemplo que él mismo denomina como *Peloteo de Letras de Cambio*.

Un proceso en el cual las condiciones poco rigurosas de los bancos por aceptar garantías para el reembolso de los créditos eran una característica de la época para adelantar sumas de dinero (papel moneda), que jamás regresarían a las arcas bancarias; y más aún, sobre los cuales, se realizaban una serie de transacciones posteriores al adelanto inicial, que sólo inflaban artificialmente (ficticiamente) el valor dichas letras. Imposibilitando así, el pago de la letra a su vencimiento, al ser representación de un valor “[...] totalmente ficticio. (pues) El flujo que a través de esas letras de cambio giratorias había salido de las cajas fuertes de los bancos nunca era compensado por ningún flujo que verdaderamente entrase en ellas.” A este proceso fraudulento Smith denominó *financiación por circulación*. (Smith, 2016, págs. 401, 412-413)

Esta *financiación por circulación* hace evidentes los límites de la teoría económica del equilibrio general y la estabilidad del sistema, así como la capacidad de los bancos para realizar emisiones de papel moneda en forma de dinero-crédito por encima de los fondos prestables disponibles que habrían de corresponder a recursos de los ahorradores. Esto cuestiona la supuesta neutralidad del dinero como simple medio de cambio como si se tratara de un intercambio en forma de trueque. Las experiencias de Smith durante el s. XVIII nos hacen cuestionarnos sobre la forma en que se ha construido el pensamiento económico

dominante que sigue vigente. Sobre la base de buscar validez del conocimiento a partir de la rigurosidad de un método lógico formal, más que a partir de la contrastación con la realidad.

El análisis de las economías capitalistas contemporáneas demanda de un abordaje teórico realista en razón de tiempo y espacio específicos, más allá de leyes teóricas inamovibles como lo plantea la teoría económica ortodoxa. El proceso económico contemporáneo no puede entenderse sin contemplar un sistema financiero con funciones que exceden las del simple intermediario entre agentes económicos y asignador de fondos disponibles. Así como tampoco una economía donde no existe el dinero-crédito como canal para la producción.

### ***1.2.2. La revolución keynesiana del pensamiento económico***

Ya en el s. XX, los principales teóricos que encuentran una correlación directa entre las actividades financieras y el crecimiento económico son bastos, sin embargo, todo comienza con J. M. Keynes y su análisis *anti-establishment*. El economista británico, desde su *A Treatise on Money* (1930), como en su *Teoría General de la ocupación, el interés y el dinero* (1936), atribuyó un papel fundamental al sector bancario como promotor de la expansión económica. Arestis siguiendo a Keynes, plantea que “[...] el crédito bancario es el pavimento por el que viaja la producción, y los banqueros, si supieran de su deber, proporcionarían las facilidades de transporte en la medida necesaria para que los poderes productivos de la comunidad puedan emplearse a su máxima capacidad.”<sup>13</sup> (Arestis, 2006, pág. 346) No obstante, para Keynes y sus seguidores como Joan Robinson, la estructura institucional del sector bancario como financiador del crecimiento no está necesariamente dada por las condiciones del mercado, como sí se plantea en la visión ortodoxa. La diferencia estriba en que las condiciones favorables para la expansión del crédito y, por ende, de la producción, deben ser promovidas desde el control regulador del gobierno.

Aunque el crecimiento puede verse limitado por la creación de crédito en los sectores financieros menos desarrollados, en sistemas más sofisticados, las finanzas se consideran endógenas y responden a requisitos de demanda. Esta línea de argumentación sugiere que cuanto más desarrollado es el sistema, mayor es la probabilidad de que el crecimiento genere

---

<sup>13</sup> Traducción libre a partir de: “[...] bank credit is the pavement along which production travels, and the bankers if they knew their duty, would provide the transport facilities to just the extent that is required in order that the productive powers of the community can be employed at their full capacity.”

financiamiento. En Robinson (1952) por tanto, el desarrollo financiero sigue al crecimiento o, tal vez, la causalidad puede ser bidireccional.<sup>14</sup> (Arestis, 2006, págs. 346-347)

La revolución keynesiana de pensamiento económico desde la lectura de Robinson (1971), está vinculada a dos grandes crisis de la teoría económica que demostraron su ineficiencia para interpretar y entender el proceso económico. La primera de estas crisis, evidente en el crac de 1929 y la Gran Depresión (1929-1933), planteó un desafío a la escuela neoclásica y sus postulados sobre el equilibrio económico de los mercados cuestionando la Ley de Say. Bajo esta coyuntura fue que el pensamiento keynesiano irrumpió en escena cuestionando las ideas que habían sido consideradas como inamovibles por más de un siglo. En esta primer crisis se criticó la visión sobre la economía en constante equilibrio y la correspondencia entre la función de oferta y una demanda que siempre estaría dispuesta a vaciar el mercado. Al mismo tiempo que puso en entredicho las ideas ricardianas de correspondencia entre el ahorro y la inversión que se había consolidado con la visión del tesoro de Inglaterra (Treasury Review), y que como se ha revisado provenían desde el pensamiento escolástico de la época medieval. La revolución keynesiana criticó duramente el núcleo de la teoría neoclásica, sin embargo, no impidió que en el año de 1932, Lionel Robbins describiera a “la economía como la materia que trata de la asignación de medios escasos entre fines alternativos.” (Robinson, 1971, pág. 205)

La segunda crisis irrumpe en la década de 1970 cuando se agota “el modelo keynesiano” o, mejor dicho, una particular interpretación del keynesianismo que se había convertido en la ortodoxia de pensamiento económico para mediados de siglo: el *neokeynesiano*<sup>15</sup>. Este segundo fracaso de la teoría económica hace evidente la incapacidad de un modelo que pretendió usar el lenguaje de la revolución keynesiana adaptado al análisis marginalista de maximización de beneficios y utilidades característico de la microeconomía que privilegio el formalismo matemático y axiomático antes que el

---

<sup>14</sup> Traducción libre a partir de: “Although growth may be constrained by credit creation in less developed financial systems, in more sophisticated systems finance is viewed as endogenous, responding to demand requirements. This line of argument suggests that the more developed a financial system is, the higher the likelihood of growth causing finance. In Robinson’s (1952) view, then, financial development follows growth or, perhaps, the causation may be bidirectional.”

<sup>15</sup> De acuerdo con los historiadores del pensamiento económico, la lectura desde el neokeynesiano ajusta los postulados de Keynes con “La peculiar mezcla de Walras y Pigou -oferta y demanda de unos recursos dados con empresas de dimensiones óptimas maximizadoras de beneficios- que hoy en día pasa como "teoría microeconómica", (y) fue amasada por primera vez por John Hicks.” (Robinson, 1971, pág. 207)

estudio realista de los procesos económicos. Sus límites, describe Robinson, estriban sobre dos carencias fundamentales del análisis keynesiano: 1. La diferencia entre el ayer y mañana. Es decir, los aportes de Keynes para entender el “Aquí y ahora, (donde) el pasado es irrevocable y el futuro representa una incógnita.”. Y 2. Ignorando que el dinero constituye un aspecto necesario de una economía con futuro incierto, lo cual pone énfasis en la importancia instituciones monetarias y financieras para llevar a una economía al pleno empleo. (Robinson, 1971, pág. 206)

De acuerdo con Hyman P. Minsky (1987), la teoría económica estándar que surgió como producto del encumbramiento del modelo *neokeynesianismo*, identificada hoy en la historia del pensamiento económico como *síntesis neoclásica*, fue resultado de los años subsecuentes a la Segunda Guerra Mundial. Esta teoría integra algunos aspectos de las teorías de Keynes, pero combina el análisis clásico más antiguo que se creía estaba completamente desacreditado por la realidad. Al no reconocer la inestabilidad como condición endógena al sistema de producción capitalista moderno, esta propuesta quedó rebasada. “El capitalismo de mercado es intrínsecamente inestable y puede conducir a desagradables distribuciones de riqueza y poder.”<sup>16</sup> (2008a, pág. 112), nos plantea Minsky. Contrario a ello, la teoría preconizada por John Hicks, el *neokeynesianismo*, no toma en cuenta la importancia de las instituciones para contribuir al desarrollo estable de las relaciones económicas, aspecto esencial es el análisis de Keynes. Dado que la economía capitalista contemporánea se caracterizará por situarse fuera del pleno empleo, es inconcebible la postura de la síntesis neoclásica al afirmar que el proceso de acumulación de capital y, por ende, la tasa de ocupación, se determinan mediante el ahorro. Los equilibrios no son la norma en una economía moderna, sino la inestabilidad, la no igualdad entre variables. Tal como lo Plantea Minsky:

La teoría (neokeynesiana) se establece de tal manera que cualquier desviación de la igualdad entre oferta y demanda de mano de obra será eliminada por las interacciones del mercado; es decir, la teoría sostiene que el pleno empleo se logra mediante las operaciones internas de la economía. La teoría no explica, sin embargo, cómo se produce cualquier desviación en el desempleo como resultado de los procesos económicos. El énfasis está en las interacciones que hacen el equilibrio y no sobre el endógeno proceso de desequilibrio. [...] Además de demostrar

---

<sup>16</sup> Traducción libre a partir de: “[...] market capitalism is both intrinsically unstable and can lead to distasteful distributions of wealth and power.”

que los procesos de mercado descentralizados conducen a resultados coherentes, las herramientas y técnicas de la síntesis neoclásica se utilizan para demostrar que un mecanismo de mercado competitivo descentralizado logra un resultado óptimo.<sup>17</sup> (Minsky H. P., 2008a, pág. 115)

Este punto óptimo que es recuperado de la teoría microeconómica neoclásica, no toma en cuenta las condiciones diferenciadas de los sujetos económicos ni la inequidad en la distribución inicial de recursos. Es decir que, hay una repartición inicial y eficiente entre sujetos despersonalizados, quienes en igualdad de condiciones participan del juego de mercado al estilo del subastador Walrasiano. La síntesis neoclásica, plantea Minsky, opera bajo la lógica de que los mercados tienen la capacidad de absorber las perturbaciones externas y transformarlas en desplazamientos momentáneos que tenderán naturalmente a restablecer un nuevo punto equilibrio. “Esta doctrina era el *laissez-faire*, las ventajas de dejar actuar libremente las fuerzas del mercado.” (Robinson, 1971, pág. 205)

Así, en la visión neoclásica las perturbaciones "externas" son responsables siempre de la actuación insatisfactoria de la economía. Los villanos habituales son el sistema monetario y el gobierno. Las depresiones e inflaciones se deben a alguna combinación de la estructura de las instituciones monetarias, las operaciones de la política monetaria, y las políticas gubernamentales que afectan a las instituciones o cambian el nivel de intervención del gobierno. En particular, cualquier investigación sobre lo que va mal en el sistema monetario no necesita buscar más que el comportamiento de la cantidad de dinero. No hay efectos diferenciales de los cambios monetarios dependiendo del comportamiento y la evolución de las instituciones y mercados monetarios en particular, la causalidad siempre va desde el dinero a la economía en lugar de ajustar las circunstancias económicas a los cambios monetarios.<sup>18</sup> (Minsky H. P., 2008a, pág. 127)

---

<sup>17</sup> Traducción libre a partir de: “The theory is set up in such a way that any deviation from the labor supply-labor demand equality will be removed by market interactions; that is, the theory holds that full employment is achieved by means of the internal operations of the economy. The theory does not explain, however, how any initial deviation is brought about: unemployment as the result of economic processes is unexplained. The emphasis is upon the interactions that make for equilibrium and not upon endogenous disequilibrating processes. [...] In addition to demonstrating that decentralized market processes lead to coherent results, the tools and techniques of the neoclassical synthesis are used to demonstrate that a decentralized competitive market mechanism achieves an optimal result.”

<sup>18</sup> Traducción libre a partir de: “Thus, in the neoclassical view "outside" disturbances are responsible whenever the performance of the economy is unsatisfactory. The usual villains are the monetary system and the government. Depressions and inflations are due to some combination of the structure of monetary institutions, the operations of monetary policy, and government policies that affect institutions or change the level of government activity. In particular, any inquiry into what goes wrong in the monetary system need look no

Para ambos autores, tanto Robinson como Minsky, la revolución del pensamiento keynesiano conduce a un entendimiento realista sobre las economías capitalistas de finales del s. XX., las cuales son inherentemente inestables, con sistemas financieros complejos y atendiendo a una lógica dinámica, no estática, diferenciando entre presente y futuro con base en las expectativas de ganancia. Es decir, la necesidad de una teoría que contemple sistemas financieros que no operan como simples intermediarios. Por ello, “La inestabilidad financiera de una economía está vinculada a la importancia relativa de los flujos de efectivo por ingresos, hojas de balance y portafolios de inversión.” (Minsky H. P., 2008a, pág. 226)

En la síntesis neoclásica, las disrupciones en el mercado son externas a este, generadas por intervenciones gubernamentales que impiden el funcionamiento de los mercados con capacidad autorreguladora, y están, por lo tanto, en términos monetarios, asociadas directamente con la cantidad de dinero que circula en la economía. Una variable que es determinada exógenamente, según la visión neokeynesiana, donde el equilibrio permanece y el dinero es neutral sin implicaciones mayores en el proceso económico, más que, para determinar el nivel de precios<sup>19</sup>. Sin embargo, siguiendo los postulados de la revolución keynesiana, los puntos de equilibrio, como representación de la *normalidad* en el funcionamiento de los mercados no existen. Tal como lo manifestó Robinson al hacer referencia a la crisis de pensamiento económico por la que atravesaba el mundo durante la crisis de los años setenta:

La historia no tiene períodos normales. La normalidad es una ficción de los manuales de economía. Un economista establece un modelo y especifica sus características como si correspondiesen a una situación normal. Se preocupa mucho de demostrar la existencia de una normalidad en su modelo. [...] Pero el mundo no existe en un estado de normalidad. Si el mundo del siglo XIX hubiese sido normal, no se hubiera producido un 1914. (Robinson, 1971, pág. 206)

---

further than the behavior of the quantity of money. No differential effects of monetary changes depending upon the behavior and evolution of money institutions and markets is allowed-in particular the causation always runs from money to economic disturbances rather than from changing economic circumstances to monetary changes.”

<sup>19</sup> Estas ideas que rescata el neokeynesianismo no son más que una revaloración de la Teoría Cuantitativa del Dinero y su ecuación de intercambio monetario que plantea Irving Fisher:  $MV = PT$ . Donde M es la oferta de dinero, V es la velocidad o rotación del dinero, P es el nivel de precio y T las transacciones. (Minsky H. P., 2008a, pág. 125)



### ***1.2.3. Aportaciones heterodoxas sobre las finanzas y el dinero***

La realidad ha puesto en entredicho que las relaciones económicas al interior y entre sociedades se den en un estado de equilibrio. El pensamiento económico keynesiano que planteó esta discusión en el seno mismo de la teoría neoclásica a principios del s. XX fue llevado hasta la síntesis neoclásica antes expuesta, sin embargo, las voces críticas en torno a esta interpretación del fenómeno económico no se detuvieron y muestra de ello son las aportaciones que se plantean desde la escuela de pensamiento económico Post-keynesiana. La cual, más allá de buscar equilibrios automáticos de mercado, pone énfasis en la tendencia inherente del sistema a establecer relaciones económicas asimétricas donde la inestabilidad no es una externalidad sino la norma.

Siguiendo la propuesta de Louis-Phillippe Rochon (1999) y Marc Lavoie (2005), los elementos teóricos esenciales del pensamiento económico Post-keynesiano buscan revalorizar las ideas de Keynes en oposición a la postura neokeynesiana y en torno a un entendimiento de lo que se ha denominado como *economías monetarias de producción* cuyos fundamentos son: 1. El principio de la demanda efectiva, 2. El análisis del tiempo histórico dinámico, 3. Las causalidades invertidas y 4. El principio contable de hojas de balance.

El principio de la demanda efectiva, contrario a la teoría convencional que resalta la ley de Say, considera que es la producción la que se ajusta a la demanda. “La economía es dirigida por la demanda, y no por las restricciones que dependen de la oferta y de las dotaciones existentes.” (Lavoie, 2005, pág. 22) La demanda efectiva juega un rol determinante en la economía. Un vacío o brecha en la demanda efectiva afectaría negativamente el nivel de ocupación generándose desempleo. (Rochon, 1999)

Desde la postura Post-keynesiana, la demanda global regula el nivel de producción y la renta nacional en todas las escalas temporales. Y esto es así, porque es la inversión la que determina el ahorro, y no el ahorro como ingreso no consumido en el período presente destinado para pagar gastos futuros. Bajo esta lógica, agentes y entidades económicas se ven incentivadas a ahorrar cuando el nivel de ocupación y la actividad económica están más cercanos al pleno empleo, variables que dependen de la inversión real en el período previo y que dependen del movimiento global de la economía y no de las condiciones particulares de agentes y entidades. (Lavoie, 2005)

De acuerdo con Joseph Schumpeter en su *Teoría del Desarrollo Económico* (1934), antecedente directo de la postura Post-keynesiana, la producción necesita forzosamente de crédito como vehículo para materializarse. El empresario, como elemento central del proceso económico habrá de considerarse como emprendedor sólo cuando se asuma primero como deudor con el objetivo de adquirir los bienes y servicios necesarios para su emprendimiento. El empresario requiere adquirir primeramente “poder de compra” a través del crédito ofertado por los bancos. "El banquero, por lo tanto, no es más que primeramente el intermediario entre el "poder adquisitivo" y las mercancías como productor de esta mercancía. Él es el supervisor de la economía de cambio". (Schumpeter, 2012)

La relación entre empresarios y banqueros es crucial para determinar el nivel de inversión disponible en una economía, y por ende, el nivel de empleo que posibilita los ingresos a los factores de la producción. Los empresarios, mirando las expectativas de ganancia a corto y largo plazo, toman decisiones de producción e inversión en el tiempo presente de acuerdo con los niveles esperados de la demanda efectiva. A su vez, los niveles de producción e inversión que se decidan en el presente definirán la demanda de crédito que se necesita en la económica para períodos futuros. “Por lo tanto, la demanda efectiva y las expectativas sobre la demanda efectiva juegan un papel crucial en la determinación del monto de crédito necesario para llevar a cabo los planes de producción e inversión en la actualidad.”<sup>20</sup> (Rochon, 1999, pág. 45)

Siguiendo directamente las ideas de Keynes (2017 [1936]) la demanda efectiva puede ser entendida como el punto no estático donde se encuentran las funciones de demanda y oferta agregada. La función de *oferta agregada* es el resultante de un cierto nivel  $Z$ , que es el precio de oferta agregada de la producción resultante de emplear a  $N$  cantidad de hombres. Es decir que, el nivel de oferta agregada depende de los costos en que incurra el empresario en mano de obra y equipo, además del desgaste y reposición de este, lo que a su vez determina el nivel de ganancia del empresario y el volumen de empleo ofertado. La función de *demandada agregada*, por su parte, equivale a la relación de  $D$ , que es el importe del producto que los empresarios esperan recibir con el empleo de  $N$  hombres. De lo anterior Keynes establece que, si por cierto valor de  $N$ , tenemos que  $D > Z$ , “habrá un estímulo para los empresarios en

---

<sup>20</sup> Traducción libre a partir de: “Hence, effective demand and expectations on effective demand play a crucial role in determining the amount of credit needed to carry out production and investment plans today.”

el sentido de aumentar la ocupación por encima de  $N$  y, si es preciso, elevar los costos compitiendo entre sí por los factores de la producción, hasta el valor de  $N$  en que  $Z$  es igual a  $D$ .” Es decir que, los empresarios decidirán aumentar su producción, y por tanto el nivel de ocupación, hasta el punto donde la ganancia sea igual al costo de producción. Si  $D < Z$ , o sea, la ganancia es menor que el precio de la oferta agregada, los empresarios no aumentarán el empleo de  $N$  cantidad de hombres. (Keynes J. M., 2017, págs. 55-56) En las propias palabras de Keynes:

Así, el volumen de ocupación está determinado por la intersección de la función de la demanda agregada y la función de la oferta agregada, porque es en este punto donde las expectativas de ganancia del empresario alcanzan el máximo. El valor de  $D$  en el punto de intersección [...] se denominará la demanda efectiva [...] la doctrina clásica, que se acostumbra expresar categóricamente en el enunciado “la oferta crea su propia demanda” y el cual sigue siendo el sostén de toda teoría ortodoxa, implica un supuesto especial respecto a la relación entre estas dos funciones (demanda agregada y oferta agregada); [...] La teoría clásica supone, en otras palabras, que el precio de la demanda agregada (o importe de las ventas) siempre se ajusta por sí mismo al precio de la oferta agregada, en tal forma que cualquiera que sea el valor de  $N$ , el producto  $D$  adquiere un valor igual al precio de la oferta agregada  $Z$  que corresponde a  $N$ . [...] De este modo la Ley de Say, según la cual el precio de la demanda agregada de la producción en conjunto es igual al precio de la oferta agregada para cualquier volumen de producción, equivale a decir que no existe obstáculo para la ocupación plena. (Keynes J. M., 2017, págs. 56-57)

La importancia del principio de la demanda efectiva estriba entonces en destacar que el nivel de producción de una economía, así como el nivel de ocupación necesario para producir ese nivel, depende de las expectativas de ganancia de los empresarios e inversionistas. La demanda efectiva, el punto de intersección entre oferta y demanda agregadas, no sería un punto fijo de equilibrio como postula la teoría ortodoxa, sino que, por el contrario, el punto de demanda efectiva es móvil y depende del nivel de inversión en relación con la ganancia y del consumo de una economía en conjunto.

En cuanto al análisis del tiempo histórico dinámico, este implica que los puntos de intersección entre relaciones de oferta y demanda agregadas, u otras funciones, no son estáticas. Como explica Lavoie (2005), “El tiempo lógico es el que subyace en el estudio de los puntos de equilibrio”. (pág. 23) La teoría Post-keynesiana, por su parte, desde su análisis

realista de las relaciones económicas sostiene que el tiempo es histórico. Los sucesos ocurren sólo una vez de la misma forma. El momento donde, por ejemplo, una cantidad de inversión determina cierta cantidad de empleo en el tiempo presente, mañana bien podría ser diferente, pues atendiendo a las expectativas del consumo observado hoy, empresarios e inversionistas podría determinar que el consumo será diferente mañana, aumentando así, o disminuyendo, el monto de inversión del mañana. De forma inversa sucedería si el consumo presente es inferior al esperado y al observado el día de ayer, pues con certeza, los empresarios e inversionistas verán sus expectativas reducidas, recortando la inversión de mañana. El tiempo histórico, a diferencia del lógico, no es reversible. Las decisiones que se toman hoy, no se pueden revertir, en específico si estas son decisiones de producción que implican costos fijos. Pero lo que si puede cambiar son las decisiones de mañana. “La verdadera escasez es la del tiempo” de modo que los puntos de equilibrio de largo plazo no existen, pues no son más que el conjunto de la sucesión de períodos cortos. (Lavoie, 2005)

Así, de esta manera llegamos a las causalidades inversas. Las cuales, son rutas obligadas de tránsito para dar paso al análisis de la *economía monetaria de la producción*, donde a) La oferta de dinero es endógena, y b) Los créditos producen depósitos. Como menciona Lavoie (2005), la comprensión de los fenómenos monetarios y financieros sólo se entiende a partir de la causalidad invertida donde la inversión produce el ahorro, lo cual explica el circuito monetario de una economía para determinar el nivel de ocupación y el crecimiento, lo cual rechaza rotundamente la teoría de los fondos prestables inspirada en Knut Wicksell que iguala el ahorro y la inversión.

En ese sentido, la oferta monetaria o dinero disponible en la economía es endógena, “No puede ser fijada de manera arbitraria por el banco central. Esta oferta de dinero está determinada por la demanda de créditos y las preferencias del público.” (Lavoie, 2005, pág. 66) De tal manera que, considerando ante todo, las principales funciones del dinero como unidad de cuenta y medio de pago, en tanto que se trata de dinero-deuda, la demanda por este activo financiero depende de las necesidades de los agentes y entidades económicas por liquidar deudas y saldar listas de precios en el momento presente. “El argumento heterodoxo es que la inversión por parte de las empresas inyecta recursos en la economía y da al público receptor de ese ingreso la posibilidad de ahorrar.” (Meireles, 2016, pág. 79)

Los créditos producen depósitos, menciona así la postura Post-keynesiana. Lo cual es relevante para una economía moderna que opera con un amplio sistema bancario que crea su propia oferta de dinero-crédito basados únicamente en la credibilidad y garantías de pago (futuros depósitos) de los prestatarios a quienes previamente han otorgado crédito. “Por tanto, el dinero legal, al igual que el dinero bancario, es una variable endógena, [...] El dinero bancario no es múltiplo de la cantidad de dinero de curso legal; por el contrario, el dinero de curso legal es un cociente de la cantidad de dinero bancario.” Y esto es así, ya que la creación de moneda crediticia tampoco requiere que los bancos privados tengan a su disposición reservas excedentarias. (Lavoie, 2005, págs. 66-67) Por tanto, la volatilidad de los flujos financieros y las reversiones abruptas de capital son la normalidad en el comportamiento de los mercados financieros, causales directas de la inestabilidad inherente al proceso de acumulación de capital y a la evolución de los mercados financieros; según observó el economista estadounidense Hyman P. Minsky. Cuya hipótesis plantea que “las crisis financieras son eventos endógenos inevitablemente generados por períodos de estabilidad financiera.” (Kregel, 2015a, pág. 320)

La principal razón por la que nuestra economía se comporta de diferentes formas en el tiempo es a causa de las prácticas financieras y el cambio en la estructura de los compromisos financieros, planteó Minsky en el año de 1987 (2008a, pág. 219). En el desenvolvimiento de una economía capitalista las prácticas financieras conducen a compromisos de pago que responden a las condiciones y expectativas del mercado en el momento en que se establece un contrato sobre ingresos futuros. El financiamiento de las actividades productivas da como resultado compromisos financieros sobre el desempeño futuro de las actividades apalancadas.

La inversión no sólo afecta a la producción agregada, la distribución del ingreso y la capacidad de producción, sino que en una economía capitalista también deja un residuo en la estructura financiera. Además, las posiciones en el stock heredado de bienes de capital se financian mediante instrumentos que se registran en el pasivo de los balances. La estructura del pasivo utilizada para financiar las tenencias de bienes de capital cambia, lo que a su vez afecta a la estructura de las relaciones financieras y a los compromisos de pago: las fusiones,

adquisiciones y absorciones cambian las estructuras del pasivo sin modificar la producción agregada o la capacidad productiva de la economía.<sup>21</sup> (Minsky H. P., 2008a, págs. 219-220)

En una *economía monetaria de producción* las denominadas “variables reales” o productivas de la economía están íntimamente relacionadas con las variables monetarias y financieras. Como se ha discutido, en una economía moderna que corresponde a los s. XX y XXI, la inversión total disponible de una sociedad no sólo depende del ahorro, el crédito, así como el gasto de gobierno, son factores sustanciales para determinar el nivel de inversión, la capacidad productiva y, por tanto, el nivel de empleo y crecimiento económico.

Sin embargo, América Latina como parte del “mundo subdesarrollado” ha experimentado un doble sometimiento que impide su crecimiento y desarrollo económico tal como se plantea incluso desde la visión crítica de pensamiento económico post-keynesiano.

Este doble sometimiento de la región se trata de una dependencia en términos teóricos y estructurales. La primera, al aceptar como hechos reales la propuesta teórica neoclásica que establece en América Latina la existencia de sistemas financieros incompletos o poco desarrollados que son incapaces de dinamizar la inversión productiva interna a causa de la falta de ahorro doméstico, por lo que se vuelve una necesidad importar excedentes de ahorro de las naciones desarrolladas. En segundo término, la dependencia estructural, estriba en el hecho de que la producción y desenvolvimiento económico supuestamente “atrofiado” de las naciones latinoamericanas es condición necesaria para el desarrollo del capitalismo en las naciones centrales. Una relación económica asimétrica sobre la que se sustenta el sistema capitalista a nivel global como discutiremos a continuación.

---

<sup>21</sup> Traducción libre a partir de: “Investment not only affects aggregate output, income distribution, and production capacity, but in a capitalist economy it also leaves a residue in the financial structure. Furthermore, positions in the inherited stock of capital assets are financed by instruments that are entered on the liability side of balance sheets. The liability structure used to finance holdings of capital assets changes, which in turn affects the structure of financial relations and payment commitments: mergers, takeovers, and acquisitions change liability structures without changing the aggregate output or the productive capacity of the economy.”

### ***1.3. Industrialización y financiamiento externo: una política de endeudamiento***

La conquista de América en el s. XVI por parte de Europa, así como la posterior etapa colonial, fueron sucesos determinantes para el desarrollo del capitalismo a nivel mundial. El establecimiento del imperialismo que se sostuvo en colonias extraterritoriales significó el proceso de integración del mercado mundial capitalista desde los siglos XV y XVI. Este proceso de dominación significó desde entonces el suministro de insumos materiales, humanos y monetarios desde las colonias hacía las metrópolis, una vía necesaria para el desarrollo industrial que sentó las bases del capitalismo en las naciones centrales.

Forjadas al calor de la extracción y expansión comercial promovida en el siglo XVI por ese naciente capitalismo, las naciones de América Latina se desarrollaron en estrecha relación con la dinámica del capital internacional. “Colonias productoras de metales preciosos y géneros exóticos”, la región contribuyó con recursos de distinta índole al desarrollo del capital industrial, comercial y bancario en Europa, apuntalando el sistema económico europeo al mismo tiempo que se allanaba el camino para la creación de la industria y el sistema capitalista interno. (Marini, 1973, pág. 10) Un mecanismo mediante el cual el excedente creado internamente fluía sin contratiempos hacía el exterior para, ahí sí, convertirse en capital, al mismo tiempo que obstaculizaba el proceso de acumulación interna en las colonias. En palabras de Cueva:

La estructura económico social heredada del período colonial se caracterizó por un bajísimo nivel de desarrollo de las fuerzas productivas y por relaciones sociales de producción basadas en la esclavitud y la certidumbre, hecho que constituyó una desventaja, por decir lo menos, para el desarrollo posterior de nuestras sociedades. (Cueva, 1980, pág. 15)

Una vez alcanzada la emancipación política en América Latina a principios del s. XIX, las naciones de la región nacen al capitalismo con una matriz productiva totalmente desarticulada y acotada para la exportación de bienes tanto agrícolas como mineros. Después un siglo, la estructura productiva regional distaba mucho de ser diferente pese al incipiente desarrollo industrial de algunas naciones en la región. La dominación política y económica desde las naciones centrales hacía la periferia se mantuvo. Ya en el s. XX, al término de la II Guerra Mundial (1939-1945), en un intento por dilucidar las asimetrías económicas entre naciones surge la escuela de desarrollo del pensamiento económico. Bajo esta perspectiva se

le asignó al proceso industrial la capacidad de conducir a las naciones hacia el desarrollo. Los casos de éxito se asociaron con el desarrollo estratégico del sector manufacturero interno y su capacidad para exportar bienes terminados con alto contenido técnico. Una solución que sólo era plausible para aquellos países que optaran por la vía del liberalismo económico y los postulados teóricos de la escuela neoclásica de pensamiento económico, que, bajo la lógica de los mercados autorregulados y la libre competencia, asignaría de manera óptima y equilibrada los recursos necesarios para fomentar el desarrollo de empresas libres y competitivas internacionalmente.

No obstante, en la realidad resultó ser un proceso mucho más complejo conseguir este objetivo desarrollista o de industrialización dirigida por el Estado. Ya que como menciona Bresser-Pereira:

(En la realidad) No se logró ninguna revolución industrial en estos países (los desarrollados) mientras sus Estados eran liberales; sus Estados siempre fueron desarrollistas, combinando la coordinación del mercado con una intervención gubernamental moderada pero firme. Todos ellos privilegiaron las empresas comerciales nacionales sobre las extranjeras.<sup>22</sup> (Bresser-Pereira, 2016, pág. 2)

Pese a la evidencia histórica y que en Europa ya se discutía sobre las implicaciones de la revolución keynesiana, se estableció como verdad absoluta la vía del liberalismo y la ortodoxia económica, aunada a la industrialización como medida para aliviar el subdesarrollo. Una lógica que se consolidó con la fundación de los organismos internacionales en el año de 1944, como ya se ha discutido. El reordenamiento económico y financiero mundial de la posguerra se sostuvo entonces bajo la bandera de “promover el desarrollo” vía el apoyo financiero a través de préstamos, endeudamiento externo, a las economías que buscaran desarrollar una planta industrial propia. Consolidándose así la visión ortodoxa de que la inversión determina el ahorro, el cual, era escaso, según esta visión, en América Latina. Así, durante gran parte del s. XX, con el ascenso del *desarrollismo* vía la industrialización se promovió el endeudamiento externo a causa de la escasez de ahorro doméstico.

---

<sup>22</sup> Traducción libre a partir de: “No industrial revolution in these countries was achieved while their states were liberal; their states were always developmental, combining market coordination with moderate but firm government intervention. All of them privileged national business enterprises over foreign ones.”



Aunado a este incipiente desarrollo industrial en la región surgió también el análisis teórico de Raúl Prebisch y la Comisión Económica para América Latina (CEPAL) desde finales de la década de 1940, que más tarde se consolidaría en la escuela estructuralista de pensamiento económico latinoamericano. Esta propuesta teórica planteó un proyecto de desarrollo a través de la actividad industrial dejando de lado la especialización productiva en bienes agrícolas y de minería. Tal como lo describió el mismo Prebisch:

La realidad está destruyendo en la América Latina aquel pretérito esquema de la división internacional del trabajo que, después de haber adquirido gran vigor en el siglo XIX, seguía prevaleciendo doctrinariamente hasta muy avanzado el presente. En ese esquema a la América Latina venía a corresponderle, como parte de la periferia del sistema económico mundial, el papel específico de producir alimentos y materias primas para los grandes centros industriales. (Prebisch, 1949, pág. 5)

Así, desde la óptica estructuralista, las persistencias del atraso y las vulnerabilidades económicas en la región se explicaban a través del argumento de la *brecha externa*, entendida como el deterioro de las *términos de intercambio*<sup>23</sup> a causa de los diferenciales entre precios de exportación e importación que provocaban estrangulamientos en la balanza de pagos resultado de los precios relativos en el comercio exterior bajo un contexto internacional donde “El patrón oro ha dejado de funcionar como antes, y el manejo de la moneda se ha vuelto más complejo aún en la periferia.” (Prebisch, 1949, pág. 29)

Esta tesis, conocida como *tesis Prebisch-Singer*, enfatiza las condiciones deficitarias en términos de la cuenta corriente de la balanza de pagos como parte del sistema de cuentas internacionales, que es producto del diferencial de precios entre las exportaciones regionales con bajo valor agregado y las importaciones con alto contenido técnico provenientes de las naciones centrales. Reflejo claro de la estructura asimétrica de las relaciones económicas a nivel mundial. Y una situación donde los balances de pagos de las naciones periféricas se veían agobiados por las relaciones financieras externas y no sólo comerciales. A la *brecha externa* se suman el peso negativo de las transferencias de recursos desde las naciones en

---

<sup>23</sup> Según lo que se denominó *deterioro de los términos de intercambio*, “Las ventajas y desventajas de los productos básicos desde una perspectiva de desarrollo se vinculan, a su vez, con la dinámica de los precios reales de dichos productos, los cuales no sólo experimentan una fuerte volatilidad sino también, de acuerdo con la hipótesis Prebisch-Singer, una tendencia adversa de largo plazo, un tema de intenso debate.” (Ocampo, 2017, pág. 2)

desarrollo hacia las naciones centrales, producto del endeudamiento externo bajo la lógica del *financiamiento del desarrollo*.

La acuñación de la categoría de *brecha externa*<sup>24</sup> planteó una dura crítica hacia las relaciones con el exterior a través del déficit en cuenta corriente en que incurrían los países de la región por las condiciones antes descritas. No obstante, el análisis quedó enfrascado en términos de las transacciones comerciales de bienes y servicios excluyendo lo que ocurría en ese mismo sentido sobre la cuenta de capital y las transferencias financieras hacia el exterior que impedían el dinamismo de la inversión interna.

Llevar a cabo un proceso de industrialización para sustituir importaciones con la finalidad de erradicar la *brecha externa*, aunado a un constante aumento en los compromisos financieros respecto al exterior, era una situación compleja que difícilmente podían ser solventada con los recursos provenientes de la exportación de materias primas. Así, la estrategia industrializadora fue incompleta al no cuestionar la supuesta necesidad sobre la escasez de ahorro interno para dinamizar la inversión doméstica. Situación que se complejizó aún más, cuando cayó el patrón monetario internacional que había establecido el dólar americano anclado al oro como moneda mundial para las transacciones internacionales. Los vaivenes del tipo de cambio, sumados a la *brecha externa* y los constantes aumentos de compromisos con el exterior profundizarían aún más la escasez de divisas. La política de financiamiento externo para el desarrollo industrializador no hizo entonces más que consolidar la gestión y promoción de la inversión interna al sector externo.

Bielschowsky, R. (1998), reseñando parte del pensamiento de Prebisch, nos dice que “Las nuevas exigencias en materia de importaciones no podían satisfacerse dada la escasez de exportaciones y de financiamiento externo. Y las exigencias en materia de esfuerzo interno tropezaban con un ahorro insuficiente para generar simultáneamente todas las inversiones que requería la industrialización.” (Bielschowsky, 1998, pág. 25) La estrategia desarrollista del estructuralismo, bajo el auspicio de sus principales promotores, significó la asunción por del supuesto teórico neoclásico sobre la insuficiencia de ahorro interno en las economías

---

<sup>24</sup> Desde el punto de vista macroeconómico, la brecha externa hacía énfasis en la dificultad de las naciones periféricas para hacerse de la cantidad necesaria de divisas que le permitieran hacer frente a sus compromisos externos, además de los problemas a que se enfrentaban respecto al tipo de cambio en la conversión de monedas locales respecto al dólar y la volatilidad en los precios de los productos agro-mineros de exportación. (Bielschowsky, 1998)

periféricas, volviéndoles incapaces de dinamizar la estructura industrial doméstica con recursos propios, al estilo Post-keynesiano de las economías monetarias de producción. La dependencia teórica generó entonces una dependencia estructural hacia los flujos externos de capital, es decir, hacía el ahorro externo que es canalizado desde naciones superavitarias (desarrolladas) hacía las naciones periféricas bajo una relación asimétrica entre naciones deudoras y acreedoras.

No obstante, como describe Bielschowsky, algunos estructuralistas observaban no sólo la existencia de una *brecha externa* asociada a los estrangulamientos en balanza de pagos por el déficit en cuenta corriente, la existencia de la falacia sobre la necesidad de ahorro externo también constituía parte crucial de la discusión, aunque no para todos.

Por un lado, Prebisch, Furtado, y tal vez una fracción mayoritaria enfatizaban la brecha (externa) como barrera fundamental al crecimiento. (mientras que) Por otro, los economistas que trabajaban en la línea de Aníbal Pinto preferían destacar los problemas de "financiamiento" de la inversión, recusando "keynesianamente" la idea de que había ahorro insuficiente. (Bielschowsky, 1998, pág. 26)

El esfuerzo industrialización dirigido por el Estado en América Latina, cuyo objetivo consistió en sustituir el mayor número posible de importaciones, tal como lo demostró la historia, fue un proceso lleno de complejidades. La sustitución interna de producción intensiva en capital estuvo lejos de lograrse. En cambio, lo que se consolidó, fue una serie de condiciones financieras que generaron una mayor dependencia hacía el exterior en forma de un endeudamiento constante, acompañado de la dominación de empresas extranjeras sobre las débiles industrias nacionales. Ya que, buscando cada vez mayor financiamiento externo que permitiera la importación de bienes de capital, los grandes productores y acreedores internacionales generaron una dependencia por capital externo en dos niveles: 1. Por la vía financiera del endeudamiento externo, y 2. Por la vía productiva y comercial con los grandes productores transnacionales.

Siguiendo a Dos Santos (1975) y Gunder Frank (1967), esta dependencia por capital externo en sus formas productiva y financiera, al interior de la región a mediados del s. XX, se debe a una relación económica desigual que no debe ser entendida como antesala del desarrollo mismo, sino como condición característica del desenvolvimiento económico de naciones periféricas que plantea una relación asimétrica con naciones capitalistas centrales en el sistema de producción a escala global. El subdesarrollo latinoamericano se trata de un

capitalismo *sui generis*, o particular, dependiente de la lógica de desenvolvimiento en naciones centrales que conducen el proceso de producción a nivel mundial y que, por tanto, funcional para estas y su capital financiero y productivo que se expande por medio de consorcios transnacionales a costa de mantener desequilibrios en las relaciones económicas.<sup>25</sup>

Al término de la Segunda Guerra Mundial (1944) se abre una nueva etapa para el desarrollo del capitalismo como sistema de producción a escala mundial. La victoria de los países aliados con Estados Unidos a la cabeza promovió las condiciones para el desenvolvimiento del capitalismo en su fase de integración monopólica mundial de acuerdo a bloques de poder. La integración industrial, comercial, financiera, política, militar y cultural desde los Estados Unidos hizo de América Latina un espacio propicio para establecer su hegemonía en el continente americano y en términos específicamente económicos esta relación centro-periferia se logró cooptando los incipientes desarrollos industriales a través de las empresas transnacionales por medio de la figura de las inversiones externas que se instalan en la región y del endeudamiento continuo que implicó la política del financiamiento para el desarrollo sostenida en la falacia de la escasez del ahorro interno.<sup>26</sup> (Bambirra, 1974, págs. 85, 87)

---

25 Las posturas de estos autores considerados en la historia del pensamiento económico latinoamericano como dependencistas, plantea un análisis sobre el subdesarrollo en que incurren las naciones latinoamericanas que se sostiene sobre cinco ideas fuerza que pueden ser resumidas de la siguiente manera: a) La economía latinoamericana que se formó desde la época colonial es complementaria a la economía mundial; b) El grueso de la producción interna es para la exportación y por tanto se limita el desarrollo interno de las fuerzas productivas; c) Este auge mercantil llevó a las economías regionales al subdesarrollo; y d) “El sistema capitalista se forma como un conjunto de satélites que circulan en órbita alrededor de un astro central. Este astro central explota a todo el sistema de satélites y sub satélites como los que coma a su vez coma exploten a los que están más abajo del sistema.” (Dos Santos, 1975, pág. 179)

<sup>26</sup> Según la lectura de Vania Bambirra, en la época de posguerra la penetración sistemática del capital extranjero en América Latina se observa bajo cuatro características sustanciales: a) El control y dominio, por parte del capital extranjero de los nuevos sectores y ramas productivas industriales que se empiezan a desarrollar desde entonces. b) La intensificación de la monopolización, concentración y centralización de la economía que se expresa a través de la instalación de grandes empresas y de la absorción, por parte de estas, de empresas nacionales, a través de compras, fusiones, asociaciones, etcétera. c) El proceso de desnacionalización progresiva de la propiedad privada de los medios de producción en los sectores industriales hasta entonces controlados por productores nacionales. Y d) La integración, cada vez más articulada, de los intereses de las empresas extranjeras a los de las clases dominantes criollas, lo que se refleja en las políticas económicas nacionales, bien como la integración de las políticas externas de los países dependientes a la política norteamericana para América Latina, acompañada así también de una integración a nivel militar. (Bambirra, 1974)

#### ***1.4. Un momento minsky bajo contexto internacional: 1982, crisis de la deuda.***

La historia económica de América Latina se caracteriza por una trayectoria de déficits respecto al exterior. Las relaciones que se establecen con las naciones desarrolladas en términos comerciales como financieros se ven marcadas por una posición de endeudamiento neto que a finales del siglo XX tuvo un desenvolvimiento particular en la crisis de los años ochenta, cancelando definitivamente las expectativas de desarrollo en la región tal como se había concebido desde el pensamiento estructuralista a mediados de siglo. El sueño fugaz de consolidar una base productiva nacional que no sólo trajera crecimiento económico a la región sino también una mejor distribución de la riqueza se vio obstaculizado por la crisis de la deuda con la cual se deja de lado el objetivo desarrollista y es sustituido por la lógica neoliberal y el modelo orientado a las exportaciones que establece en América Latina su campo experimental.

Previo a la crisis, durante la década de los años setenta del s. XX una serie de reformas a nivel mundial transformaron las relaciones económicas y financieras entre países. Tal como lo explica Bielschowsky, lo acontecido fue que “En el plano económico, el fin del ciclo expansivo mundial determinó el inicio de una etapa completamente nueva de la historia regional. Las dos novedades serían, primero, una creciente inestabilidad macroeconómica que perduraría por mucho más de una década y segundo, y en forma más permanente, la presencia creciente del sector financiero en el centro de los acontecimientos económicos.” (Bielschowsky, 1998, págs. 39-40) La década de los años setenta significó entonces, el fin de los años dorados del capitalismo. (Hobsbawm, 1998)

Esta serie de cambios implicaron que el sector industrial fuese rebasado por el sector financiero como fuente de ganancia a nivel global. A través del proceso de reforma monetaria que liberó al dólar de su contenido en oro dando paso al dinero fiduciario para realizar transacciones internacionales, se privatizó la actividad de financiamiento internacional y se desarrolló un abanico cada vez más amplio de activos e instrumentos financieros, incrementándose vertiginosamente la liquidez internacional. Gobiernos, empresas públicas y privadas aumentaron sus pasivos a través de operaciones financieras que demandaban garantías sobre sus flujos de efectivo futuros. Los hogares por su parte, incidieron cada vez en más deuda como forma de paliar los bajos ingresos y los gobiernos dejaron en manos de

los mercados financieros cada vez más desregulados la asignación de recursos para la inversión.

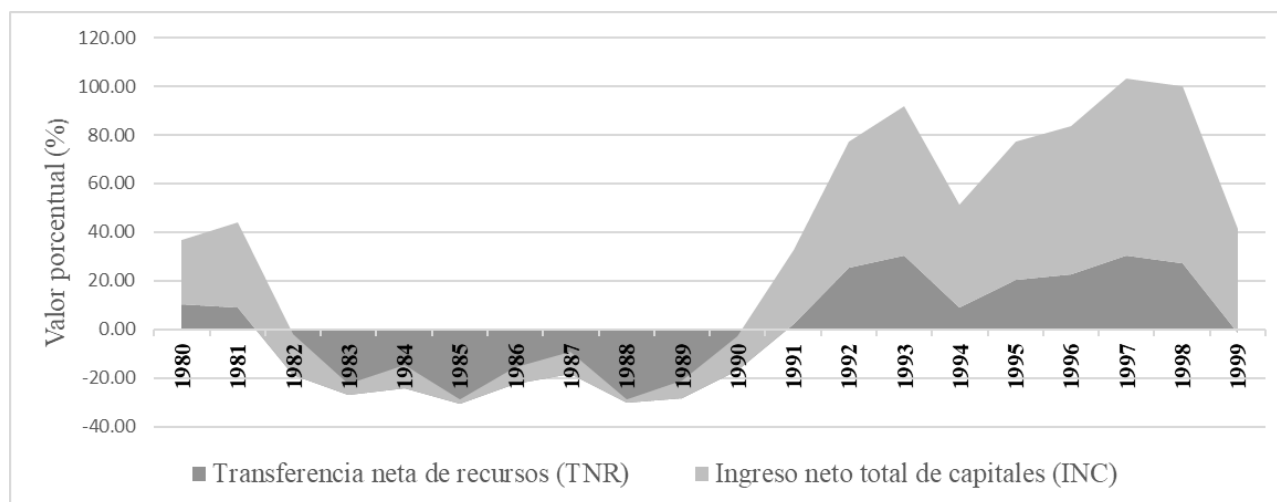
Si bien, los postulados teóricos que sostenían el análisis de la *brecha externa* siguieron ejerciendo influencia sobre el tratamiento prioritario del ahorro externo como principal fuente de financiamiento, lo cierto es que, durante los años que antecedieron a la crisis de la deuda de 1982, la escasez de dólares se revirtió, pues los flujos disponibles de crédito para naciones en desarrollo aumentaron de manera exorbitante debido al efecto de los eurodólares y petrodólares que inundaron el sistema bancario internacional a raíz de los enormes déficits de cuenta corriente de los Estados Unidos, así como por la crisis del petróleo de 1973.

La política de financiamiento para el desarrollo que se centró en las constantes Transferencias Netas de Recursos (TNR)<sup>27</sup> como parte del endeudamiento regional constante en los países subdesarrollados se hizo cada vez más evidente. No obstante, la advertencia desde diversos organismos internacionales sobre los efectos negativos de las transferencias externas de capitales, la dinámica del “[...] reciclaje de los excedentes petroleros en divisas por parte de los países en desarrollo durante la década de 1970, llamó la atención al pasar de la falta de recursos a flujos excesivos, acumulando cargas de deuda insostenibles [...]”. (Kregel, 2015a, pág. 314)

---

<sup>27</sup> Desde 1974 el Comité para el Desarrollo así como la UNCTAD en 1977, se encontraron con la necesidad de definir las transferencias netas de recursos para medir los flujos netos capital hacia el mundo subdesarrollado en forma de “deuda a largo plazo (desembolsos menos amortizaciones), (más) subvenciones oficiales (excluida la asistencia técnica), (más) los flujos netos de inversiones y la inversión de cartera, [...]”, en contraste con el pago de intereses de préstamos, y los beneficios de las inversiones. Sin embargo fue hasta la década de 1980 que la UNCTAD establece la transferencia neta de recursos como la diferencia entre nuevos flujos de entrada de capital netos, menos los pagos de intereses, ganancias y dividendos en los flujos anteriores, señalando que el monto de recursos domésticos que un país tiene disponibles para consumir o invertir en su desarrollo serán complementados o reducidos por el signo de la transferencia neta. El Comité para el Desarrollo surge a partir de 1971 después de la ruptura en la paridad oro-dólar que se estableció en los acuerdos monetarios de Bretton Woods, sobre este tema se profundizará en el Capítulo II. El Comité Ministerial Conjunto está conformado por 25 miembros que representan a las juntas de gobernadores de los países integrantes al Banco Mundial (BM) y del Fondo Monetario Internacional (FMI). (Kregel, 2015a, pág. 307, 308)

**Gráfico 1. Transferencia Neta de Recursos de América Latina\* hacia el resto del mundo (1980-1999) (valores porcentuales).**



\*Contempla valores para Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

Elaboración propia con datos de la CEPAL Stat. Estadísticas e indicadores económicos:

<https://bit.ly/3dUnv9v>

**Tabla 1. Porcentaje de TNR sobre INC.**

Año	%	Año	%
1980	38	1990	-121
1981	25	1991	4
1982	-110	1992	49
1983	-597	1993	49
1984	-250	1994	22
1985	-1794	1995	36
1986	-329	1996	37
1987	-194	1997	42
1988	-2565	1998	38
1989	-396	1999	-3

Elaboración propia con datos de la CEPAL Stat.

Estadísticas e indicadores económicos:

<https://bit.ly/3dUnv9v>

Como se observa en el Gráfico 1. y la Tabla 1. La TNR ha sido un fenómeno constante para la región. Del total de capitales que ingresan a las naciones latinoamericanas una parte importante termina siendo repatriada en términos de pago de intereses, dividendos,

utilidades, etc. Esta condición más que proveer de recursos para el desarrollo de una planta productiva nacional hace evidente que la finalidad de los flujos externos de capital hacia la región buscan terrenos rentables para su valorización. Condición que no sólo no cumple con los principios teóricos del financiamiento externo bajo la lógica de la teoría neoclásica de los *fondos prestables*, sino que más aún, contribuye a descapitalizar a la región. Además, que también refleja las limitantes de depender de las fuentes externas de financiamiento en detrimento de una política doméstica de inversión productiva.

La Tabla 1 nos arroja datos sobre los años críticos, como por ejemplo en 1980 cuando antes de la crisis, del total de ingreso de capitales a la región para ese años aproximadamente el 40% salió por distintas razones. En 1981 la cifra de salida de capitales fue equivalente al 25% del total y para el período de 1982 a 1990 no sólo se registró una caída de salida capitales a causa de la suspensión de pagos, sino que también se restringió la entrada de nuevos flujos de capital, iniciándose así la década perdida en la región. Una situación de extrema vulnerabilidad externa, que sería el trasfondo de la asfixia financiera provocada por la deuda externa, tal como lo plantea Bielschowsky:

Producto de [...] la elevación de las tasas de interés estadounidenses (que) desencadenaría, en las circunstancias de fragilidad macroeconómica de la mayoría de las economías de la región, un proceso que las obligaría a profundos ajustes recesivos, en la medida en que escaseaba la afluencia de capitales. Reforzando la opción del ajuste recesivo, se multiplicaban las cláusulas de "condicionalidad" por parte del Fondo Monetario Internacional (FMI) y del Banco Mundial en las negociaciones de financiamiento. (Bielschowsky, 1998, pág. 49)



**Tabla 2. Crédito Total de la Banca Privada a América Latina.**

(Cifras en Millones de Dólares)

	1978	1979	1980	1981
<b>Total</b>	<b>82,601.70</b>	<b>101,400.30</b>	<b>118,158.30</b>	<b>149,173.70</b>
Argentina	5,658.30	9,832.80	12,657.60	18,643.80
Bolivia	628.8	695.2	695.2	844.1
Brasil	33,767.80	37,453.40	40,934.50	49,005.10
Chile	3,330.60	5,071.10	7,113.70	10,578.90
Colombia	845.20	1,400.90	1,886.00	2,967.80
Costa Rica	774.4	1,022.70	1,123.80	1,165.70
Ecuador	1,491.30	2,088.50	2,818.60	3,583.60
El Salvador	259.2	207.5	168.4	153.8
Guatemala	252.8	314.8	296.2	277.3
Haití	1.6	2.9	7.6	47.4
Honduras	249.3	314.9	393.6	451.4
México	23,274.50	27,170.70	32,936.60	42,629.30
Nicaragua	392.4	392.5	746.3	821.8
Panamá	1,004.40	1,043.30	1,161.00	1,236.60
Paraguay	131.3	188.5	222.4	249
Perú	3,490.10	3,069.40	2,304.10	2,179.50
Rep. Dominicana	562.3	640	640	585.2
Uruguay	292.9	519.5	712.8	1,060.20
Venezuela	6,194.50	9,971.70	11,339.90	12,693.20

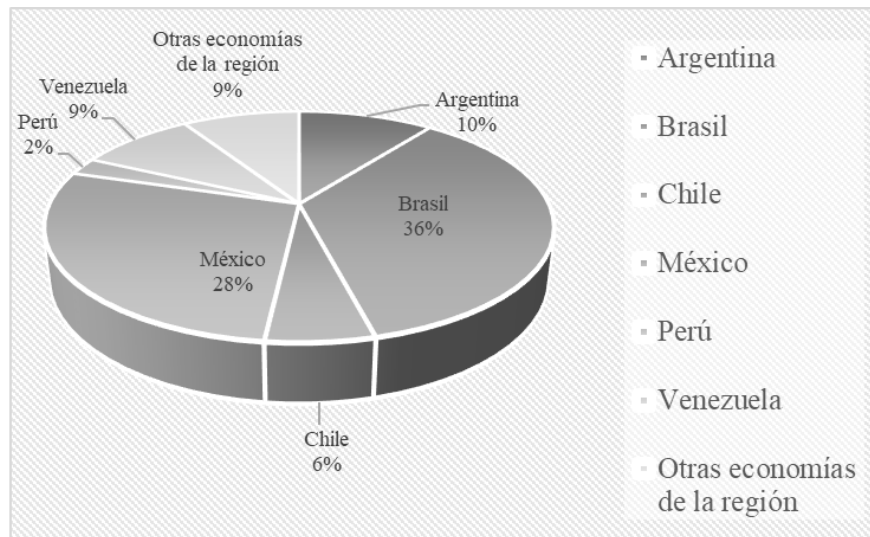
Fuente: Correa, E. (2003) "Los sistemas financieros en América Latina: algunas transformaciones".

**Tabla 3. Crédito Total de la Banca Privada a América Latina, crecimiento del período y participación porcentual por país de América Latina.**

	Crédito total (millones de dólares)	Crecimiento del período (%)	Participación en el total
<b>América Latina</b>	<b>451,334.00</b>	<b>80.6</b>	<b>100%</b>
Argentina	46,792.50	229.5	10%
Brasil	161,160.80	45.1	36%
Chile	26,094.30	217.6	6%
México	126,011.10	83.20	28%
Perú	11,043.10	-37.60	2%
Venezuela	40,199.30	104.90	9%
<b>Total 6 economías</b>	<b>411,301.10</b>		<b>91%</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de Correa, E. (2003) "Los sistemas financieros en América Latina: algunas transformaciones".

**Gráfico 2. Participación porcentual por país del Crédito Total de la Banca Privada a América Latina en el período 1978-1981.**



Fuente: Elaboración propia con datos de Correa, E. (2003) "Los sistemas financieros en América Latina: algunas transformaciones".

“En los años setenta y hasta 1981 los países de la región fueron receptores netos de capital de préstamo procedente de los bancos transnacionales en expansión.” (Correa, 2003, pág. 4) Esto significó un importante aumento de la deuda externa regional en tan solo cuatro años de 1979 a 1981 (Tabla 2). Los préstamos fueron emitidos principalmente por bancos privados transnacionales en búsqueda de una mayor tasa de ganancia en mercados menos saturados que los de su lugar de origen. Según datos manejados por Correa, E. (2003), entre los años de 1970 a 1981 los fondos que arribaron a la región en forma de préstamo fueron superiores a los 400 mil millones de dólares, la mayoría de estos fueron deuda a corto plazo y en su totalidad con una tasa de interés ajustable que se dirigieron principalmente a las grandes economías de la región: Argentina con 10%, Brasil con el 36% del total, México con un 28%, entre Venezuela, Chile y Perú concentraron el 17% y el resto de naciones se repartieron el 9% restante (Tabla 3 y Gráfico 2).

Como era de esperarse, una vez desatada la crisis, el financiamiento otorgado por financieros privados se detuvo de la misma manera en que años atrás se habían detenido los

flujos por parte de los organismos internacionales. Esto obligó a los estructuralistas a cuestionarse sobre la continuación del proyecto industrializador como vía para alcanzar el desarrollo, tal como se había planteado originalmente.

Bajo el argumento de que la economía de los Estados Unidos registraba niveles de inflación por encima de los esperados, el entonces secretario del Tesoro norteamericano, Paul Volcker, tomó la decisión de elevar las tasas de interés como medida de control.<sup>28</sup> De tal manera que, al mismo tiempo, todos los préstamos contratados por la América Latina se encarecieron tanto en capital como en el servicio. La deuda externa latinoamericana duplicó en el período de 1978 a 1981 llevando a gran parte de los países latinoamericanos a “contratar más deuda para poder pagar su servicio y no caer en suspensión de pagos”. (Correa, 2003, pág. 5)

El análisis de Minsky (2008a) remite a una economía que se maneja a través de hojas de balance y perfiles de repago de deudas. Toda entidad económica o empresa que genera ingresos del lado de los activos tendrá su contraparte en obligaciones de pago del lado de los pasivos. De tal manera que, los activos han sido financiados por compromisos de pago futuros en efectivo.<sup>29</sup>

Alejándose de la teoría económica convencional, el análisis de Minsky de índole Post-keynesiana parte de la idea donde el financiamiento (dinero-crédito) es la contraparte en términos de pasivos contables, equivalente a la inversión donde las relaciones económicas entre entidades (ya sean Estados nacionales o empresas) están determinadas por la estructura de sus hojas de balance contable. La solvencia de toda entidad económica dependerá de su

---

<sup>28</sup> De acuerdo con el análisis de Minsky, desde 1975 y hasta 1982 la tasa de inflación nunca cayó sustancialmente por debajo del 6% en los Estados Unidos. “La administración Reagan y su programa, promulgado en gran parte en 1981, puede haber sido una respuesta a la visión de que algo andaba muy mal en la economía, pero se basó en un diagnóstico erróneo de lo que estaba mal y en una teoría de cómo funcionaba la economía que es inconsistente con las instituciones básicas del capitalismo. Se ignoró la fragilidad financiera que condujo a la inestabilidad tan evidente desde la década de 1960. El impulso de la desregulación y el exitoso esfuerzo por reducir la tasa de inflación mediante restricciones monetarias prolongadas y en gran escala y el desempleo exacerbaron la inestabilidad financiera que fue tan evidente en 1967, 1970, 1974-75 y 1979-80. Las intervenciones del prestamista de última instancia, que habían disimulado los problemas de la frágil estructura financiera en las crisis intermitentes de finales de los sesenta y setenta, se convirtieron prácticamente en acontecimientos cotidianos en los ochenta. La crisis de mediados de 1982 -que vio quebrar el Penn Square Bank de Oklahoma City y el colapso del peso mexicano- parece haber iniciado un régimen de turbulencia financiera permanente. (Minsky H. P., 2008a, págs. 7, 16)

<sup>29</sup> En palabras de Kregel haciendo un análisis de la propuesta misnkyana: “Los perfiles de repago clasifican la relación entre los compromisos de pago de intereses, dividendos y amortizaciones generadas por pasivos y de los flujos de ingresos derivados de las operaciones de los activos de capital” (Kregel, 2015a, pág. 322)

capacidad de mantener sus pasivos cubiertos con entradas futuras de efectivo, ya que antes de tener seguros los ingresos, sobre lo primero que hay certeza es sobre los compromisos de pago en que se ha incurrido. El éxito no está garantizado, su contraparte el riesgo de impago permanece latente como vía para conducir a la inestabilidad.

Kregel, J. (2015), siguiendo la postura de Minsky identifica tres tipos de perfiles de repago de deuda que dan paso a la inherente inestabilidad de los mercados financieros:

1. Perfil de financiamiento “*hedge*” o de cobertura. Cuando la entidad económica incurre en este tipo de financiamiento se puede decir que es un “deudor libre de riesgo” ya que en cada período de tiempo futuro la empresa es capaz de mantener los ingresos o flujos de efectivo necesarios para cumplir con sus compromisos de deuda, tanto en las amortizaciones de capital como en el pago de intereses.
2. Perfil de financiamiento especulativo. Bajo este esquema los flujos de efectivo que mantiene la entidad período tras período son insuficientes para cumplir con sus pagos corrientes, regularmente los asociados al servicio de deuda o pago de intereses. “El valor actual neto del proyecto que se está financiando es positivo, a pesar de que los ingresos en algunos periodos puedan ser negativos o insuficientes para cubrir el servicio de la deuda.” (pág. 323)
3. Perfil de financiamiento “*Ponzi*”. Este tipo de financiamiento es en el que incurren a mediano plazo la mayor parte de la entidad económica con perfil especulativo. En este esquema la imposibilidad de pago en efectivo sobre las obligaciones contraídas se vuelve una realidad no sólo sobre el servicio, sino también sobre la amortización de las deudas. “El valor actual neto del proyecto que se está financiando por el prestamista se convierte en negativo.”<sup>30</sup> (pág. 324)

En ese sentido, cuando las economías latinoamericanas arriban a finales de la década de 1970, ya se encontraban en problemas para enfrentar sus compromisos financieros, tanto los referentes al servicio de la deuda como en las amortizaciones, tomando una posición financiera especulativa. Para el año de 1982, con el abrupto aumento de las tasas de interés,

---

<sup>30</sup> Y continúa al respecto: “La empresa (o Estado nacional) no podrá hacer frente a sus obligaciones (incluso) liquidando sus activos a valor actual -la empresa es insolvente-. Para mantenerse al día con sus compromisos y mantenerse en funcionamiento, la empresa tiene que atraer nuevos préstamos para pagar los intereses de su deuda cada periodo.” (Kregel, 2015, pág. 324)

la situación fue insostenible y la región incurrió en *financiamiento ponzi* desatando una oleada de impagos que comenzó con México. La América Latina habiendo incurrido durante años en la trampa del financiamiento externo a causa de la falacia sobre la escasez de ahorro interno que delegó el manejo de la inversión doméstica al exterior, experimento lo que denominamos: *un momento minsky*.

Si bien los esquemas de financiamiento dependen de las expectativas sobre los flujos futuros de efectivo, cuando las expectativas sobre el desenvolvimiento futuro de la economía no son favorables, y los flujos de efectivo van a la baja, las entidades económicas comienzan a incurrir en perfiles de financiamiento especulativo para poder hacer frente a sus compromisos de deuda, empeñando la promesa de que el valor neto negativo del proyecto se vuelva positivo en el futuro.<sup>31</sup> La fragilidad financiera se vuelve un proceso endógeno que depende de las expectativas de los inversionistas que están dispuestos a participar en las actividades de inversión incluso con menores márgenes de seguridad que mantienen las entidades con esquemas especulativos de financiamiento. En ese mismo sentido, en el ámbito internacional, la cuestión estriba en el hecho de que un empresario tiene pleno conocimiento de los pagos que le demandarán una determinada cantidad de efectivo en el futuro. Mientras que, a diferencia de estos, “los prestatarios soberanos se enfrentan a condiciones en las que tanto los compromisos de efectivo y las entradas de efectivo están sujetas a la volatilidad e incertidumbre, y por lo tanto, fuera de su control.” (Kregel, 2015a, pág. 323) Tal como sucedió con la tasa de interés.

#### ***1.4.1. Reestructuración de deuda externa en mercados financieros internacionales***

Como parte de los resultados de la crisis de 1982, América Latina inicia un proceso de reestructuración o conversión de deuda externa en activos financieros a través de la creación de un mercado secundario internacional para la negociación de préstamos soberanos. Pieza

---

<sup>31</sup> Tal como plantea Kregel, en “Una economía dominada por empresas con perfiles financieros de cobertura, se convertirá entonces gradualmente en una economía caracterizada por finanzas especulativas que puede ser empujada aún más fácilmente a financiamiento Ponzi. Una vez que los valores presentes netos negativos empiezan a predominar, los problemas de los prestatarios también se convierten en problemas de los prestamistas, ya que los pasivos de las empresas están en los balances de los prestamistas como activos [...] El resultado es una crisis en la que ningún prestatario prestamista es capaz de cumplir con los compromisos y el servicio de deuda es suspendido.” (Kregel, 2015, págs. 326-327)

clave para la consolidación del sistema financiero internacional, este mercado secundario de deuda de países emergentes cambió los mecanismos de fondeo para las economías de América Latina. Las primeras negociaciones que se registraron tuvieron lugar durante el mes de diciembre de ese mismo caótico año de 1982 cuando algunos bancos comerciales menores decidieron vender sus carteras en mora, o bien, a través de un mecanismo *swap*, intercambiaron entre mismos bancos algunos títulos de deuda para reorganizar sus carteras; todo esto como parte de los procesos de reestructuración de la deuda regional. Bustillo y Velloso lo plantean de la siguiente manera:

La situación no tardó en empeorar y, en octubre de 1983, 27 países, con una deuda total de 239.000 millones de dólares, habían reprogramado sus respectivas deudas con los bancos o se encontraban en vías de hacerlo. Dieciséis de ellos eran países de América Latina y el Caribe, y los cuatro más grandes (Argentina, Brasil, México y Venezuela (República Bolivariana de)) debían 176.000 millones de dólares a varios bancos comerciales, es decir, cerca del 74% de la deuda total pendiente. De esa cantidad, unos 37.000 millones de dólares se debían a los ocho bancos más grandes de los Estados Unidos y constituían aproximadamente el 147% de su capital y sus reservas de entonces. (Bustillo & Velloso, 2013, pág. 25)

Otro de los mecanismos para la reestructuración de deuda latinoamericana que se facilitó a través del nuevo mercado secundario fue la posibilidad para los acreedores de intercambiar deuda soberana por acciones u otros activos financieros de empresas públicas. Este proceso cobró relevancia entre 1986 y 1987 principalmente en México y Chile a través del proceso de privatización cuando los gobiernos en aras de “adelgazar la administración pública” reconvirtieron su política de gasto para eliminar el déficit fiscal y mantener las supuestas “finanzas públicas sanas”.

Cinco años después de comenzada la crisis, en 1987 México sorprendía de nuevo al mundo anunciando un nuevo plan de reestructuración a través del mercado secundario. Con esta operación el gobierno mexicano con el apoyo del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos (USDT)<sup>32</sup> logró titularizar 20 mil millones de dólares en préstamos al convertirlos en títulos financieros comerciables. Los denominados bonos Azteca, lograron un descuento del 30% a través la operación de recompra de deuda y con un plazo de vencimiento a 20 años, se colateralizó mediante la amortización a capital que se depositaba

---

<sup>32</sup> Por sus siglas en inglés, United States Department of the Treasury (USDT).

en el USDT mediante la compra de un cupón cero del mismo período de vida. Sin duda, estas acciones son el antecedente directo de lo que más tarde se denominaría plan Brady como el mecanismo para continuar con la prolongada reestructuración de deuda de los países periféricos. (Bustillo & Velloso, 2013)

La consolidación del mercado secundario de deuda, en un principio con un número reducido de compradores y vendedores, así como de intermediarios, generó cambios profundos no sólo en la forma de captar fondos de los mercados internacionales de capital. El desarrollo de un mercado organizado de deuda a través de bonos cambió también los mecanismos de política monetaria de los bancos centrales en la región. Dejando de lado el *encaje legal* como mecanismo para colocar deuda interna del gobierno en el sector bancario nacional con moneda local, para pasar a la captación de recursos en los mercados financieros tanto locales como foráneos, principalmente en moneda externa, es decir, deuda en dólares vía bonos gubernamentales.

La política de financiamiento externo para el desarrollo basada en la transferencia de recursos monetarios externos (ahorro foráneo) supuso para las economías latinoamericanas afianzar su papel periférico dentro del sistema económico mundial, pero esta vez en términos financieros. Al igual que con la *brecha externa* descrita por Prebisch, los diferenciales de precios entre las monedas locales y la moneda mundial (el dólar estadounidense) han jugado un papel determinante en los estrangulamientos externos. Las transferencias netas de recursos por préstamos cotizados en dólares tuvieron han sido un factor determinante en el déficit de balanza de pagos, que, si bien no se reflejan en la cuenta corriente, si han crecido de manera significativa a aumentar el déficit en la cuenta de capital. Demostrando que lo que en un principio se había propuesto como un mecanismo para fondear de recursos a las naciones periféricas latinoamericanas terminó siendo en realidad una descapitalización de estas. Tal como lo argumenta Jan Kregel;

Una de las grandes falacias en las finanzas modernas la constituye la idea de la escasez de ahorro. A nombre de una idea económica falsa se han llevado a cabo, durante décadas, políticas que han convertido a algunos de los países en desarrollo en constantes generadores de flujos de rentas financieras o en exportadores netos de recursos durante largos períodos de su historia. [...] La deuda externa que se argumenta contribuye a financiar el desarrollo, en realidad ha sido uno de los procesos más intensos de salida de recursos, con un comportamiento procíclico

que tiende a contribuir a hacer más profundas y duraderas las recesiones económicas. (Kregel, 2015a, pág. 303)

### ***Comentarios Finales***

Las dificultades para hacerse de las divisas necesarias en naciones subdesarrolladas constituyen uno de los grandes problemas de la historia económica en nuestra región. Como se ha mencionado, la relación entre finanzas y crecimiento económico ha sido uno de los grandes temas de la economía. Sin embargo, la propuesta de pensamiento económico neoclásica y su posterior tradición nekeynesiana no identifican la oferta de crédito del sistema bancario como parte relevante de la inversión total disponible que ha sido identificada como uno de los medios para dinamizar la economía de una sociedad.

Una lectura sobre economías monetarias de la producción en América Latina y las naciones periféricas que han sido estigmatizadas como estructuras incompletas o amorfas que no permiten el desarrollo del encadenamiento virtuoso entre ahorro e inversión nos permite observar las limitante de la teoría económica convencional.

Bajo las condiciones económicas mundiales de finales del s. XX, el desequilibrio en las hojas externas de balance entre activos y pasivos de las naciones latinoamericanas se sostiene en una posición deficitaria. Lo cual ha hecho evidente la persistencia de asimetrías en el sistema económico mundial. Y si bien el análisis que proviene de la *brecha externa* ha sido sustancial para entender las relaciones desiguales entre naciones centrales y periféricas, uno de los grandes límites a este es la aceptación de la *falacia de escasez de ahorro interno*.

Siguiendo la propuesta teórica de Keynes y particularmente las ideas desde la escuela Post-keynesiana de pensamiento económico la idea de una supuesta escasez de ahorro queda refutada al comprender que el sistema financiero no opera como simple intermediario de los recursos disponibles que en forma de ahorro habrán de convertirse en inversión productiva. Desde la mirada crítica del Postkeynesianismo los recursos financieros disponibles no obedecen a una condición de austeridad o el no-consumo. En una economía capitalista que funciona con dinero-deuda que se registra en asientos contables la inversión se convierte en forma de dinero-crédito se vuelve un factor sustancial para el dinamismo de la inversión doméstica. Una lectura heterodoxa de la economía que nos lleva a comprender las



transacciones económicas como sujetas a la temporalidad donde la seguridad de las deudas se establece con base en los flujos de efectivo futuros.

Los esquemas de financiamiento esbozados por Minsky como la vía para que los agentes económicos tomas posición financiera y lleven a cabo actividades productivas es uno de los distintivos centrales de una economía monetaria de la producción donde las variables financieras y monetarias están en estrecha relación con las variables productivas. Los mercados financieros aunados a estos esquemas de financiamiento son la muestra fidedigna de la inherente inestabilidad financiera cuyo punto crítico es el financiamiento de estilo ponzi. Una condición a la que se orilló a América Latina durante la década de los años setenta que llevo al estallido de la crisis en 1980.

El desarrollo económico de América Latina entendido como el desenvolvimiento específico a través del tiempo de las relaciones de producción, distribución y consumo, tanto internas como externas, está condicionado al desarrollo económico de las naciones centrales o “desarrolladas”. La acumulación de ganancia en el capitalismo central involucra una inserción asimétrica con las naciones periféricas, haciendo de este un proceso global e interdependiente. La política de financiamiento del desarrollo en América Latina ha sido el cauce para la valorización del exceso de liquidez acumulado en las naciones acreedoras. Haciendo de este programa de desarrollo y de la ilusión industrializadora una vía para el endeudamiento constante y creciente de la región.

La condición periférica de América Latina que se ha desarrollado a lo largo de la historia dentro del sistema económico mundial no es por tanto, sólo producto de los obstáculos relacionados a la vulnerabilidad externa producto de los intercambios comerciales, sino que más aún, se ha tratado de la combinación entre dicho proceso y su resultante dependencia financiera, que privilegiando el endeudamiento externo antes que una política financiera soberana ha traído como resultado una constante transferencia inversa de recursos. Condiciones, ambas, que han determinado el subdesarrollo económico de América Latina por medio de relaciones dependientes hacia el exterior.

América Latina se vuelve dependiente en términos comerciales, pero también en términos financieros respecto a la estrategia desarrollista que plantea la industrialización. El "falso universalismo" de la ciencia económica que planteó Prebisch, observa Furtado, C. (1971) no fue suficiente para poner en evidencia que las llamadas economías

subdesarrolladas constituyen subsistemas en el funcionamiento del sistema capitalista de producción nivel global. Por ello, “la teoría del subdesarrollo resulta ser esencialmente una teoría de la dependencia” que hace evidente la naturaleza asimétrica de las relaciones entre subsistemas. (Furtado, 1971, pág. 588)

El análisis sobre la realidad durante de la década de 1970 que plantean tanto Bambirra como Furtado desde la escuela de pensamiento dependentista como desde el estructuralismo más crítico, respectivamente, sostiene que las relaciones económicas internacionales de ese momento además de estar ligada a una especialización productiva de acuerdo a la posición geográfica y las ventajas comparativas de la teoría convencional, está íntimamente relacionada con una dominación de los mercados por parte de las grandes empresas transnacionales cuyas transacciones tienden a ser prioritarias en detrimento de las transacciones entre estados nacionales.

Por ello, afirma Furtado que en las economías subdesarrolladas el "desarrollo" es siempre "internacional" ya que las decisiones sobre actividades productivas está ligada con las dinámicas e intereses del capital transnacionales y su búsqueda, a nivel global, por la obtención de ganancia y no el desarrollo de las sociedades o la satisfacción de necesidades de la población.

[...] del actual proceso de "desarrollo" de las economías dependientes, tiende a resultar un desequilibrio creciente en la estructura del sistema global. En efecto, por una parte tenemos una reducción relativa de los flujos reales (declinación del sistema tradicional de división internacional del trabajo); por otra parte, tenemos una apropiación creciente, por empresas ubicadas en los Centros dominantes, del producto de los aumentos en la productividad en los subsistemas dependientes. Como el segundo proceso exige la creación de un flujo real de sentido Periferia-Centro, será difícil conciliarlo con el lento crecimiento, o declinación relativa, de la capacidad de pagos internacionales de los países subdesarrollados. Mientras se cumplía la sustitución de las importaciones ese desequilibrio potencial pudo ser absorbido, aun cuando con fuertes presiones sobre las balanzas de pagos de los subsistemas dependientes. Agotadas esas posibilidades tiende a desarrollarse una fase de fuerte endeudamiento externo de los países subdesarrollados (Furtado, 1971, pág. 601)

## CAPÍTULO II.

### RECONFIGURACIÓN DEL ESCENARIO FINANCIERO MUNDIAL: GLOBALIZACIÓN, REFORMAS Y TITULIZACIÓN DE DEUDA LATINOAMERICANA.

#### *2.1. Globalización y ganancia financiera, un nuevo patrón de acumulación*

Como parte de la reestructuración de la deuda externa en América Latina durante las últimas décadas del siglo XX, fueron la creación de un mercado financiero secundario para flotar los títulos de deuda regional, así como la implementación de profundos procesos de desregulación económico-financiera. Ante el cambio de patrón de acumulación en el capitalismo desarrollado conducido por la ganancia financiera sobre las actividades industriales, eliminar cualquier obstáculo a los flujos de capital internacional se convirtió en una necesidad tanto en los denominados países desarrollados como en el mundo subdesarrollado.

El proceso de acumulación de capital con predominio financiero logró así integrar a las economías en un proceso de acumulación global como nunca antes, bajo un nuevo proyecto económico globalizador: el *neoliberalismo*. Programa político-intelectual y por supuesto económico, que impuso un conjunto de ideas acerca de la sociedad, la economía y el derecho, transformó el orden económico e institucional de las sociedad a nivel mundial bajo la retórica de mercado. Una ofensiva teórico-práctica por reestablecer el liberalismo de autorregulación social y económica en oposición a la intervención y regulación estatal, que se creía superado.

Al finalizar el siglo XX, el avance tecnológico y de las comunicaciones, así como las reformas institucionales y jurídicas, además de los fundamentos teóricos e ideológicos del liberalismo clásico con nuevas adaptaciones al monetarismo, darían los cimientos de una nueva estructura económica mundial conducida por el sistema financiero internacional. Es decir, la consolidación de un sistema socio-económico cuyo motor principal es la ganancia del capital en su fase financiera.

Estos cambios significaron que los flujos externos de capital comienzan su camino hacia la liberalización, y las empresas, tanto financieras como las no financieras, asociadas al avance tecnológico establecen un régimen de acumulación dirigido por las finanzas<sup>33</sup>.

Los procesos de *globalización*, *neoliberalismo* y *financiarización* fueron así la expresión del dominio de las finanzas sobre la economía mundial, con lo cual se inaugura un nuevo modelo de acumulación de capital a nivel global.

Diversos son los autores<sup>34</sup> que han desarrollado este tema durante los últimos años, entre ellos, Gerald Epstein (2005) desde la tradición crítica del marxismo realiza una amplia revisión bibliográfica para definir el nuevo patrón de acumulación, *financiarización*, como el proceso económico forjado durante la última parte de los años setenta y la década de los ochenta del siglo pasado a la par de la *globalización* y el *neoliberalismo*, en el cual toma fuerza “[...] el creciente rol de los motivos financieros, de los mercados financieros, de actores e instituciones financieras en la forma de operar tanto de las economías nacionales como en la economía mundial.” (Epstein, 2005, pág. 3) Al mismo tiempo en que el papel de los gobierno se ha visto disminuido.

Por su parte, Costas Lapavistas (2016) reconoce que el término *financiarización* ha sido usado desde la vertiente teórica marxista como una crítica al sistema de acumulación capitalista contemporáneo que opera desde finales de la década de los noventa del siglo XX, y con el cual, se hace referencia a la preeminencia evidente en la expansión de las finanzas. Un proceso que también identifica con el ascenso de la *globalización* que es entendido como un conjunto de fenómenos desarrollados en el mercado mundial que se expresan en: 1.

---

<sup>33</sup> Para una definición más profunda sobre el Capitalismo Conducido por las Finanzas consúltese Guttman. “Lo que representa un nuevo régimen de acumulación en el sentido desarrollado por primera vez por los creadores de la escuela de la regulación francesa (Aglietta, 1976; Boyer y Saillard, 1995) el capitalismo conducido por las finanzas (FLC) ha propagado su lógica implacable de la regulación de libre mercado y la maximización del valor para los accionistas a lo largo de todos los rincones del mundo.” (Guttman, 2009 , págs. 20-21)

<sup>34</sup> De acuerdo con un estudio reciente (2018) de la CEPAL para analizar las nueva dinámica del capitalismo a nivel mundial desde una perspectiva crítica, se plantea que en la definición de financiarización [...] intervienen autores de distinta extracción teórica. (Pero) Aunque desde diferentes perspectivas analíticas, todos ellos coinciden en que el fenómeno se caracteriza por la primacía de la lógica financiera sobre la economía real. De manera muy estilizada, podría decirse que aquellos de procedencia keynesiana tienden a poner el énfasis en las raíces político-institucionales del fenómeno (la “superestructura”), mientras que los de filiación marxista lo hacen en las tensiones o limitaciones propias del proceso de acumulación (la “estructura”). En este segundo grupo se encuentran la escuela francesa de la regulación y su semejante norteamericana, la escuela de la estructura social de acumulación, dos programas de investigación que hacen hincapié en el papel de las instituciones como ámbito en el que se procesan o regulan los conflictos estructurales del capitalismo. (Abeles, Pérez Caldentey, & Valdecantos, 2018, pág. 16)

Crecimiento del mercado mundial; 2. La expansión de los mercados financieros internacionales; 3. La creciente interpenetración de las economías a través de inversión extranjera directa; y 4. El crecimiento de los flujos mundiales de crédito. (pág. 35)

Desde la vertiente Post-keynesiana del pensamiento económico, Thomas Palley (2013) plantea el proceso de *financiarización* de la economía como un desenvolvimiento paralelo al *neoliberalismo*. Entendido este último como una filosofía que sostiene la superioridad de la lógica del libre mercado en dos niveles: uno económico, donde se plantea desde la teoría neoclásica el uso óptimo/eficiente de los recursos disponibles; y otro político, que se concretiza en una política económica que representa los intereses del sector financiero dominante.

De acuerdo con Epstein (2005), Lapavistas (2016) y Palley (2013), el proceso de financiarización de la economía se ha desarrollado principalmente en la economía estadounidense y en gran parte de las naciones centrales o desarrolladas. Un proceso donde las finanzas han cobrado mayor fuerza en la conducción del proceso de acumulación de capital para la generación de ganancias, y donde al mismo tiempo las crisis se han vuelto más recurrentes como resultado de la desregulación en transacciones comerciales y financieras. Es decir que, tras los procesos de liberalización de la cuenta de capital<sup>35</sup> que han empoderado a las instituciones financieras se ha observado como contraparte el detrimento de sindicatos y trabajadores. La incorporación cada vez mayor de los gobiernos, empresas no financieras y hogares al endeudamiento vía mercados financieros internacionales para el fondeo de recursos. Lo cual ha incrementado la inherente inestabilidad del sistema aunada a la especulación.

Situando históricamente esta serie de cambios, el rompimiento de los acuerdos emanados de Bretton Woods fue uno de los principales antecedentes al proceso de financiarización al iniciar un sistema financiero y monetario internacional que se sostiene sobre la ganancia financiera y el auge de la banca privada internacional, cuyas actividades

---

<sup>35</sup> Siguiendo las ideas de Héctor Guillén (2013), detrás del proceso de liberalización de la cuenta de capital existen razones políticas que por medio del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos y el FMI impusieron a las naciones desarrolladas la lógica organizadora del libre mercado que había sido ya implementada en las naciones subdesarrolladas. “Para un país liberalizar los mercados de capitales significa permitir a los flujos financieros de corto plazo entrar y salir libremente. No se pueden construir fábricas o escuelas con capitales especulativos pero sí se puede sembrar el caos en una economía. La liberalización de los mercados financieros implica la apertura de la economía a las instituciones financieras extranjeras.” (Guillén H. , 2013, pág. 368)

especulativas condujeron al crecimiento de mercados paralelos de divisas (eurodólares y petrodólares) incrementando la liquidez internacional. Sin embargo, para que se hayan propiciado estos cambios, Epstein (2005) reconoce cómo las razones ideológicas no han faltado en el proceso.

Para las economías subdesarrolladas el proceso de *financiarización* que se desarrolla en las naciones centrales ha significado la continuidad teórico-práctica de la falacia teórica sobre la escasez de ahorro interno y su consecuente necesidad de captación de flujos financieros externos. Garantizando así la dependencia por capitales externos, aunque esta vez, bajo condiciones privadas, los flujos de corto plazo han tomado mayor preponderancia. Una situación que no hace más que agravar las condiciones de inestabilidad en las cuentas internacionales con repercusiones directamente en el nivel de precios internos, los tipos de cambio y el crecimiento económico. Epstein (2005), siguiendo la propuesta de Blecker (2005), Babb (2005), O’Connell (2005) y Crotty & Lee (2005), plantea las razones de esta dependencia a partir de tres elementos:

1. La dependencia de recursos en los modelos de desarrollo de los países en desarrollo que los hacen depender de teorías y modelos económicos que apoyan financiarización, neoliberalismo y globalización.
2. El poder de las élites financieras que se benefician generosamente de estas políticas a pesar de estos costos para muchos otros.
3. La falta de voluntad de la mayoría de los economistas para afrontar honestamente los profundos problemas asociados con estas teorías y políticas.<sup>36</sup>

La *financiarización* debe ser entendida como un cambio de condiciones al interior del sistema de producción capitalista en constante transformación. Condiciones que impactan directamente en la forma de hacer negocios y en la conducta de los agentes económicos quienes buscando vías de escape de un sector industrial y comercial estancado encuentran en las finanzas una fuente de mayores y más dinámicas ganancias conducidas bajo dos modalidades: *Capital que devenga interés* y *Capital Ficticio*. (Lapavitsas, 2016)

De acuerdo con la propuesta marxiana, el *capital que devenga interés* es un tipo especial de capital disponible para prestar y que es remunerado a través del pago de intereses.

---

<sup>36</sup> Traducción libre a partir de: “1. The resource dependence of developing countries’ development models that make them depend on economic theories and models that support financialization, neoliberalism and globalization. 2. The power of financial elites that benefit handsomely from these policies despite these costs to many others. 3. The unwillingness of most economists themselves to honestly face the profound problems associated with these theories and policies.” (Epstein, 2005, pág. 12)

Se trata de una suma de capital prestable destinada a procesos productivos bajo la lógica de la economía capitalista de producir para obtener una ganancia a través de la realización del plusvalor o venta de las mercancías. Los dueños o poseedores del capital inicial disponible en forma de préstamo obtienen como retribución derechos directos sobre el valor y el rendimiento del capital que ha sido destinado a las actividades productivas, es decir, cobrando una tasa de interés. Identificamos este tipo de capital por medio del esquema planteado por Marx a través de la notación:

$$D - M \dots P \dots M' - D'$$

Así, el ciclo de todo proyecto capitalista de producción comienza con una suma de capital dinerario ( $D$ ) para adquisición de mercancías ( $M$ ), específicamente, fuerza de trabajo (mano de obra asalariada) y medios de producción (materias primas, herramientas, equipo de capital, etc.) para llevar a cabo el proceso productivo ( $P$ ) donde se transforma la materia prima y se da origen a un incremento de valor ( $m$ ), producto del proceso de trabajo, sobre las mercancías iniciales ( $M' = M + m$ ). Para finalmente, en el proceso de venta transformar esas mercancías incrementadas con el plusvalor del trabajo ( $m$ ) en una suma de dinero mayor que con la que se comenzó dicho proceso ( $D' = D + d$ ).

Si bien, el *capital que devenga interés* se asocia con la expansión del sistema bancario que da paso a los procesos de inversión y consumo vinculados a la acumulación capitalista, y en su origen es dinero ocioso, por el contrario, el *capital ficticio*<sup>37</sup> no hace referencia a su inversión en actividades productivas, sino que:

En esencia, esta es una idea técnica que equivale a la contabilidad del valor actual neto, esto es, a la suma de dinero que resulta de descontar las secuencias de ingresos futuros vinculados a los activos financieros. Estas sumas hipotéticas conforman los precios financieros que pueden fluctuar con independencia del capital dinerario gastado originalmente en la compra del activo financiero en cuestión. En este sentido, los precios financieros, particularmente los del mercado bursátil, representan capital ficticio. (Lapavitsas, 2016, pág. 53)

---

<sup>37</sup> En palabras de Arturo Guillén, “Hay que diferenciar el capital ficticio del crédito bancario. Este representa uno de los motores principales de la acumulación de capital real, y en tal sentido no puede considerarse en sí mismo capital ficticio. Pero el crédito o «capital dinerario prestable», como le llama Marx, no solo se utiliza para la reproducción de capital real y de su centralización, sino que se utiliza también para comprar capital ficticio. Se usa, asimismo, para refinanciar deudas pasadas. El dinero crediticio no es capital ficticio, sino dinero creado de la nada por los bancos. Es una palanca poderosa de la reproducción de capital real, pero también un instrumento para reproducir las montañas de capital ficticio que emite el capital monopolista-financiero.” (Guillén A. , 2015, pág. 207)

Sumas hipotéticas, dice Lapavitsas siguiendo los planteamientos de Marx, se trata de un tipo de capital creado artificialmente al no pasar por la esfera de la producción. Capital hipotético en el sentido de que no existe en la forma dineraria, sino que se emite y circula en todo momento en la esfera de la circulación en forma de promesa de pago, que, a un determinado plazo, habrá de vencer y exigirá su participación de la plusvalía creada, esta sí, en la esfera de la producción. La cual identificamos con la notación:

$$D - D'$$

Donde  $D$ , como la cantidad dineraria que se desembolsa inicialmente, resurge incrementada en  $D' = D + d$  sin haber pasado por la esfera de la producción.

Siguiendo las propuestas de Marx (1867) y Hilferding (1963), para Lapavitsas (2016) y Guillén (2015), son *capital ficticio* los títulos de propiedad sobre deuda pública, obligaciones, acciones, instrumentos financieros derivados, y toda la clase de instrumentos que se comercializan en los mercados financieros. Así, tomando como referencia este análisis, la Escuela de la Regulación, ve en el surgimiento de la financiarización “La búsqueda de un nuevo «régimen de acumulación», sobre el supuesto de que el viejo régimen «fordista» llegó a su fin en los años setenta.” (Lapavitsas, 2016, pág. 44)

Hay que recordar que este *régimen fordista* de acumulación que comienza en los Estados Unidos a principios del siglo XX y que se generaliza en la economía global en la época de posguerra, se caracteriza por tres elementos básicos: 1. Una producción en masa, 2. El aumento constante de la productividad, y 3. El aumento de los salarios reales. Sin embargo, la disminución de las tasas de ganancia locales en los países de origen de las grandes empresas transnacionales al interior de la esfera de la producción, ha provocado el ascenso de los negocios financieros como fuente de ganancias mayores. La expansión financiera y el suministro abundante del crédito al modificar la dinámica de acumulación, obtención de ganancia, han alterado también los principios organizativos de las empresas, tanto financieras como no financieras, bajo la noción de *beneficio del accionista*<sup>38</sup>.

---

<sup>38</sup> En la actualidad, las economías modernas además de contar con sistemas bancarios y financieros bastante desarrollados que ofrecen toda una serie de posibilidad de instrumentos y activos financieros para destinar capitales ociosos con miras a la obtención de una ganancia financiera en la esfera de la circulación. Aquellos capitales que permanecen en la esfera productiva operan bajo dinámicas empresariales dirigidas por gerentes o *managers*, quienes en representación de un grupo de accionistas conducen a la corporación en la búsqueda por maximizar el valor presente neto de la empresa. Las sociedades de inversionistas o accionistas son quienes tienen el control de la empresa. (Palley, 2013, pág. 4)



Al volverse la ganancia financiera la principal fuente de recursos para las empresas, tanto financieras como no financieras, la operatividad de estas, administrada por cuerpos gerenciales o *managers*, se vuelca por mantener rendimientos altos para los accionistas como principal objetivo. Los salarios reales de los trabajadores, así como la producción en masa que distinguió al *modelo fordista*, pasan a segundo término. Mantener el *beneficio del accionista* lo más alto posible ha llevado incluso a las empresas no financieras a tomar parte en este abundante suministro de crédito que proveen los mercados financieros. Lo que ha significado una modificación de los modelos de negocio, que ya no buscan la producción como vía para obtención de ganancia, sino que captan recursos a partir de la participación en rendimientos y dividendos de capital en los mismos mercados financieros a través del manejo de los balances contables.

La *financiarización* implica la internacionalización de los mercados financieros como parte del proceso de *globalización*<sup>39</sup>. Desde la perspectiva teórica convencional, el mercado es presentado como forma superior de organización social. Idea básica que recoge el *neoliberalismo*. Bajo esta lógica teórica, tal como se discutió en el Capítulo I, la función principal de los mercados financieros es la de posibilitar el encuentro entre unidades económicas superavitarias (ahorradores) y deficitarias (prestatarios) en la transferencia de ahorros para la acumulación de capital. Palley (2013), separándose de la visión neoclásica plantea la existencia del mercado financiero como ente particular, con una historia y un lugar geográfico de desenvolvimiento específico. Y refiriéndose particularmente al mercado financiero estadounidense de finales de la década de los setentas y principios de los ochenta como origen de este modo de producción financiarizado, plantea que las dislocaciones económicas de finales del s. XX, han “[...] produ(cido) una creciente inflación y una ralentización del crecimiento, cuyo efecto fue desatar tres décadas de expansión de crédito e inflación en los precios de los activos que terminó con la crisis financiera de 2008.” (págs. 17-18)

---

<sup>39</sup> Producto de la internacionalización del capital desde finales del siglo XIX y consolidado este proceso en las últimas décadas del siglo XX, la empresa transnacional ha marcado el proceso de acumulación bajo relaciones de producción que ya no pertenecen sólo a un contexto nacional, sino internacional. Siguiendo a Girón, A. (1978), este tipo de empresa se caracteriza por a) “El constituir una resultante, una concreción del avance del modo de producción capitalista y de las necesidades que este le plantea al desarrollo mismo de las fuerzas productivas.”, y b) Constituyen la forma recreada para enfrentar las nuevas situaciones de crisis, a partir de mecanismos de fusión y asociación. (págs. 47-48)

Se trata del momento histórico del capitalismo en el que la estructura del mercado financiero internacional se transforma de un mercado de fondos prestables (para retener activos), a un esquema que se sostiene sobre el endeudamiento (la distribución de pasivos), y donde, por tanto, las principales funciones de este cambian hacia: 1. La creación de activos financieros líquidos y 2. La recolocación y esparcimiento del riesgo. “La financiarización opera a través de tres canales diferentes: cambios en la estructura y operación de los mercados financieros; cambios en el comportamiento de corporaciones no financieras, y cambios en la política económica.” (pág. 9) Por lo que es importante resaltar cómo la operación de los mercados financieros ha cambiado a partir del aumento en la oferta de instrumentos financieros que impactan en los resultados macroeconómicos y en el ciclo de negocios. Esto, a través de “La existencia de mercados de activos líquidos en los que los activos pueden ser fácilmente transferidos y vendidos a valores razonables (lo que) también significa que los activos pueden servir fácilmente como valores colaterales (garantía) [...] (tales) como valores respaldados por hipotecas (MBS) y obligaciones de deuda garantizadas (CDO)” (págs. 3-4)<sup>40</sup>

En el enfoque Post-keynesiano sobre la *financiarización* se retoma el concepto del *rentista* como parte fundamental de la política económica neoliberal que implica un retroceso del Estado como interventor y regulador de los procesos económicos en aras de la supuesta eficiencia de los mercados autorregulados. Desarrollado por Keynes (1936) en su *Teoría general*, el *rentista* es definido como “una entidad económica parasitaria que extrae ganancias gracias a la escasez de capital, y puede así, deprimir la inversión y la rentabilidad de los capitalistas activos.” (Lapavitsas, 2016, págs. 54-55) Por supuesto, bajo la financiarización de la economía, la escasez de capital como recursos disponibles para la inversión se presenta en la esfera de la producción, ya que el crédito convencional, o *capital que devenga interés* en la lógica marxista, ha migrado hacia la esfera de la circulación en los mercados financieros.

---

<sup>40</sup> Siguiendo las ideas de Arturo Guillén (2015), “Pasamos de un sistema financiero basado en el crédito bancario como principal mecanismo de financiamiento, a uno sustentado en el financiamiento en el mercado de obligaciones (securitización). La banca pasó del método de «originar y retener» al de «originar y distribuir». Este fue el caso con el boom inmobiliario, donde el banco otorgaba el crédito hipotecario y, en lugar de retenerlo en su contabilidad y encargarse de su cobro, lo empaquetaba con otros créditos y los convertía en obligaciones a través de la banca de inversión, quien a su vez los colocaba o los transformaba en nuevos instrumentos financieros o en derivados, a través de toda la cadena de inversionistas institucionales y aseguradoras. (Guillén A., 2015, págs. 196-197)

El *neoliberalismo* como proyecto político y, por tanto, de un tipo de política económica específica, representa el ascenso y la consolidación de este sector o clase *rentista*. Es decir, ese pequeño grupo social que conforman los accionistas, tenedores de bonos y administradores de grandes sumas de capital. Sin embargo, aunque reducido en tamaño, este grupo, operando bajo esquemas de financiamiento especulativos, como lo desarrolló Minsky y se trató en el capítulo anterior, desarrollan un comportamiento desestabilizante de sus balances contables a lo largo del ciclo económico. Cuando hay optimismo en los mercados y el crédito fluye a caudales, se produce una acumulación excesiva de deuda, situación que cambia tan pronto como las expectativas del futuro se vuelven negativas y el crédito se constriñe generalizando los impagos de deudas contraídas en períodos previos. Este tipo de comportamiento que se vuelve la norma bajo un modelo de negocios financiarizado, lleva a las empresas a la quiebra aumentando el paro laboral y desatando la crisis.

La operatividad de un capitalismo financiarizado o conducido por las finanzas es, por tanto, mucho más proclive a la inestabilidad. Debido a que cada vez son más las grandes empresas, financieras y no financieras, gobierno y hogares, los que dependen del funcionamiento de los mercados financieros alejados de la regulación estatal.

La desigualdad en la distribución del ingreso<sup>41</sup>, por un lado, más la creciente deuda de todos los sectores que fluye desde las grandes empresas transnacionales, pasando por los pequeños y medianos propietarios de emprendimientos, y hasta el ámbito familiar a través de la adquisición de tarjetas de crédito y/o créditos de nómina y personales, juegan hoy día un rol determinante sobre la demanda agregada y, por ende, del nivel de ocupación de las sociedades. Esto, a causa del estancamiento de los salarios y de la preponderancia de las ganancias del sector financiero en detrimento del sector productivo. No obstante, uno de los puntos centrales de la *financiarización* de la economía son también las consecuencias a nivel micro de este fenómeno. Las consecuencias para el ciudadano de a pie que se asocian con una cada vez peor distribución del ingreso con relación a la profundización financiera. Un gran número de familias y negocios familiares, así como pequeñas empresas no financieras,

---

<sup>41</sup> Guevara (2013) al igual que Palley (2013), plantean cómo los beneficios se han concentrado cada vez más en el 1% de la gente más rica, justo donde se encuentran los beneficiarios de las finanzas corporativas y accionistas, en detrimento del grueso de la población, cuya relación con las finanzas es particularmente a través del endeudamiento por microcréditos, financiamiento para estudios universitarios, de salud y vivienda, entre otros.

han sido víctimas del excesivo endeudamiento. Una dinámica que afectan directamente las remuneraciones salariales, la relación entre capital y trabajo, así como el consumo de los hogares. (Guevara, 2013)

La conclusión para estos teóricos de la *financiarización* es clara, se requiere la intervención política de los gobiernos para regular las finanzas con el objetivo de mejorar los niveles de producto, empleo y renta de las economías. Políticas para regular las reservas de liquidez de los bancos, conducir el crédito en determinadas direcciones, principalmente productivas y del *capital ficticio*, imponer límites a las actividades de la banca de inversión y a las actividades especulativas. La política económica es clave para resolver los problemas asociados a la *financiarización* que promueve las actividades especulativas, la inestabilidad recurrente y las crisis, además de un pobre desenvolvimiento de la inversión productiva y el nivel de empleo de las sociedades. Además de esto, para América Latina, controlar los riesgos asociados a los flujos de capital a corto plazo se vuelve una tarea fundamental por sus efectos negativo en la determinación del tipo de cambio y el nivel interno de precios.

Por último, es importante señalar tres aspectos esenciales sobre el análisis de *financiarización* de la economía. A) La mayor parte de propuestas teóricas se ha sostenido particularmente a la luz del desenvolvimiento de la economía estadounidense durante los últimos cincuenta años. Un largo período de tiempo que hace referencia desde el rompimiento de los acuerdos monetarios emanados de Bretton Woods a inicios de la década de los setenta, hasta el día de hoy. B) La operatividad del sistema financiero internacional como un todo, cambió. Y estas transformaciones, como se ha mencionado, de la mano del avance tecnológico y con prácticas gerenciales orientadas a maximizar el *beneficio del accionista* modificó el modelo de negocios de las finanzas y el crédito, pasando de la lógica del originar para retener, hacia el originar para distribuir, fundamento de las finanzas estructuradas o proceso de titulización (*securitization* en inglés). Y C) El papel de las naciones periféricas o “subdesarrolladas” y sus agentes económicos, tales como empresas, hogares y Estados en el proceso de financiarización de la economía mundial debe ser estudiado con precisión, tomando en cuenta las particularidades del capitalismo conducido por las finanzas. De estos dos primeros elementos nos ocuparemos enseguida. Mientras que el tercero, referente a las particularidades del proceso financiero y sus consecuencias en América Latina, nos ocuparemos en el acápite segundo de este mismo capítulo.

### ***2.1.1. Reforma monetaria internacional***

El trasfondo al proceso de financiarización asociada a la internacionalización del capital (globalización) y al proyecto ideológico que dio su origen (neoliberalismo), debe ser rastreado desde el final de la Segunda Guerra Mundial cuando gran parte de la infraestructura de comunicaciones, las grandes ciudades, así como de las plantas productivas de las naciones centrales o desarrolladas se encontraban destruidas. Además de un comercio internacional y de flujos financieros que se encontraban bastante deprimidos. Ante estas condiciones fue necesario establecer las reglas del juego económico mundial (comerciales, monetarias y financieras) a seguir, con miras al reordenamiento de la economía internacional. Reunidos en Bretton Woods, Nuevo Hampshire, Estados Unidos, durante el año de 1944, las principales economías del mundo se convocaron para diseñar las relaciones económicas para los años venideros a través de la creación de organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Internacional para la Reconstrucción y Fomento, posteriormente Banco Mundial (BM) (1962) y la Organización de Naciones Unidas (ONU).

Las nuevas reglas y los nuevos actores institucionales fueron delineados por las naciones desarrolladas que fijaron entre otros temas, el patrón monetario que habría de regir las transacciones de pagos internacionales. Para tales fines, y tomando en cuenta el desorden monetario en torno al patrón oro, se definió al dólar estadounidense como la moneda mundial, dándole a esta divisa las atribuciones necesarias para saldar deudas internacionales y para ser conservada como reserva. Bajo la paridad de 35 dólares por onza de oro se inaugura la dinámica cambiaria de triangulación monetaria para el resto de los países del mundo: moneda local-dólar-oro. “De esta manera, el dólar aparecía como moneda de intervención y de uso corriente en los pagos internacionales; los tipos de cambio de las diversas monedas quedaban establecidos en relación con el dólar, y esta última moneda, a su vez, anclaba el sistema al oro.” (Massad, 1986, pág. 18) Los Estados Unidos casi ilesos de la guerra y al consolidarse como el principal acreedor del mundo, concretaron su hegemonía económica ya incipiente desde finales del s. XIX.

Posteriormente, con el rompimiento de los acuerdos monetarios de Bretton Woods, surgen las condiciones monetarias para que se inicie el proceso de financiarización a nivel mundial. Pues a causa de “[...] la substitución del oro por dinero crediticio sin valor

intrínseco [...]”, para funciones internacionales, este dinero crediticio puede funcionar también como dinero mundial al actuar “[...] como medio internacional de atesoramiento, pago y transferencia de valor.”. Y por tanto, “[...] el dólar estadounidense es la forma de dinero más cercana al dinero mundial; pero el dólar es una moneda de curso legal sin valor intrínseco (en EEUU) que combina aspectos propios del dinero crediticio y del dinero fiduciario.” (Lapavitsas, 2016, págs. 80-82)

Hay que recordar que es a partir de la función del dinero como medio de pago, que Keynes analizan el motivo de demanda de dinero para saldar deudas y listas de precios no sólo en el ámbito doméstico, sino también en el escenario internacional. El dólar estadounidense ocupa entonces ese rol especial de dinero que se desprende de sus formas locales como patrón de precios y signo de valor, para asumir la forma de dinero mundial al entrar en la órbita de circulación que demanda de pagos bajo el consenso internacional, es decir, bajo el nuevo patrón monetario internacional. A partir de ese momento, se establece la necesidad de todo país por mantener dólares que para las transacciones internacionales y para para saldar deudas y compromisos con otras naciones, además, y particularmente para la América Latina, como un fondo de reserva interior para garantizar la estabilidad del tipo de cambio.

Dejando atrás la dinámica de tipos de cambio fijos donde cualquier ajuste debía contar con el visto bueno del FMI, y este no podía ser mayor al 1% a cada lado de la paridad, es decir, que no se permitían devaluaciones o revaluaciones mayores al punto porcentual sobre lo que se había estipulado inicialmente, una medida que se conoce como ajuste bandas cambiarias. Carlos Massad describe la nueva lógica monetaria de la siguiente manera:

Mediante este acuerdo internacional se perseguían dos propósitos principales: el ajuste de las balanzas de pagos y la creación y regulación de la liquidez internacional. En lo que se refiere al primero de ellos, el convenio estableció que un país sólo podía variar la relación de su moneda con el oro, o "paridad", cuando hubiese desequilibrios fundamentales que no pudiesen ser resueltos por otros medios, y puso el acento en las políticas monetarias y fiscales. Se esperaba que éstas lograrían ajustar las balanzas de pagos sin necesidad, salvo en casos extremos, de modificar la paridad. Para asegurar una paridad estable, los países se comprometieron a mantener sus monedas dentro de límites máximos de variación de 1% por encima o por debajo de la paridad, y a intervenir en el mercado para mantener dichos límites.

Así, a través de esta relación con el oro quedaba establecida una relación de las monedas entre sí, o "tipos de cambio". (Massad, 1986, págs. 17-18)

Fueron 26 años, desde 1945 hasta 1971, que el patrón monetario internacional sostenido sobre tipos de cambio fijos se mantuvo en funcionamiento, llevando a los Estados Unidos a una situación deficitaria con respecto al resto del mundo que sería insostenible para principios de los años setenta, dando paso a lo que se conoció como Dilema de Triffin para poder hacer frente a la masiva acumulación de dólares fuera de los Estados Unidos. Con el fin de los acuerdos monetarios y bajo un sistema que se sostenía en la creación de pasivos y la demanda agregada de los Estados Unidos como importador de última instancia que no era sostenible, más temprano que tarde, el sistema financiero internacional quedaría en manos de la banca trasnacional y de los grandes intermediarios financieros, cuyas actividades especulativas habían llevado al crecimiento del mercado de eurodólares y petrodólares.

Anunciado por Nixon el 15 de Agosto de 1971, Estados Unidos declaró la inconvertibilidad del dólar en oro, rompiéndose así el patrón monetario emanado de la posguerra. Liberando a las monedas del mundo de guardar un tipo de cambio fijo respecto al dólar, para evitar los desequilibrios generados por los movimientos de capitales privados de corto plazo, que desde finales de los años sesenta ya especulaban con eurodólares sobre el precio del oro y otras divisas. Seis meses después de la ruptura, se establece bajo el auspicio del FMI la posibilidad al resto de naciones para definir un tipo de cambio flotante o no, respecto a una canasta de monedas, derechos especiales de giro, o bien, en relación con una "divisa fuerte"; donde cabe mencionar que "[...] la gran mayoría de los países en desarrollo no tuvo más alternativa que vincular sus monedas a la de alguno de los países industriales con el cual su comercio y sus transacciones de capital fuesen importantes." (Massad, 1986, págs. 21-22)

Ante esta liberación del tipo de cambio, las monedas del mundo se convierten en objeto de especulación, específicamente las de las naciones periféricas como es el caso de las latinoamericanas. Y con ello, se inicia uno de los cambios más trascendentes de los últimos tiempos para los flujos internacionales de capital hacia la región. El mercado internacional de divisas es liberalizado, y si bien es cierto, que aún antes de la ruptura de los acuerdos de Bretton Woods no sólo los bancos centrales participaban en el comercio de divisas, específicamente del dólar; ahora, de manera institucionalizada quedan autorizados los

grandes conglomerados financieros y bancos multinacionales privados para realizar transacciones de compraventa de divisas, dando paso así, a diversas fluctuaciones sobre los precios de estas.

Las economías han buscado desde entonces, sobre todo las naciones periféricas, refugio monetario bajo la cobertura del dólar estadounidense como “moneda fuerte” que les garantice cierto nivel de ingresos de divisas, a través primordialmente, de la especialización productiva primarizada. Sacrificando a cambio su política monetaria y la capacidad de incentivar la diversificación productiva, al tiempo que, se acrecienta la dependencia entre naciones periféricas y potencias centrales. (Meireles, 2016, pág. 145). Un sistema de pagos dolarizado es lo que ha conducido la reestructuración de los sistemas monetarios y financieros en América Latina a partir de las reformas estructurales que encontraron sustento en la denominada doctrina de choque<sup>42</sup>, la liberalización del tipo de cambio, la autonomía de la banca central y la libre movilidad de capitales.

Estas medidas han generado una inestabilidad considerable de los tipos de cambio y altas tasas de interés bajo la presión del influjo entre oferta y demanda de un mercado internacional de divisas, propiciando así, la especulación con el valor de las monedas nacionales para la obtención de ganancias. Factores determinantes en los países periféricos bajo condiciones de financiarización en el mundo desarrollado. La integración global de la banca y las finanzas internacionales ha conducido a la América Latina a condiciones cada vez más frágiles o receptoras de los choques externos. Bajo esta dinámica, los bancos centrales han fungido como principales promotores de la financiarización y defensores por excelencia de los intereses del sector financiero y bancario transnacional.

Como lo explica Lapavitsas (2016), la emisión de bonos de gobierno o papel comercial de empresas privadas en países subdesarrollados han promovido la entrada de grandes flujos de capital a corto plazo en busca de beneficios financieros a través de diferenciales en tasas de interés y por las altas primas de riesgo en detrimento de la inversión productiva. Una muestra clara de la influencia de las relaciones financieras sobre la economía y la sociedad y del predominio de los intereses del sector financiero en la política económica,

---

<sup>42</sup> “Este enfoque atribuye a los fenómenos monetarios un papel determinante en la evolución de la balanza de pagos. Extiende el supuesto de competencia perfecta a nivel internacional y defiende un sistema integrado de mercados mundiales de bienes y de activos financieros. Por tanto, el equilibrio monetario interno se impone como elemento de enlace con el equilibrio de la balanza de pagos.” (Chávez, 1996)



particularmente la monetaria a través de las operaciones de fondeo de los bancos centrales. (Lapavitsas, 2016, pág. 22) Tras la ruptura de los acuerdos monetarios de posguerra, la reforma monetaria internacional transformó las relaciones monetarias y financieras a nivel global. El aumento de la liquidez internacional en los mercados financieros provocó que el costo de financiamiento externo disminuyera, al tiempo que se incrementaron los flujos privados de capital que a causa de la caída de la tasa de ganancia en las naciones centrales buscaron terrenos más rentables en las economías periféricas bajo la política de financiamiento del desarrollo<sup>43</sup>.

### ***2.1.2. Innovación técnica en las finanzas: titulización de deuda***

Si el patrón de acumulación fordista a principios del s. XX condujo al sistema capitalista hacia la producción en masa a tasas de crecimiento nunca registradas a través de su mayor innovación la banda mecánica, para el patrón de acumulación financiarizado de fines del s. XX y posteriormente, ha sido el proceso de titulización (*securitization* en inglés) la innovación técnica que ha alentado el auge de las finanzas que opera con una amplia gama de instrumentos financieros.

A partir de la década de los años setenta del s. XX, la organización de los procesos productivos, así como la distribución y la comercialización experimentaron avances técnicos de tal magnitud que algunos autores han denominado la cuarta revolución industrial. El desarrollo de nuevas tecnologías como el microchip y sus repercusiones inmediatas en la informática y procesamiento de datos transformaron la manera del cómo, qué, para quién y por quién producir. En ese sentido, el crecimiento de las actividades financieras motivado por los avances de la informática, así como la búsqueda de altas tasas de ganancia fuera de la saturada esfera productiva representan un punto de inflexión y evolución para la banca y las finanzas a nivel internacional. Mercados monetarios liberalizados que abren paso a nuevos campos de inversión asociados a un aumento de la liquidez internacional, transformaron los flujos financieros internacionales, al tiempo que complejizaron la operación de los mercados financieros.

---

<sup>43</sup> No hay que perder de vista que de acuerdo con Alicia Girón (2007) y Jan Kregel (2015) la política de financiamiento externo que tuvo lugar en América Latina durante la etapa de industrialización dirigida por el Estado en tiempos de la posguerra fue un mecanismo de endeudamiento que sólo privilegió a las grandes empresas multinacionales. (Girón, 2007)

Como se ha expuesto, la forma de operar de las entidades financieras a nivel internacional se transformó después de la reforma monetaria internacional, la banca, ahora de alcance global transitó de “originar para retener” (originate and retain) a “originar para distribuir” (originate to distribute) o proceso de titulización. Es decir que, si tradicionalmente los bancos originaron crédito para garantizar depósitos en el futuro, que les permitieran acumular una ganancia, como se plantea desde la visión Post-keynesiana esta era una actividad que implicaba retener el contrato de deuda en los balances de la institución emisora. No obstante, bajo las innovaciones financieras, la necesidad de mantener en los balances contables el crédito emitido como un activo ya no fue necesario, pues a través de la creación de papel comercial con sustento en dicho “activo”, se pudo flotar éste como un instrumento financiero más que garantizara nuevos depósitos a través de distribuirlo en distintos mercados financieros en calidad de instrumentos derivados. (Abeles, Pérez Caldentey, & Valdecantos, 2018, págs. 16-17) El proceso de titulización puede ser entendido entonces como:

Una de las mayores transformaciones en el mercado de crédito en los años ochenta impulsada por la crisis financiera fue la titulización del crédito. Con los años son cada vez más complejos los procesos de titulización ya que incorporan nuevas entidades y se hace indispensable el papel de las calificadoras, se profundizan los mercados que se expanden por todo el mundo. Las empresas no financieras acceden al financiamiento sólo en la medida en que se incorporan a estos flujos, flotan acciones, colocan bonos y tienen una importante tesorería. [...] Así, el origen de la titulización del crédito da soporte al conocido proceso de financiarización, aunque nace en la transformación de los procesos de financiamiento y, en ese sentido es un fenómeno crediticio, no es un proceso solo financiero. Correa, E. (2015: 28-29) citando a Girón, A. (2011)

La capacidad de convertir la deuda en un activo financiero es una técnica contable por medio de la cual los pasivos desaparecen o queda fuera de la hoja de balance, en el sentido de que la posición de pasivo queda cubierta por un colateral (activos con valor para el deudor y el acreedor) que se genera por la *titulización*. Sin duda alguna, uno de los factores determinantes del proceso de financiamiento de las grandes empresas transnacionales, tanto financieras como no financieras, ha sido la innovación técnica de la *titulización* desde finales del siglo XX. Proceso por el cual se han diversificado las fuentes de financiamiento u opciones para la obtención de liquidez al interior de los mercados financieros internacionales. Esta innovación contable ha sido determinante en el patrón de acumulación conducido por las finanzas o financiarización.

Siguiendo las ideas de Minsky sobre el proceso de *titulización*, este puede ser considerado como la creación de papel comercial en el contexto de una estructura financiera global. Es decir, la capacidad de creación de títulos financieros que pueden ser comercializados en los mercados financieros a nivel global como instrumentos financieros capaces, por un lado, de generar liquidez en el corto plazo, además de disipar el riesgo. Se trata de títulos comerciales que representan una serie activos subyacentes sobre los cuales reposa el valor del título o instrumento financiero.

El proceso de *titulización* es resultado del monetarismo que se implementó como política económica durante las últimas dos décadas del siglo XX, una medida que se sustentó en las restricciones monetarias del período de estanflación de los Estados Unidos que restringió la capacidad de fondeo de la banca comercial y de los intermediarios financieros por medio del control del aumento de la oferta monetaria que fue interpretada como principal causa de los procesos inflacionarios.

De acuerdo con Minsky (2008), la *titulización* es la creación de papel financiero para una estructura financiera global. Como parte del proceso de globalización, refleja la nueva tecnología de comunicación, computación y mantenimiento de registros de diversos actores e inversionistas a nivel global. Por esto mismo, su surgimiento requiere de una conformidad institucional y jurídica de los distintos espacios donde se desarrolle, en aras de promover libremente la capacidad de los acreedores para capturar activos que subyacen a los valores. Esta técnica contable surge como, 1. Técnica de financiamiento no bancario. La cual refleja un cambio en el peso y las capacidades de la financiación bancaria gracias al monetarismo y su lucha contra la inflación, que, restringiendo el crecimiento monetario, abrió oportunidades a técnicas financieras no bancarias. Y 2. Una respuesta a la estructura de costos de los bancos. Los bancos parecen necesitar un margen de 450 puntos base (4.5%) si los ingresos del fondo serán la fuente de ganancias. La participación bancaria en la titulización es parte del impulso, forzado por los costos, a complementar los ingresos del fondo con ingresos por comisiones.

La *titulización* comenzó en los EE. UU. en el mercado hipotecario y aunque puede haber comenzado con los ahorros, ahora se ha expandido mucho más allá de los ahorros y préstamos hipotecarios (préstamos estudiantiles, tarjetas de crédito por cobrar, financiamiento de auto, etc.). La *titulización* responde así a las estructuras de costos de los bancos, dado por la posibilidad que tiene un banco para transitar del fondeo de recursos por

ingresos para ser reemplazado por el fondeo a través de comisiones. Proceso que se identifica con el cambio de postura de las entidades emisoras de crédito al pasar de un originar para retener por un originar para distribuir.

Al colocar la *titulización* en contexto, dice Minsky (2008), debe comenzar con la banca comercial de principios del siglo XIX en Gran Bretaña y el reconocimiento de que aceptar pasivos contingentes es un acto bancario fundamental. El aporte moderno es el desarrollo de técnicas para "mejorar los créditos" sin aceptar contingentes pasivos o la inversión de fondos de capital puros. La *titulización* arroja luz sobre la naturaleza del dinero como un instrumento financiero (una deuda) que se desarrolla a partir del financiamiento de actividades y posiciones en activos y se acepta generalmente en una comunidad económica como medio de pago de bienes y servicios y como instrumento por el cual se descargan las deudas. Esto implica que no hay límite para la iniciativa bancaria al crear créditos porque no hay reservas bancarias.

Una necesidad de los tenedores de valores quienes se comprometen a proteger el valor de mercado de sus activos (como fondos mutuos o de mercado monetario, o fideicomisarios para fondos de pensiones) puede significar que un aumento en las tasas de interés conducirá a una necesidad por los titulares para tomar posición vendiendo posición, lo que puede conducir a una caída drástica en el precio de los valores. Por tanto, alterando las capacidades de fondeo del mercado<sup>44</sup>, la titulización se convierte en una fuente de generación de liquidez a partir de la comercialización de compromisos que eran agrupados en forma de papel comercial para ser vendidos a los inversionistas cuyos portafolios, según la teoría de los portafolios de inversión, debían ser bastante diversificados como una forma de evitar los riesgos asociados a las inversiones especulativas.

Siguiendo las ideas de Minsky, H. (2008), los pasos por seguir en este proceso financiero o práctica contable, así como los actores que intervienen en el mismo, pueden ser

---

<sup>44</sup> En palabras de Girón y Correa (2013), "La expansión de los mercados financieros internacionales, en particular el de US, se basó ampliamente en la titulación de activos. De acuerdo con la OCDE, la decisión del inversionista de comprar un valor se encuentra en gran medida separada de la posición crediticia de la institución originaria; la decisión depende tanto de la percepción del inversionista sobre la capacidad de los activos subyacentes de generar el flujo de efectivo necesario para cumplir el pago contraído, como también del grado de protección incorporado en la estructura del valor en sí mismo. Los incentivos para la titulación de activos, precisamente porque están de alguna manera desligados de la solvencia de los intermediarios financieros, van en sentido inverso a la fortaleza de éstos." Correa-Girón (2013:164)

identificados como en dos niveles de análisis de acuerdo a la relación entre la banca y sus deudores, así como, la relación entre la banca y sus financiadores.

#### A) Relación de la Banca con deudores:

En esta relación entre el banco o principal acreedor con los deudores, el pasivo creado y mantenido por el banco compromete ingresos futuros. Dicho documento, vincula el presente y el futuro a través de los flujos de efectivo que se espera servirán como fuente de fondos y como validación de compromisos anteriores. El banquero acreedor opera así, de acuerdo con las expectativas de los flujos de efectivo que se convierten en la garantía detrás de la deuda. Quedando la propia solvencia del banco acreedor con una importancia secundaria.

Por un lado, el deudor, emisor de papel fundamental y fuente de flujos de efectivo de los ingresos (o de activos) que validan los valores al contratar deuda otorga la potestad a su acreedor para crear papel comercial respaldado en sus dichas deudas. Tradicionalmente el creador de papel, o ejecutivo bancario, estructura el crédito y acepta las promesas de pago del deudor para emitir un papel o título financiero que puede negociarse.

#### B) Relación de la Banca y sus financiadores:

En la titulización, los instrumentos financieros subyacentes y los flujos de efectivo esperados, son la base inmediata para emitir papel comercializable. Los ingresos provenientes de los flujos futuros de efectivo se convierten en una fuente de recursos que sustituyen a otras fuentes tradicionales como las obtenidas por activos reales, o bien de los ingresos de los hogares y agentes deudores que tradicionalmente provenían de la actividad de “*originar para retener*” a través de la tenencia de los valores en calidad de activos por pagar en las hojas de balance de los acreedores. No obstante, por medio de la titulización, estos activos no se retienen en el balance del banco, sino que desaparecen de los renglones contables y es a través de la flotación de los nuevos títulos de financiamiento que se generan ingresos por cuotas y comisiones una vez que se completan las transacciones de compra-venta en mercados secundarios. El banco estará en peligro si las deudas subyacentes se deterioran por el incumplimiento de pago a menos que se hayan brindado garantías para los valores. (Minsky H. , 2008)

En este proceso, el banquero de inversión o inversionistas que adquieren esos títulos financieros, se encuentran y negocian con el creador del papel para la compra de este. El banquero de inversión que adquiere los valores creados deberá de tener en cuenta los riesgos de incumplimiento tanto de los intereses como del principal por lo que estos instrumentos deberán tener una alta calificación de inversión que implique una tasa de interés baja para que el inversionistas adquiera del banquero acreedor los títulos financieros en cuestión.

Este tipo de operaciones pueden o no estar intermediadas por un fideicomisario o vehículo de propósito especial (Special Purpose Vehicle (SPV)) quienes mantienen la garantía de los valores al actuar en interés de los titulares de valores para recibir los flujos de pago por intereses y capital para reenviarlos a los tenedores de los instrumentos o inversionistas. Si la calificación de los valores cae por debajo de algún nivel acordado, el fideicomiso o SPV está facultado para finalizar el contrato y vender o transmitir los ingresos a los tenedores de valores de acuerdo con la jerarquía de derechos. Y en caso de que no se pueda vender a un precio garantizado, el creador del papel (el banquero acreedor) lleva los valores nuevamente a su propio balance. (IMF, BIS, & ECB, 2015)

Los servicios de calificación para este proceso de creación de títulos financieros comerciables se vuelven de vital importancia en el proceso de titulización para poder colocar en el mercado los valores financieros de acuerdo a clases de riesgo. En el contrato de financiero existe el compromiso de mantener al menos algunos de los valores en un conjunto particular de clases de bajo riesgo para colocarlos en mercados secundarios para que finalmente sean adquiridos por los financiadores finales, es decir, hogares, fondos de pensiones, bancos e instituciones financieras extranjeras, etc.

## ***2.2. Desregulación financiera y cambio institucional en América Latina***

Los dos procesos antes descritos, la reforma monetaria internacional y la innovación técnica de las finanzas con la titulización o empaquetado de deudas, fueron determinantes para la reconfiguración económica que se implementó en América Latina durante los últimos años del s. XX como respuesta a las crisis de financiamiento en la región, pero a su vez,

también como parte de la dinámica del patrón de acumulación a nivel mundial del que la región forma parte.

Como hemos venido refiriendo a lo largo de este trabajo, la canalización de recursos financieros a través del crédito es fundamental en toda economía capitalista para dirigir la producción interna de bienes y servicios, tanto para el consumo doméstico como para la exportación. En América Latina la canalización de crédito ha recaído principalmente sobre los flujos externos de capital en relación con los mercados financieros internacionales.

[...] la fijación de precios financieros por bancos centrales, especialmente en los países en desarrollo, una práctica bastante común en los años cincuenta y sesenta, fue desafiado por Goldsmith (1969) a fines de la década de 1960, y por McKinnon (1973) y Shaw (1973) a principios de la década de 1970. (Estos autores) Atribuyeron el pobre desempeño de la inversión y crecimiento en los países en desarrollo a topes de tasas de interés, altos requerimientos de reservas y restricciones cuantitativas en el mecanismo de asignación de crédito. Estas restricciones fueron fuentes de "represión financiera", cuyos principales síntomas fueron bajos ahorros, crédito racionamiento y baja inversión. En cambio, propusieron la tesis que ha llegado a ser conocido como "liberalización financiera", que puede resumirse sucintamente como equivalente a "Liberar" los mercados financieros de cualquier intervención y dejar que el mercado determine asignación de crédito.<sup>45</sup> (Arestis, 2006, pág. 348)

Así, durante la última década del s. XX y los primeros años de s. XXI se extendió el uso del término *Consenso de Washington*<sup>46</sup> para denotar al conjunto de políticas económicas que dieron paso al proceso de liberalización. Un proceso de índole no sólo regional, sino mundial, promovido por las grandes instituciones financieras transnacionales. (Ocampo, 2006)

---

<sup>45</sup> Traducción libre a partir de: “[...] the setting of financial prices by central banks, especially in developing countries, a fairly common practice in the 1950s and 1960s, which was challenged by Goldsmith (1969) in the late 1960s, and by McKinnon (1973) and Shaw (1973) in the early 1970s. They ascribed the poor performance of investment and growth in developing countries to interest rate ceilings, high reserve requirements and quantitative restrictions in the credit allocation mechanism. These restrictions were sources of ‘financial repression’, the main symptoms of which were low savings, credit rationing and low investment. They propounded instead the thesis that has come to be known as ‘financial liberalization’, which can be succinctly summarized as amounting to ‘freeing’ financial markets from any intervention and letting the market determine the allocation of credit.”

<sup>46</sup> Siguiendo a Arestis, P. (2005) podemos resumir el decálogo del Consenso de Washington de la siguiente manera: 1. Disciplina fiscal, 2. Reordenamiento en las prioridades del gasto público, 3. Reforma fiscal, 4. Liberalización de tasa de interés, 5. Liberalización de la inversión extranjera entrante, 6. Liberalización comercial, 7. Liberalización de tipo de cambio a niveles competitivos, 8. Privatización de empresas públicas, 9. Desregulación, y 10. Derechos de propiedad. (pág. 253)

Por supuesto la implementación de estas reformas estructurales tuvo consecuencias diferenciadas de acuerdo con la condición periférica o central de las naciones en la estructura económica mundial. En un análisis retrospectivo tanto Joseph Stiglitz como José Antonio Ocampo identifican que hay un reconocimiento a las fallas sobre la implementación de las reformas, incluso por quienes las defendieron en su momento.

Al referirse a las reformas como un “proceso o agenda incompleta (o)”, mencionan que “[...] no se tomó en cuenta el papel de las instituciones en el desarrollo económico y que se tendió a minimizar el de la política social. (Ocampo, 2006, pág. 7) Además de que no se prestó suficiente atención a las diferencias en el ritmo y la secuencia de los cambios, por lo que “[...] se basaba en un concepto erróneo de lo que hacía funcionar a una economía de mercado y en un análisis desacertado de la función que correspondía al gobierno.” (Stiglitz, 2003, pág. 9)

No obstante, el consenso de Washington lejos de ser un proceso incompleto, y mucho menos natural, significó para América Latina un reacomodo de toda la política económica interna, así como la reconfiguración del entramado institucional lejos de la coordinación del Estado para dar paso a la lógica del libre mercado como ente regulador y asignador de precios y cantidades de manera “óptima”. En ese sentido, la agenda se completó durante los últimos años del s. XX a través de una “*revisión*” del Consenso de Washington a través de dos prerrequisitos:

[...] la secuencia en las políticas de liberalización financiera, donde los flujos de capital deben seguir al establecimiento de sistemas financieros domésticos liberalizados y sólidos, y precondiciones institucionales, donde deben existir instituciones financieras sólidas antes de que se introduzca la liberalización financiera.<sup>47</sup> (Arestis, 2005, pág. 253)

La *liberalización de mercado*, como denomina Arestis (2006), se instaló en América Latina bajo los supuestos teóricos de la escasez de ahorro, pero esta vez bajo la terminología de *represión financiera*, condición que según la teoría convencional conduce a los países en desarrollo a bajos niveles de ahorro, el racionamiento del crédito y, por tanto, a un bajo nivel de inversión. Condiciones, según bajo el mismo orden de ideas ortodoxas, que eran resultado

---

<sup>47</sup> Traducción libre a partir de: “These two prerequisites were sequencing in financial liberalization policies, where capital flows should follow the establishment of liberalized and robust domestic financial systems, and institutional preconditions, where sound financial institutions should be in place before financial liberalization is introduced.”



de una política de control por medio de pisos a la tasa de interés, requerimientos en reservas al sector bancario y mecanismos de restricciones cuantitativas para dirigir el crédito. Es decir, en oposición a la intervención estatal. Lo cual implica en términos de liberalización financiera, dejar en manos del mercado el control de la tasa de interés.

Liberar la tasa de interés ha dado como resultado que las crisis bancarias y de tipo de cambio asociadas al endeudamiento externo se hagan cada vez más frecuentes en países “en desarrollo”. La liberalización financiera ha significado para los bancos el control de los activos financieros internos en circulación (acciones, bonos, etc.), la operación del sistema de pagos y la capacidad de controlar la liquidez de los mercados financieros. Mientras que sus pasivos, primordialmente los externos, deuda privada externa, crecieron más rápido que la actividad económica desde 1980 al año 2000. (Arestis, 2006, pág. 349)

Con la tasa de interés real ajustándose a su nivel de equilibrio, se eliminarían los proyectos de inversión de bajo rendimiento, de modo que se mejoraría la eficiencia de la inversión. Además, como la tasa real de los intereses aumentan, los ahorros y la oferta real total de crédito aumentan e inducen a un mayor volumen de inversión. El crecimiento económico, por lo tanto, es estimulado no sólo mediante el aumento de la inversión también debido a un aumento en la productividad media del capital<sup>48</sup>. (Arestis, 2005, pág. 254)

Analizar la liberalización es comprender que esta era una necesidad de los grandes capitales transnacionales para poder operar globalmente sin restricciones. Además de un requisito al interior del largo proceso de reestructuración de deuda externa que tiene lugar en América Latina desde 1982 hasta 2001. En ese sentido, América Latina ha fungido como válvula de escape en el proceso de valorización de los capitales centrales a lo largo de su historia. El proceso de liberalización económica ha registrado así diversas y diferenciadas oleadas de un mismo proceso. Para esta época reciente, bajo el cambio patrón de acumulación global de la industria a la ganancia de la esfera financiera, la primera ola liberalizadora se centró en los parámetros comerciales y de producción, mientras que la segunda ola fue conducida por las innovaciones financieras, específicamente para dar paso a las finanzas estructuradas y el proceso de titulización, reformando instituciones como las bancas centrales

---

<sup>48</sup> Traducción libre a partir de: “With the real rate of interest adjusting to its equilibrium level, low-yielding investment projects would be eliminated, so that the overall efficiency of investment would be enhanced. Also, as the real rate of interest increases, savings and the total real supply of credit increase, which induce a higher volume of investment. Economic growth would, therefore, be stimulated not only through the increased investment but also due to an increase in the average productivity of capital.”

y liberalizando las cuentas capital. Inaugurando nuevas vías y mecanismos por los cuales el ahorro externo de capital es conducido desde las naciones centrales y distribuido al interior de la América Latina en busca de obtención de altos rendimientos financieros, o bien, la extracción de recursos.

Siguiendo a Stallings (2006), se define el proceso de “[...] liberalización como la desregulación financiera interna.” (pág. 44) Es decir, la eliminación de regulaciones a los sistemas financieros domésticos bajo la lógica del libre mercado. En ese sentido, el proceso de reformas liberalizadoras, no son más que el continuo retroceso de las capacidades reguladoras del Estado en el proceso económico interno. Ideas que hacen referencia a la tesis de la *represión financiera* y la consecuente necesidad de liberar los mercados financieros internos con el objetivo de incrementar la disponibilidad de ahorro a partir de su importación del exterior.

Sin embargo, “[...] Los mercados financieros en la región, como en el mundo, no estaban reprimidos, sólo estaban regulados.” (Correa, 2003, pág. 2) De acuerdo con Correa (2003), la relación regulada bajo la mirada de un Estado Interventor entre el crédito y la inversión, así como entre banca e industria, fue lo que sostuvo el crecimiento económico de la época de posguerra en América Latina. Bancos regulados por gobiernos con políticas industriales bien definidas constituyeron el esquema de financiamiento durante los años dorados del capitalismo. Sus características principales, que más tarde se denominarían como *represión financiera* fueron:

1. Tasas de interés sobre depósitos y préstamos fijadas por el gobierno;
2. Elevados requisitos de reservas para bancos;
3. Orientación del crédito disponible bajo las directrices del gobierno;
4. Restricciones para solicitudes y otorgamientos de préstamos internacionales, es decir, en moneda extranjera; y
5. La banca pública como actor principal en la emisión y colocación de crédito para las actividades productivas, así como intermediario entre las fuentes externas de crédito y los prestatarios locales. (Stallings, 2006, págs. 44-45)

La condición de *represión financiera* fue así la categoría con la que se describió la situación de los sistemas financieros regulados de economías en desarrollo. Bajo esta retórica

la finalidad fue borrar las fronteras y obstáculos a la inversión excedente de los capitales en países centrales que ante la caída de la tasa de ganancia en sus lugares de origen buscaron rendimientos mayores en el sistema financiero internacional. Por tanto, este proceso de liberalización financiera tiene doble carácter: uno de índole doméstica en cuanto a la desregulación interna se refiere, mientras que, anclado a esta dinámica, el carácter internacional de liberar la cuenta de capital siempre fue el fin último.

Así, en el ámbito doméstico las políticas macroeconómicas que representaron el proceso de liberalización financiera fue la búsqueda obsesiva por la estabilidad de precios, la erradicación de déficit fiscal y la liberalización del tipo de cambio (tasa flotante), objetivos clave que se definieron como metas para los gobiernos de la región tras la firma de diversas cartas de intención con el FMI. Al tiempo que fungían como condicionantes para acceder al financiamiento externo “necesario” para hacer frente a la estructura deficitaria de los balances de pagos internacionales. Una vez más, la trampa del financiamiento externo.

Dentro de la amplia bibliografía dedicada al tema de las reformas estructurales en América Latina, (Arestis, 2005); (García Chourio, 2003); (Trejo & Andrade, 2013); (Stiglitz, 2003); (Oszlak, 1999); (Oliver, 1994); entre otros más, existe un consenso en que estas constituyeron un proceso de profundos cambios institucionales y de orden jurídico, en oleadas o generaciones. De esta manera los procesos de reformas pueden entenderse de la siguiente manera:

A. Reformas Internas o de 1ra. generación. Las cuales implican modificaciones asociadas al patrón de acumulación interna de los países periféricos. Los procesos de privatización y compra de empresas públicas y privadas como fuente de ganancias para el gran capital productivo y comercial transnacional. (Tello, 2004) Las reformas a la legislación bancaria y de crédito a través de la creación de la banca múltiple, asociadas al fin de la ley Glass-Steagall en Estados Unidos, así como reformas a las leyes que establecen el funcionamiento de los mercados de valores internos para permitir el desarrollo de intermediarios financieros no bancarios.

B. Reformas en el ámbito de lo Externo o de 2da. generación. Entendidas como modificaciones asociadas al patrón de acumulación financiero a escala global. La liberalización de la cuenta de capital, así como la apertura desmedida

para la captación de recursos externos provenientes de los países centrales. La autonomía de la banca central y desmantelamiento de la banca de desarrollo, así como la legislación sobre el trato de *nación más favorecida* que toma forma en los acuerdos de libre comercio y de inversiones. Así como la capacidad de la banca transnacional para poder usufructuar con el consumo de los hogares se vuelve en un amplio campo para obtención de ganancias financieras a través de la privatización de la banca.

Es importante recordar que las reformas, entendidas como el proceso de liberalización económica y financiera fueron resultado, en sus dos generaciones, de procesos de reestructuración de la deuda externa. El período que comprende las reformas de primera generación fue resultado de lo que hemos identificado como una reestructuración bajo un *esquema de financiamiento especulativo* durante la década de 1970, previo al estallido de la crisis de impagos en el año de 1982. Durante este periodo, posterior también a la gran *reforma monetaria internacional* de 1973, las condicionantes para la reestructuración de deuda implicaron principalmente poner límites a la gestión económica estatal, encoger al Estado.

De acuerdo con Correa, E. (2003), los principales cambios que se observan en los sistemas financieros latinoamericanos a finales de los años setenta y principios de los ochenta del s. XX, son los siguientes:

1. Autorización para la captación en moneda extranjera (Argentina, Colombia, Costa Rica, Chile, Venezuela, Uruguay y Perú).
2. Emisión de títulos de deuda gubernamental, con lo que se abre paso al financiamiento público en el mercado abierto. Su generalización en los años ochenta, modifica la política monetaria y de regulación sobre las tasas de interés (Argentina, Brasil, Chile, México, Perú y Uruguay).
3. Liberalización de las tasas de interés y su acoplamiento con las tendencias en los mercados financieros internacionales (Argentina, Brasil, Chile, México, Uruguay y Venezuela).
4. Establecimiento y/o crecimiento de empresas financieras no bancarias extranjeras, arrendadoras, factoring, sociedades de inversión, aseguradoras, etc. (Argentina, Brasil, Chile, México, Uruguay y Venezuela). (pág. 7)

Fue así, que bajo las premisas teóricas convencionales se establece la necesidad del superávit fiscal como la principal medida macroeconómica correctiva. Suprimir el déficit

fiscal y liberar la tasa de interés del manejo estatal fueron entonces los dos pilares de la primera generación de reformas estructurales, con miras siempre en honrar los compromisos financieros contraídos con la banca privada extranjera. Suprimir el gasto que se ejerce por encima de los ingresos fiscales significa una disminución del gasto público. Como hemos argumentado, el saneamiento fiscal sobre las finanzas públicas implicó un retroceso en la inversión productiva por parte del Estado. La privatización de empresas públicas, así como la liberación de precios y tarifas sobre bienes y servicios que habían sido tradicionalmente suministrados o regulados por el Estado, constituyeron parte de estas reformas de primera generación. (Trejo & Andrade, 2013)

Las instituciones no son estructuras inamovibles, por el contrario, como susceptibles al cambio, el rediseño de estas en naciones periféricas jugó un papel determinante para mantener el proceso de acumulación global que se sostiene en un sistema económico de centro-periferia. Conforme la realidad cambia y se enfrenta con nuevos retos, las instituciones son adaptadas. Esto quiere decir que el cambio institucional no es un proceso que encuentre fin o pueda ser terminado. Las instituciones se adaptan al momento histórico por el que atraviesan las sociedades. Bajo esta lógica, los hacedores de política económica que han operado en la época neoliberal han empleado modificaciones institucionales que sustentan “programas basados en el mercado y administrados por el gobierno” (Stallings, 2006, pág. 48) donde la figura del *prestamista de última instancia* ha sido reducido a las actividades de rescate financiero que mantienen el poder económico de las irresponsables instituciones bancarias y financieras sin regulación.

Los resultados de esta primera serie de reformas a la gestión económica y cambios institucionales, o “programas de estabilización y ajuste”, pactados con los acreedores por medio de la intermediación de los organismos financieros internacionales como el Fondo Monetario y el Banco Mundial, podemos resumirlos siguiendo a Correa (2003), de la siguiente manera:

1. Crecimiento de la participación estatal en el sector financiero, tanto como deudor en el mercado de bonos, pero también como prestamista de última instancia en el rescate de empresas y bancos. (Argentina, Chile, México, Uruguay, Bolivia y Venezuela).
2. Impulso a los procesos de privatización y colocación en los mercados de valores locales de empresas nacionales (Argentina, México, Chile).

3. Intercambio de deuda por acciones de empresas, inversión extranjera a través de compra de deuda con descuento. (Argentina, Brasil, Chile, México).

4. Levantamiento de regulaciones sobre tasas de interés, depósitos obligatorios y otras formas de regulación del crédito. (Argentina, Chile, Brasil, México).

5. Multiplicación de instrumentos, servicios financieros sofisticados para grandes tesorías que requerían diversificación de sus carteras y de patrimonios en búsqueda de mayores rendimientos y menores riesgos. (págs. 8-9)

Los cambios en el marco institucional para el financiamiento externo hicieron de la titulación de bonos de deuda gubernamentales en mercados secundarios, la principal práctica financiera para el fondeo de recursos. Esto trajo consigo cambios en el financiamiento a nivel global, y para ello, la reforma de jurídica en América Latina no se hizo esperar.

Para finales de la década de 1980 y principios de 1990, la segunda oleada de reformas estructurales tuvo lugar en la región bajo la argumentación de un “proceso o agenda incompleta” que era necesario finalizar para poder percibir los efectos económicos positivos. Bajo esta segunda generación de reformas se buscó afianzar el proceso de liberalización económica en la región a través de la consolidación de una gestión administrativa bajo la lógica del mercado. Los diferentes bancos centrales de la región vieron así la modificación de sus leyes internas para orientar las funciones de acuerdo con los supuestos tóricos del liberalismo clásico inglés del s. XIX, pero reformado bajo las propuestas de la escuela austríaca de Mises y Hayek y el monetarismo de Friedman. Una mezcla de autorregulación de los mercados con el anti-estatismo austríaco y la neutralidad monetarista.

Bajo este conjunto de reformas el principal objetivo consistió entonces en orientar la política económica e instituciones tanto gubernamentales como sociales y culturales en pos del modelo de mercado. Un proceso que devino, como argumenta Ocampo (2006), en la transformación de todo el modelo de desarrollo que se había implementado por décadas, al pasar de un modelo orientado a la *industrialización dirigida por el Estado* a un modelo *industrialización orientado a las exportaciones*, que condenó a la región a su papel

dependiente como suministro de materias primas (bienes agro-mineros) y mano de obra barata para las manufactura y maquila de cadenas globales de valor.<sup>49</sup>

### ***2.3. Los cimientos de la inestabilidad: titulización de deuda y crisis (1994-2001)***

En el año de 1980 la deuda pública externa en conjunto de toda América Latina alcanzó los 220,000 millones de dólares. Para 1982, justo al comenzar la cesación de pagos en México, la deuda externa total (pública más privada) ascendía a 451,334 millones de dólares, y en 1990, tan sólo la deuda pública ya rebasaba los 448,000 millones de dólares. Todo esto, aún cuando a lo largo de los últimos 10 años se habían pagado a los acreedores internacionales, en términos netos, la enorme suma de 238,000 millones de dólares. Como era evidente, el problema de la crisis latinoamericana estaba lejos de resolverse y la solución consistió en emitir nuevos títulos de deuda para lograr una reconversión. A través de los planes Baker (1987-1988) y Brady (1989-1994) para la reestructuración de deudas en países emergentes (Tabla 4 y 5), se efectuaron canjes de los viejos bonos de la deuda externa por nuevos bonos colateralizados en papel comercial de la Reserva Federal conocidos como cupón cero. Estos últimos servirían como fondo de garantía sobre la amortización de las respectivas deudas al estar respaldados por el Departamento del Tesoro de Estados Unidos (USDT, por sus siglas en inglés), el FMI, el Banco Mundial, el gobierno de Japón y los propios gobiernos latinoamericanos.

Tanto el plan Baker como el plan Brady, consistieron entonces en un proceso para titularizar las deudas públicas regionales que aún no se habían reconvertido en bonos para ser tranzados en el mercado financiero secundario. Aquellos países como México, Brasil, Argentina y Chile, que habían ya comenzado este proceso de manera temprana en los años posteriores a 1982, tuvieron la oportunidad de reemplazar sus viejos bonos por nuevos en un

---

<sup>49</sup> [...] los problemas fundamentales del “Consenso de Washington” radican en cuatro áreas: a) su concepto restringido de estabilidad macroeconómica, un tema sobre el cual se han logrado algunos avances en los últimos años; b) su falta de atención al papel que pueden cumplir las intervenciones de política en el sector productivo para inducir la inversión y acelerar el crecimiento; c) su inclinación a sostener una visión jerárquica de la relación entre las políticas económicas y sociales, que adjudica a las segundas un lugar subordinado y, por último, d) su tendencia a olvidar que son los ciudadanos quienes deben elegir las instituciones económicas y sociales que prefieren. (Ocampo, 2006, pág. 8)

proceso de recompra de valores<sup>50</sup>. Mientras que los países de reciente integración a la flotación de deuda en mercado secundario pudieron, por primera vez, consolidar y reconvertir<sup>51</sup> las deudas contraídas con los tradicionales acreedores internacionales (organismos financieros y bancos comerciales) en bonos colateralizados con descuentos cercanos entre el 15 y 30 por ciento del total de las deudas.

Estos programas de reestructuración en el mercado financiero secundario empleados por el gobierno de los Estados Unidos desde 1982 hasta principios de la década de 1990, generaron un fuerte desequilibrio entre el valor nominal y el valor real<sup>52</sup> de los bonos de deuda externa regionales. Una situación que complejizaba aún más las renegociaciones ya que esto significaba “desangrar” a los gobiernos de sus reservas de divisas para asegurar el pago de deudas, en dólares, que ya no tenían su valor original, sino que fluctuaba en el mercado de acuerdo con las expectativas de riesgo asociadas a la calificación crediticia. Bajo esta lógica de mercado, la titulización de deuda latinoamericana permitió a los inversionistas internacionales el reacomodo de sus portafolios de inversión reduciendo el peso de los títulos de deuda regional a costa de incrementar los costos por el servicio de deuda. (Marichal, 2014)

---

<sup>50</sup> El proceso de recompras de deuda, o redescuento, es una práctica financiera por medio de la cual los involucrados (prestamistas y prestatarios, a través de un intermediario financieros) acuerdan una ampliación de plazo, una reducción de tasa de interés y/o el establecimiento de pagos fijos sobre e servicio y/o la amortización de deuda, sin afectar la calificación crediticia de los activos en cuestión ni del emisor.

<sup>51</sup> La consolidación de deuda implica el proceso de agrupar deudas de distinta clase en una sola con el fin de homogeneizar tasas de interés y comisiones (servicio de deuda).

<sup>52</sup> El Valor Nominal de los bonos de deuda es la cantidad que paga el emisor al momento del vencimiento a una tasa cupón que puede ser fija o variable. Este valor se determina en la emisión primaria a través de subastas de la Banca Central. Los bonos se colocan a plazos de 1 año o más (182 días, 3, 5, 10, 20, 30 años), no obstante, el servicio de deuda en ese período de tiempo depende del Valor Real que se establece por medio de las transacciones de compra-venta en el mercado secundario. Así, el Valor Real es definido como el valor del bono respecto a la tasa de interés vigente en el momento en que se llevan a cabo de las transacciones en el mercado secundario. Definido por la oferta y la demanda del momento, el valor real de un activo financiero puede encontrarse por encima o debajo del valor nominal.



**Tabla 4. Flujos Netos de Capital hacia los Mercados Emergentes (1989-1995).**

**(miles de millones de dólares)**

Año	Mercados Emergentes		América Latina	
	Total*	De cartera	Total*	De cartera
1989	63.1	12.9	5.6	1.0
1990	122.2	17.4	17.3	17.5
1991	284.0	36.9	26.8	14.7
1992	260.8	51.1	54.2	30.4
1993	383.9	113.6	63.2	61.1
1994	307.0	105.6	43.5	60.9
1995	412.7	41.2	59.00	1.7

\*Incluye: IED neta, Inversión de Cartera neta, Otras Inversiones netas y flujos oficiales netos.

Fuente: Correa, E. & Girón, A. (2013) "*Reserva Federal, política monetaria y primera crisis de titulización: México y América Latina, 1994-1995*".

**Tabla 5. Participación porcentual de los Flujos Netos de Capital hacia los Mercados Emergentes (1989-1995).**

**(participación porcentual)**

Año	América Latina	
	Total*	De cartera
1989	9%	8%
1990	14%	100%
1991	9%	40%
1992	21%	59%
1993	16%	54%
1994	14%	58%
1995	14%	4%

\*Incluye: IED neta, Inversión de Cartera neta, Otras Inversiones netas y flujos oficiales netos.

Fuente: Elaboración propia con datos de Correa, E. & Girón, A. (2013) "*Reserva Federal, política monetaria y primera crisis de titulización: México y América Latina, 1994-1995*".

La reestructuración de deuda en mercados financiero secundarios fue posible sólo bajo el visto bueno por parte del USTD y el FMI. Los países deudores se obligaron a promover las reformas estructurales de liberalización económica y desregulación financiera como requisito previo para ser parte de estos programas. Entre los principales cambios institucionales que se promovieron se encontraron modificaciones a las leyes bancarias que

permitieran la consolidación de la banca múltiple y las sociedades de inversión, las reformas a la operatividad de los mercados de valores locales para permitir la participación de intermediarios e inversionistas institucionales, tanto locales como externos, así como la liberalización de la cuenta de capital que permitió la participación de inversionistas internacionales con un trato igualitario, además de permitir la adquisición de acciones y valores de empresas tanto financieras como no financieras.

Los planes Baker y Brady, entendidos entonces como procesos de titulización de deuda externa de los países subdesarrollados latinoamericanos, alentaron las entradas masivas de capitales a los distintos mercados financieros de los países en la región. Una parte del dinero que comenzó a llegar a México, Brasil, Argentina y otros países a principios de los años noventa provino de los privatizados fondos de pensiones y “*money funds*” internacionales. El caso México, como ejemplo a seguir en este proceso, provocó el aumento de flujos externos de cartera que entre 1989 y 1994 ascendieron a 71,609 millones de dólares, de los cuales, el 39.7 por ciento se dirigieron al mercado accionario y el restante 60.3 encontró lugar en el mercado de dinero. Situación que a finales de 1994 llevó a la mayor fuga de capitales registrada en la historia del país y, por tanto, a la disminución de reservas internacionales que provocó la devaluación del peso mexicano en un 30 por ciento. (Guillén A. , 2007)

Los nuevos acuerdos para la reestructuración de deuda externa condujeron a que se suscitara las crisis regionales a finales del s. XX en estrecho vínculo con el desenvolvimiento de la economía estadounidense de esos años. La flotación de activos financieros respaldados en deudas públicas vía titulización, además de la caída en la rentabilidad de los activos financieros de Estados Unidos asociada a la propia contracción económica y las bajas tasas de interés del país vecino del norte, condujeron al incremento de la liquidez internacional que encontraría en los desregulados sistemas financieros periféricos mayores oportunidades de ganancia a través de la privatización de empresas públicas, por un lado. Pero también, por la bursatilización de empresas locales privadas por medio de la venta de acciones y la titulización de su deuda. Una diversificación de este nuevo auge (aunque momentáneo) de crédito, que, de acuerdo con Correa y Girón (2013), pueden identificarse en renglones de los balances externos como flujos financieros hacia los países de América Latina, de la siguiente manera:

a) la emisión de bonos de deuda de empresas públicas y privadas en los mercados más desarrollados; b) la colocación de acciones, American Depositary Receipts (ADR) y Global Depositary Receipts (GDR) en US; c) la inversión directa por medio de filiales de empresas transnacionales, y d) la colocación en bonos gubernamentales, como los mexicanos Cetes y después los Tesobonos, y la compra de títulos en el mercado de dinero y capitales de inversionistas extranjeros. (Correa & Girón, 2013, págs. 153-154)

De 1990 a 1994 el mercado de bonos emitidos por las economías en desarrollo, tanto públicos como privados, representaron el 9% de la oferta mundial. De los cuales 3.2% correspondieron sólo a emisiones latinoamericanas en 1993 que cayeron a 2.4% y posteriormente a sólo 0.3% en 1994 y 1995, respectivamente. La mayor parte de estas emisiones, entre el 75 y 80%, fueron pagaderas en dólares, donde participaron ampliamente fondos de inversión estadounidenses motivados por las buenas (aunque momentáneas) calificaciones crediticias otorgadas a los países que implementaron las reformas estructurales.

Por su parte, las acciones por parte de empresas privadas latinoamericanas en los mercados financieros de países desarrollados provinieron principalmente de colocaciones a través de ADR's y GDR's<sup>53</sup> que en principio se apoyaron en los procesos de privatización de empresas públicas estratégicas como las dedicadas a actividades energéticas y de telecomunicaciones. Para posteriormente concentrarse en la compra directa de acciones o de instrumentos en el mercado de dinero por parte de los inversionistas internacionales con portafolios especializados en instrumentos de mercados emergentes.

Las inversiones directas por medio de filiales que tradicionalmente han sido consideradas como flujos de capital benéficos para las economías receptoras, durante este período estuvieron asociadas a las privatizaciones y/o al reposicionamiento en la tenencia de activos

---

<sup>53</sup> Un ADR (American Depositary Receipt) es un título financiero que mediante el depósito de recursos en un banco estadounidense respalda la adquisición de acciones de empresas situadas fuera de su territorio. Estos instrumentos se comercializan en los mercados estadounidenses, mientras que un GDR (Global Depositary Receipt) puede ser comercializado fuera del territorio de los Estados Unidos por parte del banco estadounidense que resguarda los depósitos. Con estas prácticas se lograron colocar más de “2.4 miles de millones de dólares en 1993 con la privatización de Yacimientos Petrolíferos Fiscales de Argentina, las colocaciones de parque del paquete accionario privatizado de Teléfonos de México (Telmex) en 1991, o bien la esperada colocación procedente de la privatización de la compañía brasileña Vale Río Doce, cuyos activos se valoraron en aquel momento en 12 mdd, y las colocaciones derivadas de la privatización en proceso de la petroquímica mexicana. A ello debe agregarse la oferta pública en los mercados internacionales de muchas de las mayores empresas públicas y privadas (Cemex, Vitro, Carso, Alfa, Eletrobras, Telebras, Usiminas y Televisa) así como de los bancos e intermediarios financieros de la región (Banamex, Bancomer, Itausa, Banco de Brasil, Bradesco, Banco Galicia, Banco de Bogotá, Banco Ganadero, Banco de Chile).” (Correa & Girón, 2013, pág. 156)

de las filiales de empresas extranjeras bajo la reinversión de ganancias. “De ahí que, el aumento subsecuente de colocaciones extranjeras paso a depender de tamaño de los activos gubernamentales susceptibles de venderse, de la privatización de servicios públicos, de la expansión de la extracción de materias primas y energéticos, entre otros.” (Correa & Girón, 2013, pág. 158). Lo cual provocó una presión mayor sobre los requerimientos de la balanza en cuenta corriente por su calidad procíclica.

En ese sentido, el profundo proceso de reformas liberalizadoras en América Latina dejó dos grandes resultados. Por un lado, los programas de reestructuración de deuda regional que convertidas en activos financieros pasaron a formar parte del nuevo sistema financiero internacional, aumentando drásticamente el nivel de interrelación entre los diferentes sistemas financieros periféricos con el sistema global. Con ello, los incipientes mercados locales de capital y de dinero-deuda, conducidos por la emisión de bonos gubernamentales, pasaron a formar parte de los portafolios de grandes inversionistas transnacionales. Mientras que, por otro lado, la vasta interconexión entre mercados financieros trajo consigo una mayor inestabilidad y dependencia por flujos externos de capital hacia la región. Incrementándose también, los desequilibrios macroeconómicos que supusieron los libres y abruptos movimientos de entradas y salidas de capital. Bajo estas condiciones, con tipos de cambio flexibles y con la nula regulación estatal sobre la inversión, el número de crisis y la inestabilidad asociada a los mercados financieros se volvió la norma.

La segunda ola de crisis bancarias en la región en los años noventa significó para varios países quiebras bancarias masivas y diversas modalidades de asistencia gubernamental y elevados costos fiscales. (Además de que) [...] impulsó un proceso de control extranjero de los sistemas financieros (locales). (Correa, 2003, pág. 21)

El ascenso de la ganancia financiera en el mercado global que ahora contaba con los altos rendimientos financieros de los sistemas periféricos dominados por deuda gubernamental convocó a un gran número de intermediarios financieros no bancarios, o inversionistas institucionales de carácter transnacional, quienes fueron los principales actores en el proceso de financiarización latinoamericana. Su principal función fue canalizar grandes fondos capital entre países aprovechando tres elementos que se desprenden de las nuevas condiciones de desregulación financiera e institucional: A) La alta rentabilidad de los incipientes bonos de deuda en las principales economías de la región; B) El mayor desarrollo que se observó en las bolsas de valores locales (principalmente en Argentina, Brasil, Chile,

México y Venezuela), lo cual significó un incremento en el número de empresas listadas en los principales índices bursátiles; y C) La creciente integración entre estos intermediarios financieros y los de carácter local, quienes veían en estas asociaciones grandes oportunidades de negocio a causa de los diferenciales de tasas de interés y el riesgo asociado a las denominadas “economías emergentes”, que bien manejado, podía aportar ganancias extraordinarias en el corto plazo. (Correa, 2003, pág. 11)

Siguiendo de cerca la propuesta de Correa y Girón (2013), Guillén (2007), Stallings (2006), Bustillo y Velloso (2013), así como Marichal (2014), la reestructuración de las deudas públicas externas en la región que va desde 1979 hasta 2001 es sinónimo de la expansión de los mercados financieros internacionales a través de la titulización de activos. Y pese a que, en el discurso oficial se habló de la década de 1990 como “el retorno de América Latina a los mercados financieros”, la realidad es que desde la década de 1970 estuvieron presentes realizando pagos a los acreedores internacionales por servicio y amortización sobre sus deudas<sup>54</sup>. Un proceso que implicó dejar en manos de los actores transnacionales, bancos locales extranjerizados e inversionistas institucionales, las decisiones internas de inversión de acuerdo con las expectativas de ganancia y valoración del riesgo. La falacia teórica sobre escasez del ahorro interno en América Latina se consolidó en este proceso.

### ***2.3.1. De la desregulación financiera a la crisis: algunas interpretaciones teóricas***

Las interpretaciones sobre las crisis regionales que se suscitaron durante la segunda mitad de la década de 1990 están íntimamente relacionales con el proceso de liberalización económica. El debate en torno a los motivos de las crisis se encuentra dividido en dos grandes vertientes. Aquellos que apostaron a las reformas estructurales atendiendo a principios

---

<sup>54</sup> Al respecto, Eugenia Correa lo plantea de la siguiente manera: “Un enorme volumen de la literatura financiera especializada en mercados emergentes señala el inicio de la década de los noventa como el momento de “retorno al mercado financiero internacional” de los países altamente endeudados que había exitosamente conducido su reforma estructural. Sin embargo, este análisis olvida al menos dos cuestiones: los países altamente endeudados no abandonaron el mercado, continuaron pagando intereses e incluso capital; y, no hubo tal éxito simultáneo de la reforma estructural en los diversos países, incluso varias economías de la región proseguían en procesos inflacionarios e hiperinflacionarios entrada la década de los noventa. Lo que se sucedió fue un rápido descenso en las tasas de interés estadounidenses vinculada a la posición de sobreendeudamiento y elevada exposición de los intermediarios financieros en ese país, lo que presionó a mayores desregulaciones en el mercado que posibilitaron su diversificación a través de la colocación en valores extranjeros.” (Correa, 2003, págs. 10-11)

teóricos<sup>55</sup> poco realistas pero benéficos para la acumulación global de capital que plantearon las crisis<sup>56</sup> asociadas a factores internos. Autores de índole teórica ortodoxa que atribuyeron el estallido de las crisis a problemas como la poca educación económica de quienes estuvieron encargados de la gestión macroeconómica del momento, así como al “riesgo moral” o las relaciones de compadrazgo que dirigieron créditos imprudentes hacia proyectos con poca capacidad de restitución de capital, es decir, inversiones no rentables que terminarían siendo objeto de rescate por el gobierno. Más aún, se atribuyeron las crisis a los sistemas financieros locales “poco desarrollados” y al “exceso de inversión externa” ante la baja capacidad de ahorro en las economías receptoras de recursos. Una interpretación que se sostiene sobre los sistemas financieros locales y los actores bancarios.

Contrario a este análisis, desde una interpretación realista y crítica sobre el proceso económico, las crisis de finales del s. XX, apuntan a la rápida y desordenada apertura de la cuenta de capital, así como al proceso de titulización de deuda que incrementó la inestabilidad financiera de los mercados locales asociados a inversionistas transnacionales. Stallings (2006), propone que ha existido una confusión entre las crisis bancarias y las repercusiones cambiarias al tratarse ambas por igual, siendo que, las variaciones abruptas del tipo de cambio han sido más regulares en la historia de los países subdesarrollados, mientras que las crisis bancarias no fueron usuales sino hasta después de que se retira la regulación de los sistemas financieros regionales. En ese sentido, a través del concepto de *crisis gemelas*<sup>57</sup>, la autora menciona que:

---

<sup>55</sup> Hay que recordar que estos principios teóricos han sido identificados con la teoría económica neoclásica de principios del s. XX y la interpretación nekeynesiana que se volvió ortodoxa después del New Deal de Roosevelt (1929-1933) en los Estados Unidos y durante la época de posguerra (1944-1971). Estos postulados plantearon la necesidad de captar ahorro externo en América latina vía inversiones foráneas, bajo la lógica de que esto aumentaría el nivel de inversión interna disponible que el ahorro local no podía sostener. La falacia teórica de la escasez de ahorro. (Véase capítulo I, apartados primero y segundo)

<sup>56</sup> Nos referimos a crisis en plural, ya que como ha sido registrado en la literatura económica y financiera, la inestabilidad mundial que se asocia a los cambios de patrón de acumulación durante las últimas décadas del s. XX, no sólo implicó la incorporación de América Latina al juego financiero internacional, también se vivieron procesos similares en otras regiones del mundo. Los emergentes mercados asiáticos (Corea del Sur, Indonesia, Malasia y Tailandia) en 1997, así como Rusia y las antiguas repúblicas soviéticas en 1998 experimentaron períodos de crisis apenas se liberalizaron sus cuentas de capital y dieron paso a los procesos de titulización de deuda tanto gubernamental como privada. (Guillén A. , 2007) (Stallings, 2006)

<sup>57</sup> El análisis de las *crisis gemelas* excluye los casos de economías como la de Brasil, Colombia y Perú. Pues si bien experimentaron procesos de liberalización económica acompañados de reestructuración de sus deudas externas, también tuvieron respuestas diferenciadas ante la ampliación de las actividades crediticias por parte del sector bancario privado crédito privado. En Brasil, pese a los abundantes flujos de externos de capital a corto plazo no se abandonó por completo la regulación bancaria interna. El gobierno fortaleció un sistema el

El patrón general fue que las crisis bancarias precedieran a las crisis cambiarias, siendo causadas por la liberalización financiera, el auge del crédito y el exceso de liquidez. Una crisis bancaria perjudicaba la moneda, lo que llevaba a una devaluación que, a su vez, exacerbaba los problemas bancarios. El punto máximo de la crisis bancaria generalmente se daba luego de la crisis cambiaria. [...] dada (por) la falta de déficit fiscal, (lo cual) fue la contraparte de grandes déficits de cuenta corriente y afluencias de capital extranjero cada vez mayores y de corto plazo (Stallings, 2006, págs. 58-59, 61)

Las *crisis gemelas* asociadas a la vulnerabilidad externa (déficit en cuenta corriente), el aumento de liquidez internacional, la desregulación de la cuenta de capital y los procesos de titulización de deuda en mercados financieros secundarios, tuvieron sus primeras formas de expresión en la América Latina en Chile (1980-1982), México (1994-1995) y Argentina (1998-2001), para después extenderse al sudeste asiático (1997-1998) y Rusia (1998). En todos los casos, se trató de una combinación de factores internos asociados a la liberalización y desregulación económica y financiera que giró en torno a tipos de cambio sobrevaluados y crecientes déficits en cuenta corriente que terminaron en abruptos movimientos (devaluaciones) de las monedas locales para reajustar los balances externos. Situación que se vivió a la par de la imposición sobre equilibrios fiscales y monetarios que se habían convertido en objetivos centrales de política económica a causa de las reformas estructurales. Una situación que imposibilitó la respuesta gubernamental oportuna.

*A. Crisis gemela en Chile.* El caso paradigmático de la economía chilena es punto de referencia nivel internacional. Considerado el país periférico pionero en acceder a las reformas estructurales de mercado, Chile vivió el proceso de liberalización económica desde muy temprano en la década de los años setenta, específicamente en 1973, después del golpe de estado por parte de las fuerzas militares al gobierno legítimo y democrático de Salvador Allende. El “exitoso neoliberalismo” chileno ha sido en realidad un proceso de financiarización periférica implementado por la cúpula militar antiestatista del régimen de Augusto Pinochet. Este proceso se sustentó en los vínculos con el exterior a partir de la

---

sistema de banca nacional al mismo tiempo que reestructuró las carteras vencidas de la banca privada, además de que promovió la reducción del número de bancos y permitió su temprana extranjerización. Mientras que, en los casos de Colombia y Perú, los procesos de liberalización fueron más lentos y sus captaciones de recursos externos a corto plazo no fueron menos significativas al resultar mercados “poco atractivos en comparación con sus vecinos en Asia y América Latina”. Ello les permitió concentrar su deuda externa con acreedores oficiales. Y pese a que también se experimentaron momentos de crisis, éstas fueron al “viejo estilo” con altos niveles de déficit fiscal y altos niveles inflacionarios. (Stallings, 2006)

liberalización financiera y comercial vinculada a las actividades de exportación. Con un tipo de cambio fijo y anclado al dólar como medida para reducir la inflación y una tasa de interés sumamente alta (35.4% en 1982). Bajo estas condiciones, los desbalances (déficit) en cuenta corriente se intentaron subsanar con incrementos en los flujos externos de capital para préstamos bancarios de un sector totalmente privatizado, es decir, sin regulación. (Becker, Jäger, Leubolt, & Weissenbacher, 2010)

Para el año de 1981 el tipo de cambio sobrevaluado fue insostenible y se optó por un tipo de cambio flexible. Con ello, se incrementaron los compromisos externos del sector bancario ampliamente apalancado en el exterior y se generó entonces la crisis bancaria que acompañaría a la ya existente crisis cambiaria. La posterior privatización de los fondos de pensiones para atraer mayores flujos de capital fue una de las principales medidas para reestablecer los flujos externos de inversión y mantener el tipo de cambio, aunque esta medida tuvo repercusiones directas inflando los precios de los activos financieros a costa de un decrecimiento de la demanda efectiva y el incremento constante del endeudamiento.

*B. Crisis gemela en Argentina.* El complejo caso argentino obedece también al déficit de cuenta corriente que mantiene un tipo de cambio sobrevaluado a causa del creciente endeudamiento de la banca y sus inconvenientes de pago desde 1998, así como del gobierno que se encontraba en un proceso de reestructuración de deuda bajo el plan Brady. La liberalización económica que tuvo lugar los años previos a la crisis había cortado el gasto de gobierno instaurando el equilibrio monetario y fiscal, esto presionó aún más a los actores económicos internos para mantener los pagos de sus compromisos contraídos en dólares bajo condiciones de tipo de cambio sobrevaluado, por lo que en 2001 se declaró la cesación de pagos, volviéndose insostenible el tipo de cambio que se deprecia entre 2001 y 2002. (Bustillo & Velloso, 2013) (Stallings, 2006)

*C. Crisis gemela en México.* La situación en México a principios de la década de 1990 fue bastante similar a la registrada en Chile. Al igual que el país andino, en México se experimentaron altos niveles de inflación que intentaron controlarse anclando el tipo de cambio (artificialmente fijo) al dólar. Un peso sobrevaluado, así como los constantes flujos privados de capital a corto plazo trajeron consigo altos niveles de déficit en la cuenta corriente. Dichos flujos de capital se colocaron principalmente en bonos gubernamentales. Así, previo a la crisis de 1994, México recibió flujos que representaron el 3.2 % del total en



1990, 32.8% en 1992 y finalmente a 38.2% en 1993. Por su parte, el sector bancario ampliamente desregulado también contribuyó en incrementar los préstamos en dólares con inversionistas privados e intermediarios bancarios no financieros. (Stallings, 2006) (Correa & Girón, 2013)

Los Tesobonos (bonos de deuda gubernamental indexados al tipo de cambio en dólares pero pagaderos en pesos para dar certidumbre a los inversionistas extranjeros), instrumentos financieros mexicanos a cargo del gobierno federal y emitidos por el Banco Central, tuvieron un auge en el año de 1993 al incrementarse su demanda en 286%. A principios de 1994, ante un nuevo aumento de la tasa de interés en los Estados Unidos, el gobierno mexicano tomó la decisión de sustituir otros valores gubernamentales como los CETES, Bondes y Ajustabonos<sup>58</sup> por Tesobonos con la idea de que no se vieran afectados por las variaciones de tipo de cambio. Esta maniobra política generó un efímero momento de estabilidad sobre el tipo de cambio que se volvería insostenible en Diciembre de 1994 cuando se detonó una fuga masiva de capitales. A principios de 1995 el gobierno mexicano se vio en la necesidad de liquidar Tesobonos por un valor cercano a los 29 mil millones de dólares, cifra equivalente al 99.1% de las reservas internacionales con que contaba el Banco central de México (Banxico). (Correa & Girón, 2013) (Guillén A. , 2007)

Al cierre de 1995, el saldo de Tesobonos como proporción del PIB fue de 0.1 puntos porcentuales, en contraste con el nivel de 8 puntos porcentuales que alcanzó en diciembre de 1994. (Lo cual llevó a México a una nueva reestructuración de deuda, donde) La garantía del crédito del gobierno estadounidense fueron los ingresos futuros por la venta de crudo. (Correa & Girón, 2013, pág. 160)

La insostenibilidad del peso mexicano sobrevaluado evidente en Diciembre de 1994, condujo en cuestión de días a la multiplicación de los compromisos externos con los acreedores internacionales, tanto del gobierno como de los privados. Las bajas reservas de la banca comercial que habían sido desreguladas durante la última década, además de las reservas internacionales, no fueron suficientes en comparación con los compromisos externos que demandaron su restitución en dólares. Bajo la óptica de Stallings (2006), estas

---

<sup>58</sup> Esta clase de valores gubernamentales tales como CETES (Certificados de la Tesorería), Bondes (Bonos para el Desarrollo) y Ajustabonos (Bonos ajustables en relación al Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC)), estaban inicialmente indexados a la moneda local (pesos mexicanos) y también eran pagaderos en ésta última.

condiciones dieron paso a una *crisis gemela* que conjuntó los problemas cambiarios con la imposibilidad de pago del sector bancario privatizado y en vías de ser extranjerizado. Sin embargo, para Correa y Girón (2013), no sólo se trató de una *crisis gemela*, sino de la primera crisis global de titulización que condujo no sólo la irresponsable actividad bancaria, sino también, las actividades financieras especulativas desencadenadas por las innovaciones financieras sobre bonos de deuda pública.

El intercambio de futuros, forwards, swaps y opciones, basado en acciones, deuda pública y papel comercial emitido por múltiples puntos en todo el mundo crea(ron) conexiones crecientes que sincroniza(ron) las tendencias económicas mundiales, eliminando gradualmente las separaciones entre mercados monetarios a corto plazo y mercados financieros a largo plazo. (Correa, Vidal, & Marshall, 2012, pág. 260)

De esta manera, la primera crisis global de titulización se debió a una situación estructural que implica tomar posición financiera eliminando del balance contable los compromisos financieros por parte de los intermediarios. Ya que el inversionista que desea comprar un valor no asigna relevancia a la posición crediticia de la institución originaria del activo, la decisión depende en todo caso de “la percepción del inversionista sobre la capacidad de los activos subyacentes” que habrán de generar el flujo de efectivo necesario para cumplir el pago contraído. “Los incentivos para la titulación de activos, precisamente están de alguna manera desligados de la solvencia de los intermediarios financieros, (y) van en sentido inverso a la fortaleza de éstos.” (Correa & Girón, 2013, pág. 164)

Las consecuencias e implicaciones de las crisis financieras sobre la dinámica y estructura de las economías de la región fueron profundas en dos sentidos, por un lado, sobre los costos económicos que tuvieron estos sucesos, así como también, distinguiendo las diferentes medidas implementadas que a su vez también son resultado de las transformaciones financieras y de política económica que se vivieron. Esto fue evidente en el desempeño de tres variables económicas: la tasa de crecimiento del PIB, el coeficiente entre inversión y PIB, y el coeficiente entre crédito y PIB. Mientras que, en cuanto a las medidas empleadas para salir de la crisis podemos identificar: 1. La provisión de liquidez, 2. La recapitalización de entidades en default, 3. La eliminación de la cartera vencida de los balances bancarios, y 4. La gestión temporal de instituciones insolventes. Es importante mencionar que se trató de medidas de corto plazo cuyo principal objetivo consiste en: a) El restablecimiento de la confianza en el sistema bancario y b) Para reestablecer el flujo de

crédito en la economía. (Stallings, 2006, págs. 72-73) Como se muestra en las Tabas 6 y 7, es importante remarcar que pese a que, el proceso de liberalización económica y sus reformas estructurales cambiaron la gestión macroeconómica estatal en las naciones de la región, el papel del gobierno siguió siendo determinante. Un hecho evidente que respecta a las cuatro medidas de corto plazo que se emplearon para enfrentar las crisis financieras (y que en gran medida se siguen implementando hasta hoy en día), las cuales implicaron el papel del banco central como *prestamista de última instancia*.

**Tabla 6. América Latina Costo de las Crisis Financieras durante la década de 1990.**

(Porcentaje)						
País	Año de la crisis <sup>a</sup>	Costo fiscal <sup>b</sup>	Pérdida del PIB <sup>c</sup>	Tasas de interés <sup>d</sup>	Precios de activos <sup>e</sup>	Inflación <sup>f</sup>
<b>América Latina*</b>		<b>26.4</b>	<b>-10.2</b>	<b>38.4</b>	<b>-54</b>	<b>41.6</b>
Argentina	2002	n.d.	-11	44.6	-54.7	40.3
Chile	1982	33.5	-13.4	46	n.d.	31.2
México	1995	19.3	-6.2	24.7	-53.3	53.3

n.d. No hay datos

\*Promedio sin ponderar de los países que se muestran en el cuadro

<sup>a</sup> Año de nivel máximo de la crisis

<sup>b</sup> Costo fiscal neto como porcentaje del PIB

<sup>c</sup> Disminución del PIB en el primer año de la crisis

<sup>d</sup> Tasa de interés real máxima durante el año de la crisis

<sup>e</sup> Disminución máxima mensual del índice real del mercado de acciones durante el año de la crisis con relación a enero del año anterior

<sup>f</sup> Índice de precios al consumidor acumulativo para el período de 12 meses que comenzó un mes antes de la crisis

Fuente: Stallings, B. (2006) "*Financiamiento para el desarrollo. América Latina desde una perspectiva comparada.*"

**Tabla 7. América Latina: desempeño cinco años antes y después de las crisis gemelas.**

País	Año de la crisis*	PIB antes de la crisis <sup>a</sup>	PIB después de la crisis <sup>b</sup>	Inversión antes de la crisis <sup>c</sup>	Inversión después de la crisis <sup>d</sup>	Crédito antes de la crisis <sup>e</sup>	Crédito después de la crisis <sup>f</sup>
<b>América Latina**</b>		<b>4.8</b>	<b>1.5</b>	<b>20.3</b>	<b>20.7</b>	<b>38.7</b>	<b>27.7</b>
Argentina	2002	2.6	-2	16	15	24	11
Chile	1982	7.9	2.9	23	23	53	54
México	1995	3.9	3.5	22	24	39	18

\*Año de nivel máximo de la crisis

\*\*Promedio sin ponderar de los países que se muestran en el cuadro

<sup>a</sup> Tasa promedio de crecimiento cinco años antes de la crisis

<sup>b</sup> Tasa promedio de crecimiento cinco años después de la crisis (restando el descenso de la crisis para corregir por la recuperación)

<sup>c</sup> Coeficiente promedio de inversión respecto del PIB cinco años antes de la crisis

<sup>d</sup> Coeficiente promedio de inversión respecto del PIB cinco años después de la crisis

<sup>e</sup> Coeficiente promedio de crédito al sector privado respecto del PIB cinco años antes de la crisis

<sup>f</sup> Coeficiente promedio de crédito al sector privado respecto del PIB cinco años después de la crisis

Fuente: Stallings, B. (2006) "Financiamiento para el desarrollo. América Latina desde una perspectiva comparada."

La provisión de liquidez consistió en el suministro de moneda nacional a través de la ventana de descuento de los distintos bancos centrales hacia el sector bancario, principalmente, aunque también para algunas grandes empresas privadas no financieras que habían sido partícipes de la euforia crediticia. Por otro lado, la dotación de liquidez también implicó el uso de las reservas monetarias internacionales disponibles para hacer frente a los compromisos externos. Hay que recordar que gran parte del financiamiento que arribó a la región previo y posterior a las crisis financieras del fin de siglo, fueron principalmente en moneda extranjera, particularmente en la que hemos denominado *dinero mundial*, el dólar estadounidense. Las medidas de recapitalización a bancos y empresas consistieron por su parte, en proveer de nuevo capital a las entidades en problemas de pago. A través de operaciones de mercado se buscaba la participación de nuevos accionistas que dotaran de capital adicional para seguir operando. Este tipo de medidas implicaban para los gobiernos asumir un papel colateral respecto a los pagos futuros.

Por último, la eliminación de carteras vencidas, así como la gestión temporal de los sistemas bancarios locales por parte de las autoridades gubernamentales iban de la mano. El caso de México es el mejor ejemplo de ello, cuando en 1982 en medio de la crisis de la deuda el gobierno decide nacionalizar la banca. Una medida temporal, en la que se llevó a cabo no

sólo el saneamiento de los balances bancarios en detrimento del presupuesto público, sino que una vez reprivatizada la banca en 1987, se favorecieron las fusiones y compras, sobre todo por inversionistas internacionales, quienes se convirtieron en los principales accionistas de la banca múltiple nacional. (Tello, 2004) Así, “Los bancos que fueron generosamente capitalizados con fondos públicos y activos tóxicos fueron intercambiados por valores gubernamentales de alto rendimiento y bajo riesgo.” (Correa, Vidal, & Marshall, 2012, pág. 267)

### ***Comentarios Finales***

Durante los últimos del s. XX la economía mundial experimentó profundos procesos de reconfiguración económica. En ese sentido, hemos identificado un cambio en el patrón de acumulación de ganancia que de centrarse en las actividades industriales como principal fuente de recursos hace un viraje hacia las actividades financieras. Este proceso de *financiarización* se ha sostenido desde entonces sobre una reforma monetaria internacional que desprendió a las monedas mundiales de su cerco metálico, posibilitando la acumulación de liquidez en los grandes bancos transnacionales de carácter privado. Al mismo tiempo se multiplicaron y movilizaron globalmente buscando valorizarse a través de las diferenciales de tasas de interés entre países desarrollados y el mundo subdesarrollado.

Esta serie de transformaciones trajeron consigo una liberalización de los tipos de cambio al pasar de un esquema fijo al flexible asociado a los flujos de capitales que buscando una mayor rentabilidad esparcieron el riesgo financiero a nivel global. La liberalización de la cuenta de capital desató entonces una ola desreguladora de los mercados financieros internos de las naciones capitalistas.

América Latina en su calidad de región “en subdesarrollo” y dependiente de la llegada constante de flujos de capital para sostener su tipo de cambio, consolidó entonces su función como válvula de escape y vía de valorización en el patrón de acumulación financiarizado, para los grandes capitales amasados en canales financieros paralelos como los del mercado de eurodólares y petrodólares. A causa de la subordinación teórica que plantean los postulados sobre la escasez del ahorro interno, la región se vio envuelta, desde las últimas

tres décadas del s. XX, en una trampa de financiamiento que como consecuencia trajo una larga crisis de endeudamiento. La respuesta, más de solución, ante estos hechos, fue un largo proceso de reestructuración de la deuda externa regional en mercados financieros secundarios que hicieron de la América Latina un territorio propicio para la especulación a través de la comercialización de bonos de deuda gubernamentales en mercados secundarios. Pero para que esto sucediera, fueron necesarias la implementación de duras imposiciones de reformas internas como requisito para dicha reestructuración de las deudas.

El proceso de *titulización* de la deuda latinoamericana que comienza en 1987 con el Plan Baker y continúa a través del Plan Brady (1989), se convierten en mecanismos para garantizar la participación de América Latina en el recién creado sistema financiero internacional ampliamente desregulado. A través de la consolidación del mercado secundario de deuda latinoamericana se procedió a sanear los balances de los bancos privados acreedores, al mismo tiempo en que las principales economías regionales se sometieron bajo el periférico al nuevo patrón de acumulación con predominio financiero.

La estructura económica mundial del principios del s. XXI se levanta así sobre estas condiciones. El desenvolvimiento económico posterior de América Latina se encuentra enmarcado por los acontecimientos económico-financieros que tuvieron lugar durante los últimos años del s. XX, haciendo de la región un territorio estratégico para la especulación y obtención de grandes ganancias financieras bajo un proceso de acumulación global de capital en su fase financiarizada. Manteniendo una relación subordinada que se expresa en la continuidad de la política de financiamiento por medio de la transferencia de recursos hacía naciones centrales vía repatriación de ganancias, intereses, dividendos, comisiones, etc., a cambio de recibir como contraparte los riesgos del mercado financiero mundial desregulado. Una situación que ha llevado al capitalismo global, en general, pero particularmente al capitalismo periférico, hacia las recurrentes crisis asociadas a los proceso de liberalización y desregulación económico-financiera. La primera crisis de *titulización* y el desarrollo de las *crisis gemelas* en la región, dan inicio a una nueva etapa de inestabilidad económica que sigue vigente hasta hoy día.

## CAPÍTULO III.

### HACIA UNA TIPOLOGÍA SOBRE LA INESTABILIDAD Y LA CRISIS EN SISTEMAS FINANCIEROS PERIFÉRICOS DEL S. XXI.

#### *3.1. Continúa la historia: endeudamiento periférico en mercados financieros vía bonos*

En las primeras décadas del s. XXI, tras la implementación de los acuerdos que emanaron de los Baker (1987) y Brady (1989), las operaciones de deuda de los mercados emergentes pasaron de negociar préstamos sindicados a convertirse en un mercado en expansión para comercializar títulos de deuda (bonos) y derivados afines, a través de bonos Brady, eurobonos y bonos globales. Con ello, la base acreedora se amplió para incluir, además de los bancos comerciales, a otro clase de inversores institucionales. En ese sentido, “Las tendencias más recientes indican un cambio en el financiamiento del sector público, de deuda externa soberana a mercados locales, y en el financiamiento externo, donde pasa de deuda soberana a corporativa y bancaria.” (Bustillo & Velloso, 2013, pág. 44)

Los procesos de reformas estructurales y la reestructuración de la deuda externa latinoamericana por medio de la flotación de bonos o papel comercial en mercados financieros secundarios vía el proceso de titulización, implicó un profundo cambio en la reconfiguración del financiamiento externo en la región. La falacia sobre la escasez de ahorro interno en naciones periféricas no sólo continuó, sino que se consolidó, a través de políticas económicas que delegaron el manejo de la inversión doméstica en manos de 1. Inversionistas extranjeros directos, como de cartera, y 2. En una banca extranjerizada o de filiales que lejos de promover la inversión productiva descapitalizan a las sociedades periféricas con altas tasas de interés, cuotas y comisiones.

Bajo este panorama, las inversiones y compra de instrumentos de deuda en América Latina más que incidir en el desarrollo nacional han llevado a la región a un vaivén constante entre los riesgos financieros habituales de un patrón de acumulación financiera, las fluctuaciones cambiarias y la descapitalización. La región ha continuado ocupando un rol determinante a nivel global para garantizar la acumulación de capital en naciones centrales, que en términos financieros aprovechan las estructuras de riesgo, las altas tasas de interés y el endeudamiento regional para la obtención de mayores ganancias.

Y si bien, entre los diversos cambios que se dieron en el financiamiento externo hacia América Latina, la proporción de deuda negociable de países emergentes en mercados financieros con participación externa tuvo una disminución a partir de la década de 1990, incrementándose como contraparte el financiamiento a través de mercados locales de bonos. La realidad dentro de este proceso, fue también el incremento de actores internos vinculados a inversionistas instituciones, bancos transnacionales y prestamistas externos en general, que por medio de la desregulación a la inversión extranjera se valieron de mecanismo de fusiones y compra de activos nacionales.

De acuerdo con Bustillo y Velloso, el porcentaje regional de deuda mundial externa negociable se redujo al 30% para el año 2008. Además, entre los cambios observados se hace evidente cómo los flujos de capitales oficiales o provenientes de organismo financieros internacionales se redujeron a menos de la mitad y en su lugar las fuentes privadas de capital se expandieron pasando a ocupar la principal fuente de financiamiento en la región. Los privados, motivados por los cambios realizados a causa de las reformas estructurales, liberalizadoras de la cuenta de capital y desreguladoras en términos financieros, privilegiaron la naturaleza de los flujos de capital privado principalmente a través de Inversión Extranjera Directa (IED), seguida como segunda fuente de recursos los flujos de cartera que tomaron un dinamismo importante, particularmente en la adquisición de bonos, resultado del cambio en la forma de financiar al gobierno. (Bustillo & Velloso, 2013, pág. 52)

En términos de la Inversión Extranjera Directa (IED), si bien esta ha ocupado el primer puesto en términos de volumen de recursos captados durante las primeras décadas del s. XXI, esto no ha implicado un aumento en la capacidad productiva regional, sino una extranjerización de la capacidad ya instalada, lo que ha provocado la continuidad de procesos de fusión y adquisiciones por parte de inversionistas externos. Dando seguimiento a las principales economías de la región (Gráficos del 3 al 8), México ha experimentado incrementos al pasar de los 10,000 millones de dólares en 1995, a su punto máximo en el año 2013 cuando se situó por encima de los 45,000 millones de dólares, mientras que para Brasil el nivel máximo tuvo lugar en 2011 rosando los 100,000 millones de dólares. La tendencia también fue al alza para casos como los del Perú que, de recibir un poco más 2,000 millones de dólares en 1995, para el año 2012 percibió casi los 14 mil millones de dólares. Mientras



que en Colombia el incremento fue desde 2,000 millones de dólares en 1994, a rosar los 16 mil millones para los años consecutivos de 2013 y 2014.

De acuerdo al sistema de cuentas internacionales de la Balanza Pagos del FMI, la IED se puede desagregar en tres principales componentes: 1. Reinversión de utilidades entre el inversionista directo sobre las empresas de inversión directa, esto es, flujos financieros entre empresas filiales y su casa matriz. 2. Instrumentos de deuda, que pueden ser definidos como “El crédito entre empresas (que) se utiliza para describir posiciones de deuda de inversión directa entre empresas afiliadas.” (FMI, 2009, pág. 130) Es decir, crédito al interior de la misma empresa en una relación entre filiales con sus matrices externas. Y 3. Capital social distinto de la reinversión de utilidades, o lo que podríamos considerar como nuevas inversiones de capital.

De esta manera, pese a que la tendencia a captar más recursos en el exterior para las seis principales economías de la región fue positiva, una vez que se desagregan los números se vuelve evidente la tendencia donde los flujos financieros de IED están concentrados principalmente en reinversión de utilidades o préstamos entre filiales y matrices. Así, la inversión en estos dos rubros (Tablas 8 a la 13) significó para México el 52% de la IED total que recibió en el año 2000, 60% para 2008, 81% en 2015 y 68% durante 2018. Mientras que para Argentina, el año 2000 en medio de la crisis fueron equivalentes al 13%, en 2008 al 53%, 2010 por 78 puntos porcentuales y para 2018, 73%. En Chile los datos fueron del 42%, 90% y 71% durante el 2000, 2005 y 2010, respectivamente.

En este rubro es importante mencionar los casos de Brasil, Colombia y Perú, quienes, si bien han recibido importantes cantidades como flujos financieros por concepto de IED, estos han sido encaminados principalmente a través del rubro *capital social distinto de la reinversión de utilidades*. En el primer caso, la economía brasileña se ha caracterizado por mantener una importante capacidad productiva industrial y de manufactura que contrasta con el resto de la región y sigue siendo objeto de IED. Para los casos de las economías de Colombia y el Perú, este rubro se ha visto motivado por su reciente dinamismo económico y la ampliación de su base industrial en la época de la posguerra y su integración al mercado mundial impulsada justamente por las inversiones directas foráneas, a diferencia de naciones con un proceso de industrialización previo, tales como Argentina, Brasil, Chile y México. (Bambirra, 1974)

Gráfico 3. México. IED total y sus destinos (1990-2018) (millones de dólares).

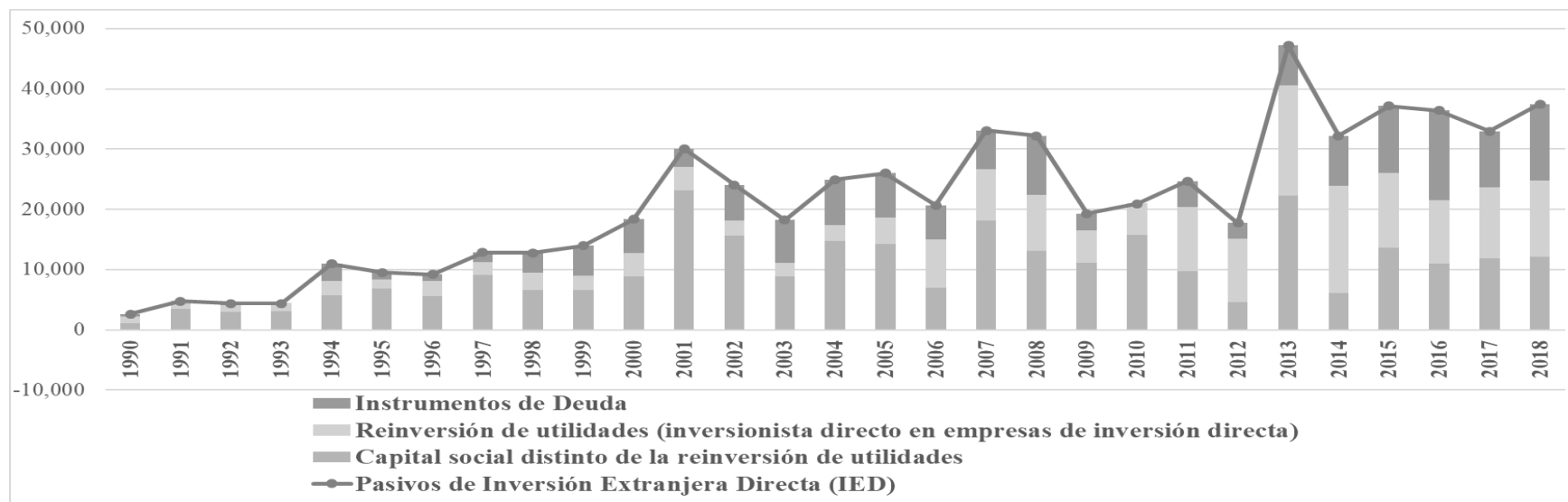


Tabla 8. México: IED y sus destinos, valores porcentuales para años seleccionados.

<b>IED por destino</b>	<b>1990</b>	<b>1995</b>	<b>2000</b>	<b>2005</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2015</b>	<b>2018</b>
No re inversión de Utilidades	42%	72%	48%	55%	55%	41%	58%	76%	19%	32%
Re inversión de Utilidades	41%	17%	21%	17%	26%	29%	28%	25%	56%	34%
Instrumentos de Deuda	17%	12%	31%	28%	20%	31%	14%	-1%	26%	34%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional, FMI. Balance of Payments and International Investment Position Statistics:  
<https://bit.ly/32IjZdW>

Gráfico 4. Argentina. IED total y sus destinos (1990-2018) (millones de dólares).

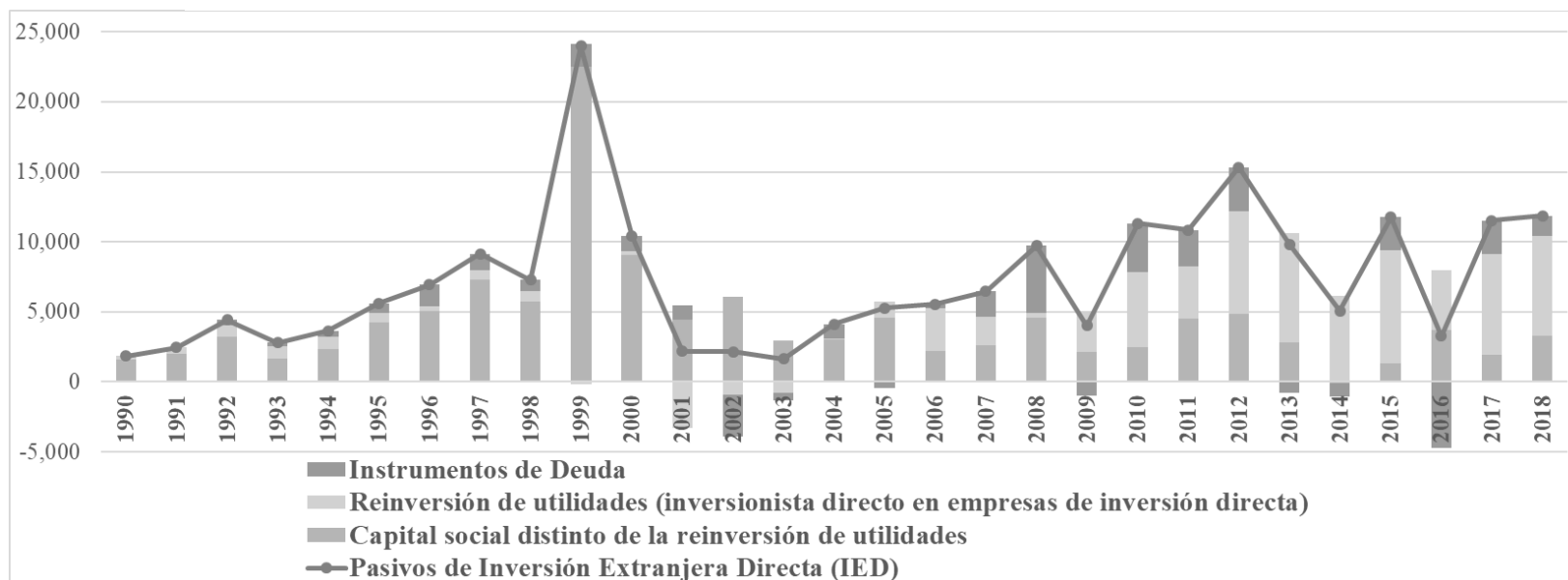


Tabla 9. Argentina. IED y sus destinos, valores porcentuales para años seleccionados.

<b>IED por destino</b>	<b>1990</b>	<b>1995</b>	<b>2000</b>	<b>2005</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2015</b>	<b>2018</b>
No reversión de Utilidades	87%	76%	87%	87%	40%	47%	53%	22%	-2%	27%
Reversión de Utilidades	13%	12%	3%	22%	32%	4%	72%	47%	121%	61%
Instrumentos de Deuda	0%	12%	10%	-9%	29%	49%	-25%	31%	-19%	12%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional, FMI. Balance of Payments and International Investment Position Statistics:  
<https://bit.ly/32ljZdW>

Gráfico 5. Brasil. IED total y sus destinos (1990-2018) (millones de dólares).

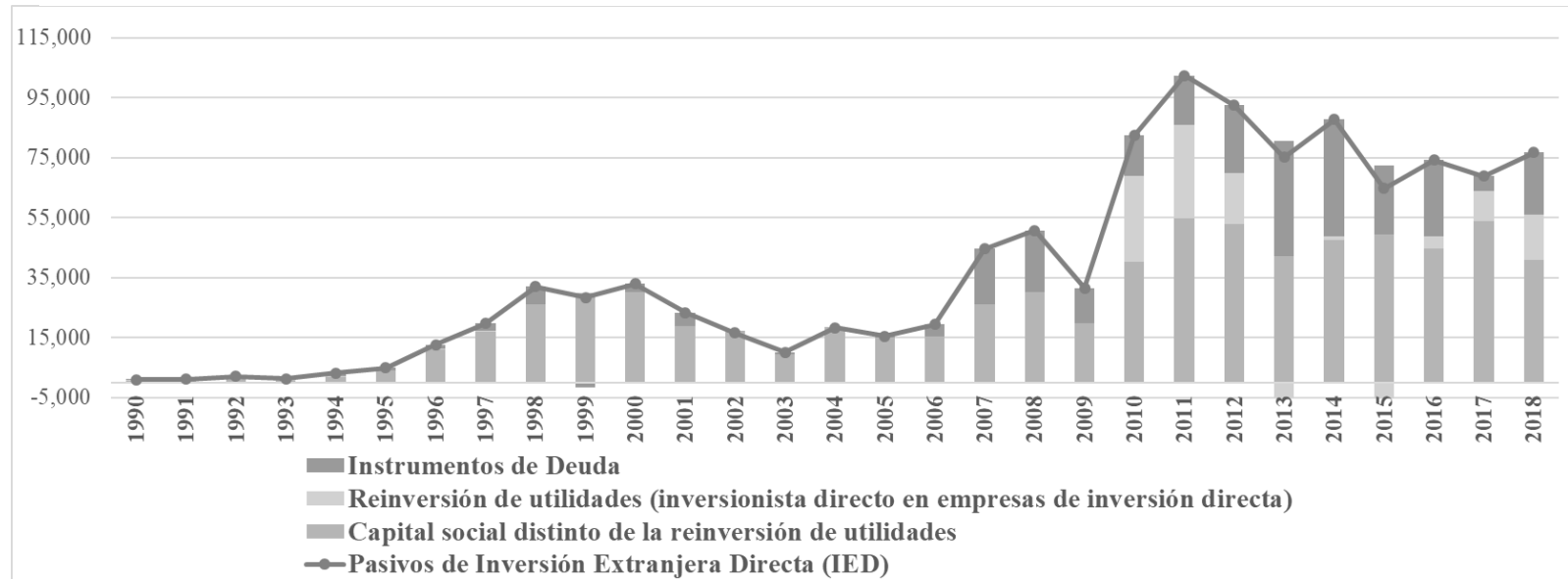


Tabla 10. Brasil. IED y sus destinos, valores porcentuales para años seleccionados.

IED por destino	1990	1995	2000	2005	2007	2008	2009	2010	2015	2018
No reinversión de Utilidades	63%	81%	91%	97%	58%	59%	63%	49%	54%	53%
Reinversión de Utilidades	28%	4%	...	...	...	...	...	35%	1%	20%
Instrumentos de Deuda	9%	15%	9%	3%	42%	41%	37%	16%	45%	27%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional, FMI. Balance of Payments and International Investment Position Statistics: <https://bit.ly/32IjZdW>

Gráfico 6. Chile. IED total y sus destinos (1990-2018) (millones de dólares).

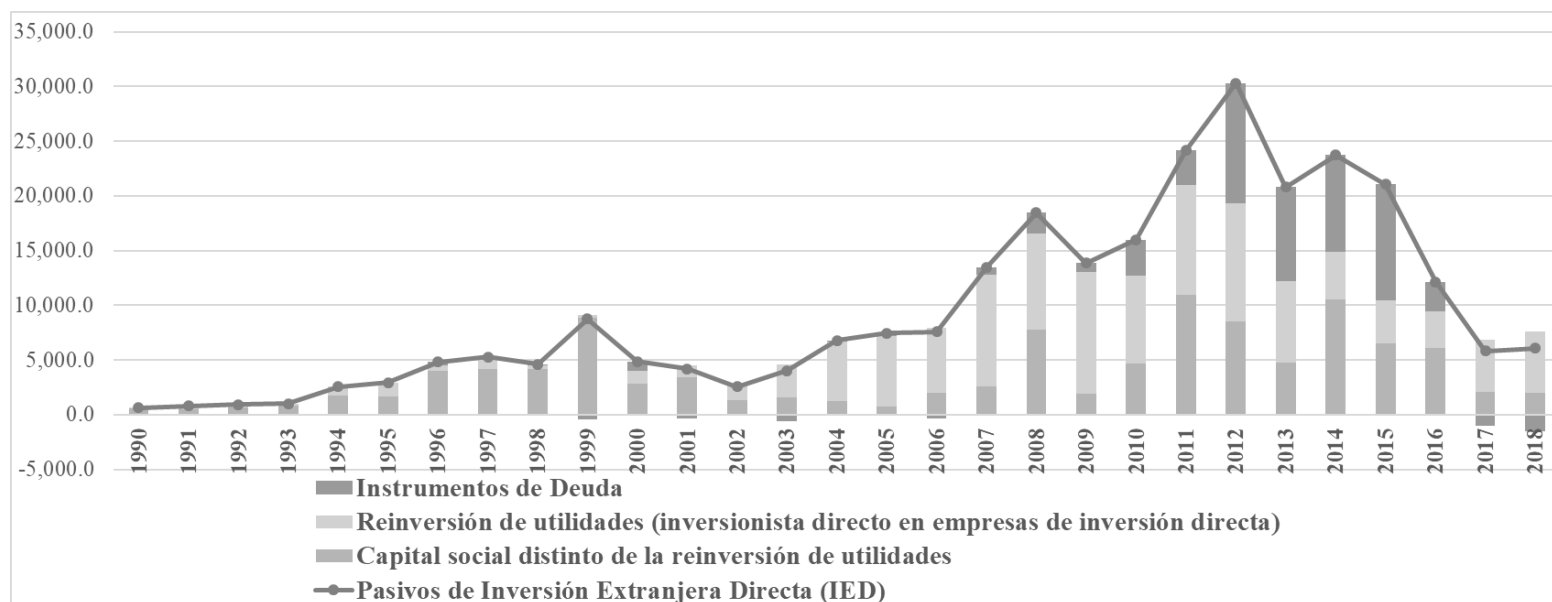


Tabla 11. Chile. IED y sus destinos, valores porcentuales para años seleccionados.

IED por destino	1990	1995	2000	2005	2007	2008	2009	2010	2015	2018
No reinversión de Utilidades	88%	57%	58%	10%	19%	42%	14%	29%	44%	33%
Reinversión de Utilidades	12%	43%	24%	86%	76%	48%	81%	50%	19%	92%
Instrumentos de Deuda	0%	0%	18%	4%	5%	10%	6%	21%	37%	-25%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional, FMI. Balance of Payments and International Investment Position Statistics: <https://bit.ly/32IjZdW>

Gráfico 7. Colombia. IED total y sus destinos (1990-2018) (millones de dólares).

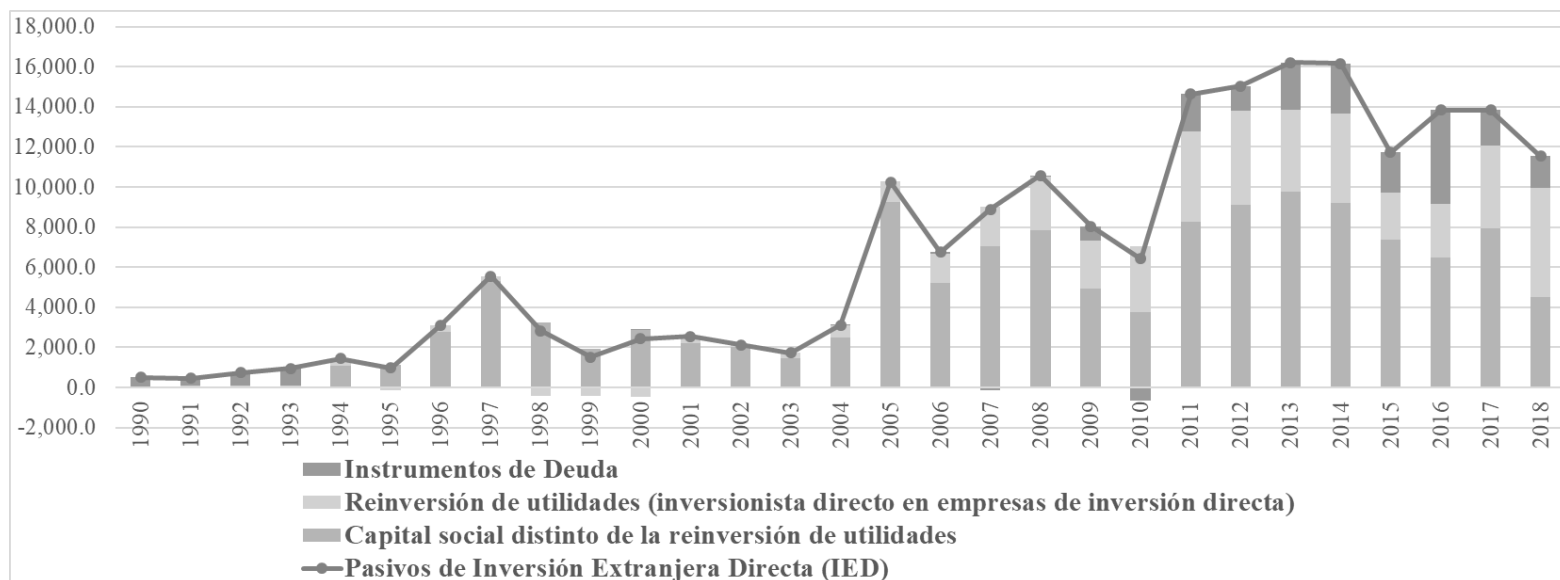


Tabla 12. Colombia. IED y sus destinos, valores porcentuales para años seleccionados.

IED por destino	1990	1995	2000	2005	2007	2008	2009	2010	2015	2018
No reversión de Utilidades	0%	115%	118%	91%	79%	74%	61%	58%	57%	39%
Reversión de Utilidades	11%	-15%	-20%	10%	22%	25%	30%	52%	28%	47%
Instrumentos de Deuda	89%	0%	2%	0%	-1%	0%	9%	-10%	15%	14%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional, FMI. Balance of Payments and International Investment Position Statistics: <https://bit.ly/32IjZdW>

Gráfico 8. Perú. IED total y sus destinos (1990-2018) (millones de dólares).

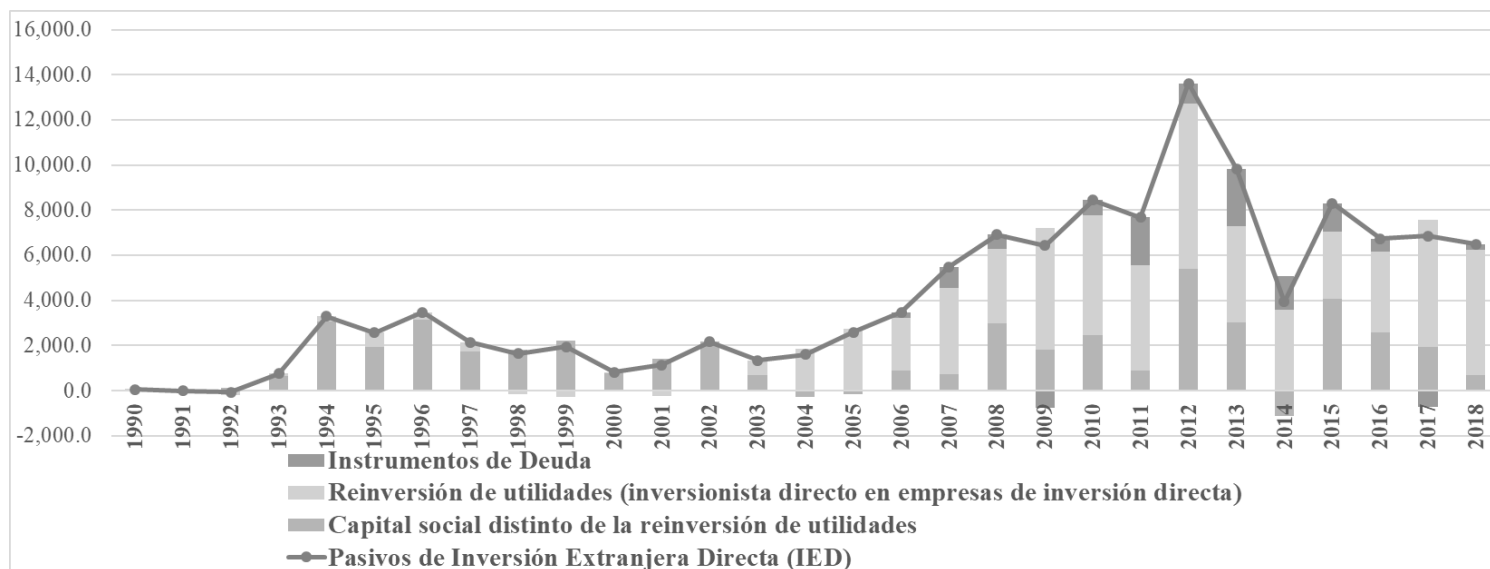


Tabla 13. Perú. IED y sus destinos, valores porcentuales para años seleccionados.

IED por destino	1990	1995	2000	2005	2007	2008	2009	2010	2015	2018
No reversión de Utilidades	80%	76%	94%	-6%	13%	43%	28%	29%	-29%	10%
Reversión de Utilidades	20%	24%	6%	106%	70%	47%	84%	63%	91%	86%
Instrumentos de Deuda	...	0%	0%	0%	17%	9%	-12%	8%	38%	4%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional, FMI. Balance of Payments and International Investment Position Statistics:  
<https://bit.ly/32IjZdW>

No obstante, de acuerdo a los datos de balanza de pagos del FMI, los flujos de inversión en calidad de pasivos para la entidad receptora no sólo llegan a los balances internos vía IED, con la desregulación de la cuenta de capital, la Inversión de Cartera (IC) ha jugado un papel cada vez más relevante en ese sentido. En los Gráficos 9 al 14 se muestra la contratación neta de pasivos contemplando los flujos de IED e IC, además de lo que se registra en el rubro de *otras inversiones*. De tal manera que se puede observar como la tendencia ha sido a privilegiar los instrumentos y valores de deuda<sup>59</sup> en oposición a las inversiones que se dirigen a acciones y/o participaciones en capital. Datos que evidencian el endeudamiento regional, tanto privado como público, como principal vía para la recepción de recursos durante los primeros años del s. XXI. Siendo México y Argentina los que muestran un mayor dinamismo en cuanto a instrumentos y valores de deuda negociados en mercados financieros.

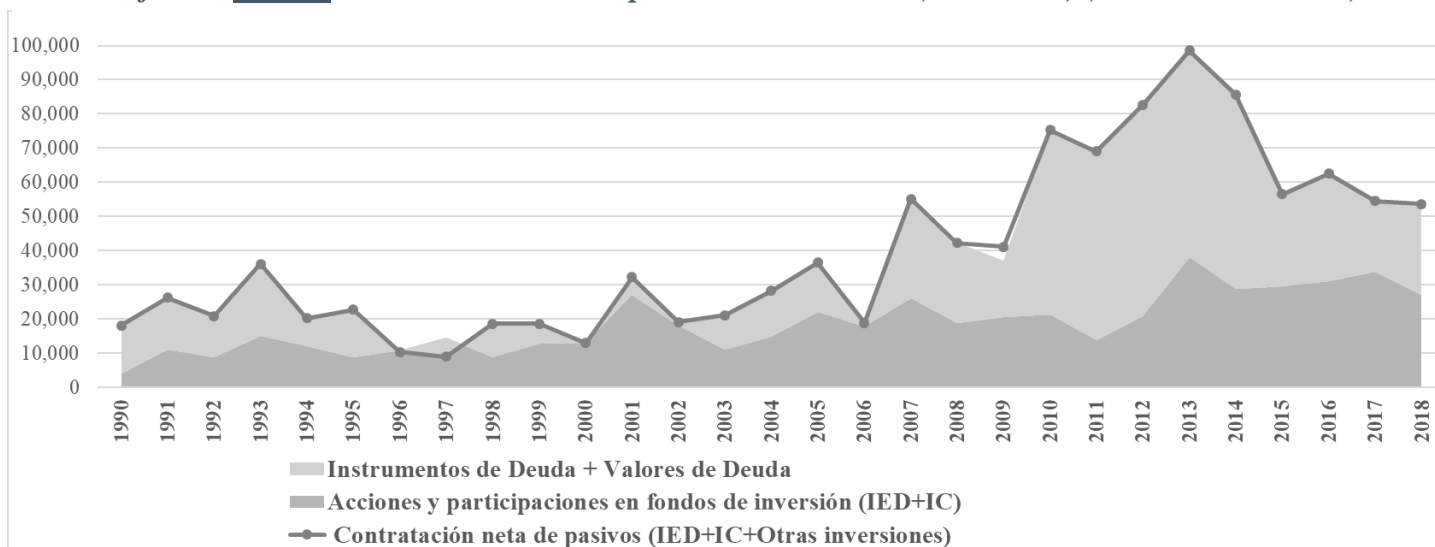
La liberalización de la cuenta de capital en los países latinoamericanos se convirtió en requisito necesario para la libre movilidad de capitales privados tanto de largo plazo, como se suponía tradicionalmente operaba la IED, así como para los flujos de cartera o portafolio, asociados principalmente a inversiones cortoplacistas. De esta manera, deudas públicas y privadas pudieron ser adquiridas desde el exterior a través de mercados financieros secundarios. Para el año 2012, el 56% de las emisiones de deuda privada de la región se centró principalmente en dos sectores: el financiero y el energético. El sector financiero, mayor receptor de capitales externos producto de la colocación de deuda corporativa, incluyó principalmente a bancos y empresas de servicios financieros. Mientras que en el sector energético resaltaron las actividades vinculadas al petróleo, el gas y la electricidad. Otros sectores también importantes en la recepción de capitales externos fueron las telecomunicaciones, la minería y los metales, la agricultura, las agroindustrias y la alimentación, petroquímica, comercio minorista, transportes, infraestructuras, servicios públicos, entre otros. (Bustillo & Velloso, 2013, pág. 67)

---

<sup>59</sup> Entiéndase por instrumento de deuda todos aquellos instrumentos financieros que “exigen el pago de intereses y/o principal en algún momento futuro. Los instrumentos de deuda comprenden los DEG, la moneda y depósitos, los títulos de deuda, los préstamos, las reservas técnicas de seguros, los derechos a prestaciones jubilatorias y otros derechos conexos, las provisiones para las peticiones de fondos en virtud de garantías normalizadas, y otras cuentas por cobrar/por pagar. La expresión instrumento de deuda puede aplicarse tanto a la obligación como el correspondiente derecho.” Por su parte, los valores o títulos de deuda como parte del abanico de instrumentos de deuda hacen referencia a “Los préstamos que se hayan vuelto negociables.” Es decir, que un título de deuda hace referencia al valor comercial de una deuda que ha sido comercializada en un mercado secundario bajo un determinado precio de mercado. (FMI, 2009, págs. 44,89)

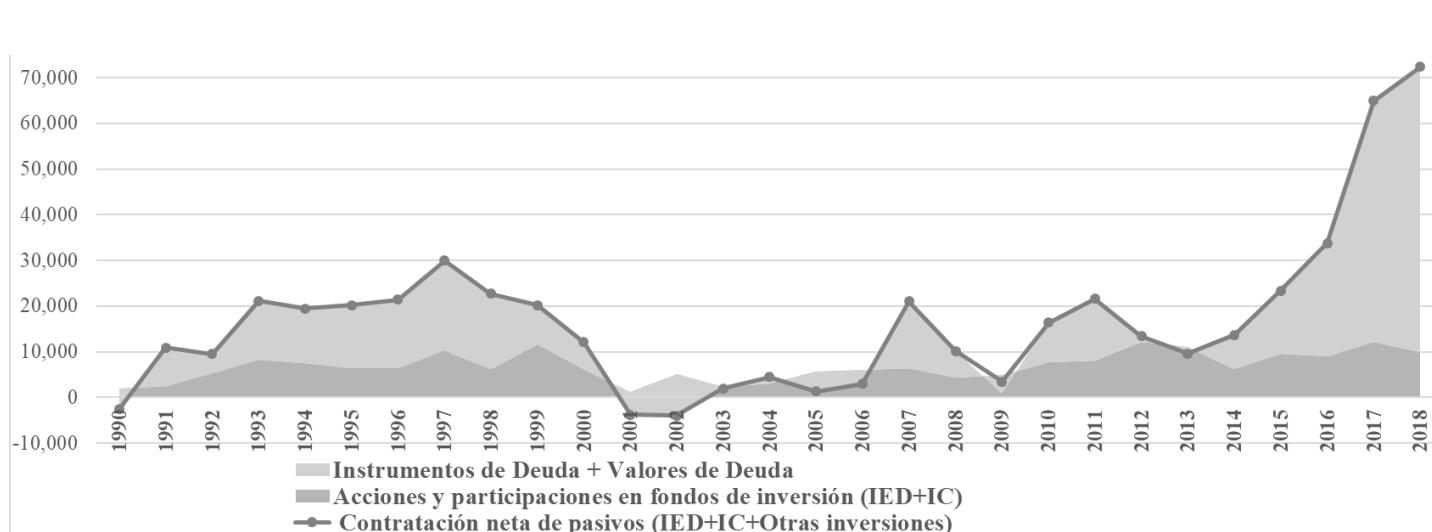


**Gráfico 9. México. Contratación neta de pasivos en el exterior (1990-2018) (millones de dólares).**



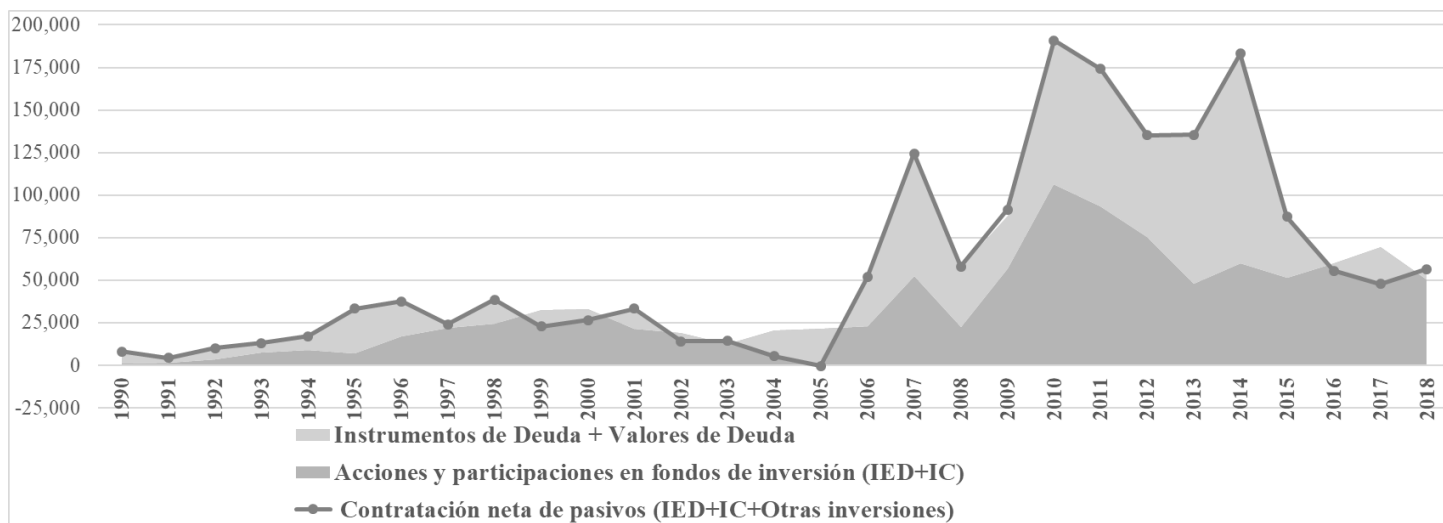
Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional, FMI. Balance of Payments and International Investment Position Statistics. <https://bit.ly/32IjZdW>

**Gráfico 10. Argentina. Contratación neta de pasivos en el exterior (1990-2018) (millones de dólares).**



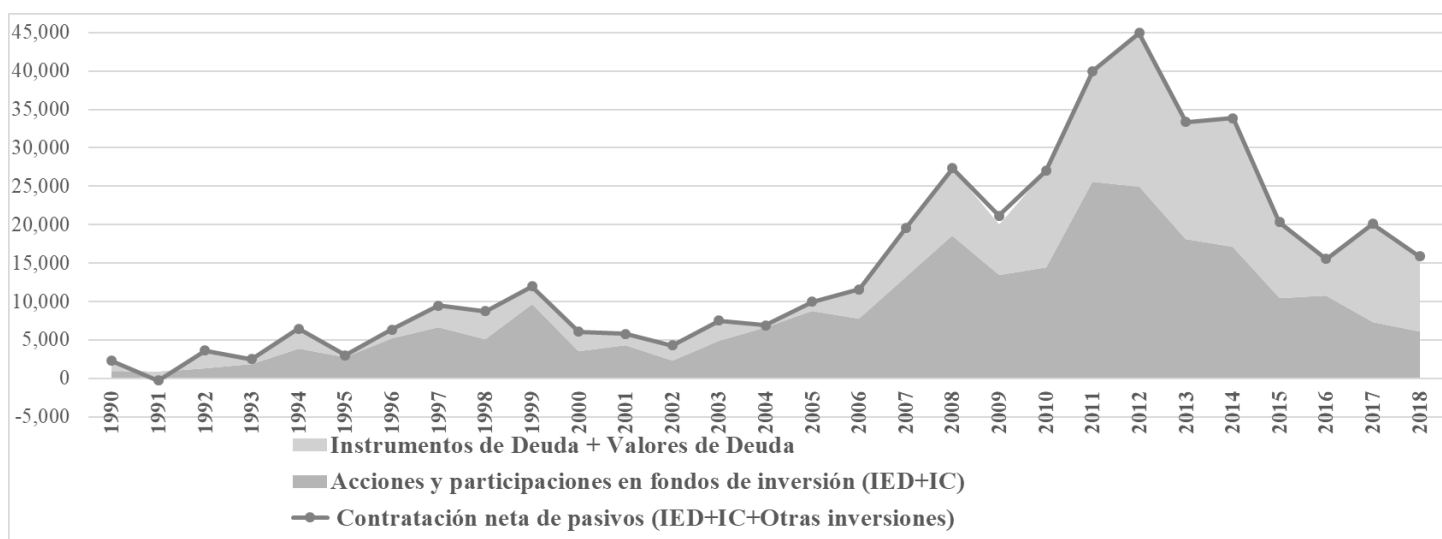
Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional, FMI. Balance of Payments and International Investment Position Statistics. <https://bit.ly/32IjZdW>

**Gráfico 11. Brasil. Contratación neta de pasivos en el exterior (1990-2018) (millones de dólares).**



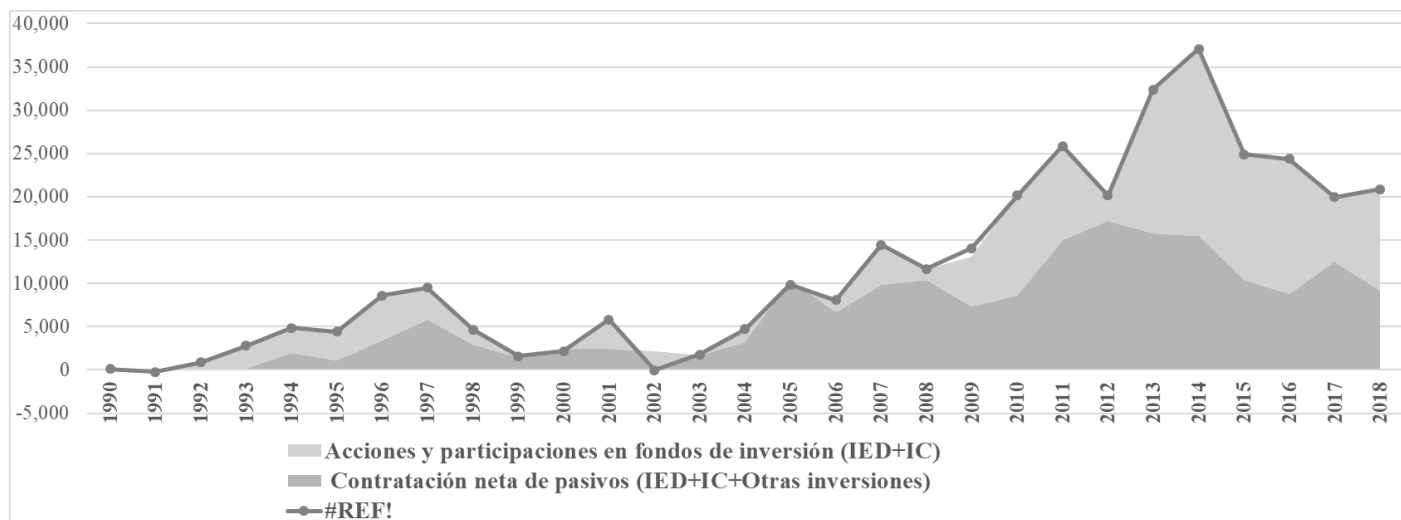
Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional, FMI. Balance of Payments and International Investment Position Statistics. <https://bit.ly/32IjZdW>

**Gráfico 12. Chile. Contratación neta de pasivos en el exterior (1990-2018) (millones de dólares).**



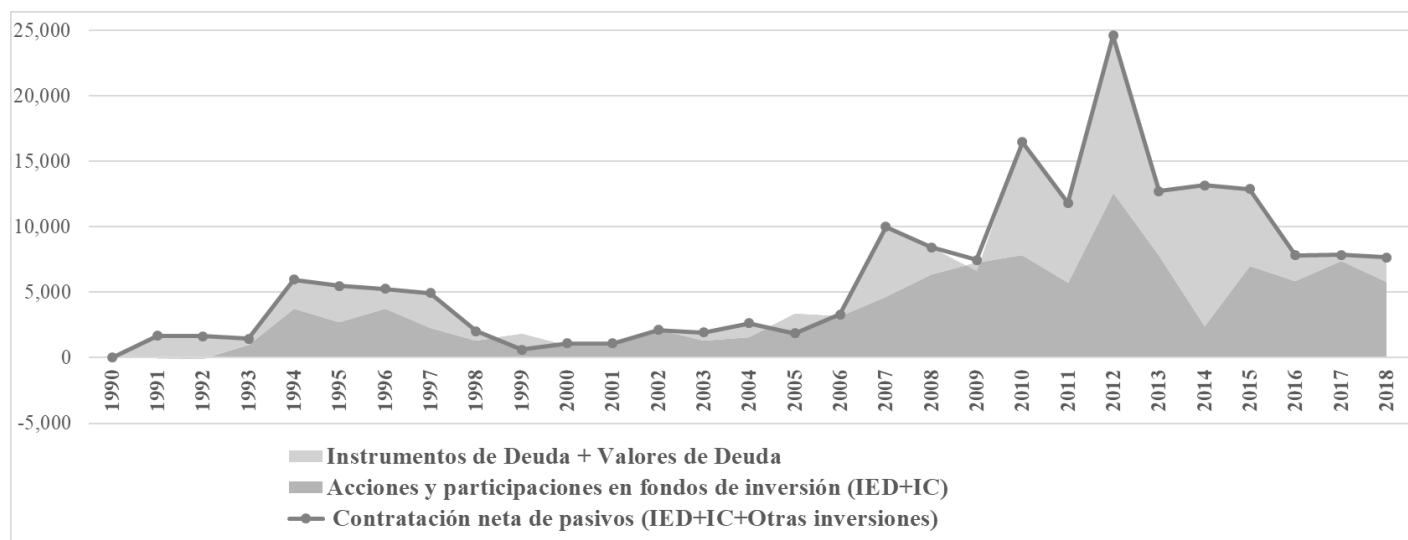
Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional, FMI. Balance of Payments and International Investment Position Statistics. <https://bit.ly/32IjZdW>

**Gráfico 13. Colombia. Contratación neta de pasivos en el exterior (1990-2018) (millones de dólares).**



Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional, FMI. Balance of Payments and International Investment Position Statistics. <https://bit.ly/32IjZdW>

**Gráfico 14. Perú. Contratación neta de pasivos en el exterior (1990-2018) (millones de dólares).**



Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional, FMI. Balance of Payments and International Investment Position Statistics. <https://bit.ly/32IjZdW>

El desenvolvimiento de los mercados financieros periféricos en América Latina se han caracterizado durante la primera década del s. XXI por privilegiar los flujos de deuda en sus diversificados instrumentos financieros más que en participaciones de capital. Un proceso que ha sido objeto de diversos análisis como el que aportan Bustillo y Velloso (2013, pág. 44-45), en cuya óptica, ha sido una reconfiguración hacia la mejora. Entre las virtudes que plantean las autoras podemos encontrar:

1. En la actualidad la clase de activos que se comercializan, así como sus emisores, es más amplia. Cuando se produjo la crisis de titulización en México durante finales del año de 1994, el índice EMBI Global de J.P. Morgan contemplaba bonos de solo 15 países, de los cuales, siete eran de América Latina y el Caribe. Para finales de 2012, la lista era de 55 países incluidos 17 de la región. Para la autoras, esto significa que los inversionistas disponen de más opciones para la diversificación de sus carteras.

2. La calidad del crédito de los mercados emergentes ha aumentado, de manera que esto se refleja en una mejoría de las calificaciones crediticias sobre títulos financieros respaldados en valores de América Latina. En la década de 1990, plantean las autoras, la mayor parte de los instrumentos de la región que se comercializaban en mercados internacionales de duda eran préstamos soberanos o bonos Brady colateralizados, producto estos últimos de la reestructuración de deuda externa. Posteriormente, la sustitución de bonos Brady por bonos globales o europeos han hecho que la calidad de los instrumentos mejore a causa de las recompras por parte de los emisores para realizar canjes de deuda ahorrando dinero en la compra de deuda barata colateralizada y emitiendo nuevos bonos globales a mejores precios.

3. Los inversionistas que adquieren los instrumentos financieros de deuda latinoamericana en particular, y los mercados emergentes en general, están cada vez más dominada por intermediarios bancarios y fondos de inversión, lo cual implica un menor riesgo que antaño cuando los mercados financieros emergentes atravesaron por diversas dificultades de pago. Dejando de lado a los especuladores cortoplacistas y dando paso a una base inversora dispuesta a comprar activos y mantenerlos a largo plazo. Una tendencia, según observan las autoras, que ha prevalecido mayormente desde 2002. Además de que los inversionistas se han diversificado incluyendo a gestores con alto grado de liquidez y fondos de pensiones locales.

Es interesante que los puntos de mejora mencionados anteriormente sean identificados en cuanto a: 1. La diversificación en la oferta de activos financieros con que cuenta la región; 2. La “calidad” de los activos en términos de la apreciación del riesgo por parte de empresas calificadoras; y 3. En una amplitud o diversificación de los inversionistas que participan en operaciones de compra-venta de valores en sistemas financieros latinoamericanos. Desde esta lectura, pareciera que la supuesta mejora de las actividades de financiamiento cumplió con su objetivo de eliminar lo que anteriormente denominamos como *represión financiera*, al permitir el libre flujo de capitales o la liquidez internacional, llevados por diferenciales de productividad para la valorización de activos financieros en un mercado global sin restricción alguna. Asentándose eficientemente en los territorios más rentables e incrementando la oferta de recursos disponibles con ahorro externo para dinamizar la inversión doméstica.

Sin embargo, la evidencia estadística nos muestra un panorama lejano al antes descrito. La ampliación en el abanico de títulos financieros comercializables, así como el aumento de los inversionistas que participan en el mercado y el manejo de los riesgos, no muestra una relación positiva en los niveles de inversión doméstica que se transformen en incrementos de las actividades productivas, la capacidad industrial instalada, ni el empleo.

Si bien es cierto que la base de instrumentos financieros comercializables asociados a la deuda pública y corporativa en la región se vieron incrementados durante los últimos años al pasar de los 2.8 billones de dólares en el año 2000 a 5.3 billones de dólares para el año 2019; lo cierto es, como se puede observar en Tabla 14, que este crecimiento no ha sido sostenido y dista mucho de lograr un encadenamiento virtuoso en las economías receptoras. Es decir que, aún cuando el volumen total de deuda comercializable de los mercados emergentes ha aumentado, al ser este un mercado cortoplacista, es sujeto de ataques especulativos que en momentos de incertidumbre rápidamente pueden perder su posición positiva. Tal como sucedió previo a la crisis financiera de 2008, cuando el volumen de deuda comerciable registró niveles máximos históricos de 6.5 y 6.4 billones de dólares durante los años de 2006 y 2007, respectivamente, para caer a los 4.1 billones en 2008, lo cual representó una pérdida de valor de mercado equivalente a una tercera parte.

En una línea de análisis similar sobre el financiamiento externo de la región, Vera y Titelman (2013) sostienen que los costos del endeudamiento para América Latina y el Caribe tuvieron una mejora durante la primera década del s. XXI en comparación con los diez años

previos, logrando un mínimo histórico para el año 2007. Sin embargo, los autores atribuyen a este hecho una ampliación de “la base inversora”, es decir, el número de inversionistas, interesados en colocar capital en los recién liberalizados y desregulados mercados financieros latinoamericanos con fines especulativos. Además de que fueron la serie de medidas del consenso de Washington, como “Un crecimiento más rápido, una inflación más baja y finanzas públicas más estrictas (las) desempeñaron un papel importante en esta trayectoria, igual que el mayor apetito por el riesgo por parte los inversores, provocado por la abundante liquidez mundial.” (pág. 12) Medidas que lejos de fortalecer los canales inversión y crecimiento económico y del empleo, sólo han redundado en la vulnerabilidad interna de la región.

De acuerdo con la Trade Association for the Emerging Markets (TAEM), en su encuesta anual sobre el volumen de deuda comercializable, los eurobonos<sup>60</sup> han mostrado una dinámica al alza durante los últimos años, pues de representar el 23% del total de emisiones en 1997, fueron el 48% para el 2005 y el 43% durante 2019 (Tabla 15), moviendo valores máximos equivalentes entre los 2,000 y los 2,500 millones de dólares durante el período, primordialmente los asociados a emisiones gubernamentales (Gráficos 15 y 16).

Mientras que, en el mercado de deuda local son los grandes inversionistas institucionales los que toman partida de la compra-venta en el mercado secundario por medio de una banca doméstica, extranjerizada, inversionistas que fungen como vehículo para la venta y colocación de bonos gubernamentales en el mercado primario, para de ahí saltar a operaciones de compra-venta en el mercado secundario. Así, bonos de deuda privada y pública se han convertido en los principales valores subyacentes de las finanzas estructuradas en mercados locales o de eurobonos, comprometiendo futuros flujos de efectivo locales. Una medida que beneficia a los tenedores temporales de valores para la valorización de los portafolios de inversionistas institucionales, además de contribuir a dotar de liquidez, mediante la emisión de papel comercial, a los mercados financieros.

---

<sup>60</sup> El mercado de eurobonos ha sido reflejo fiel del proceso de globalización y establecimiento de un sistema financiero a escala internacional, al ser una fuente de recursos extrafronterizos que se sostiene principalmente en la titulización de deuda corporativa y pública. Un eurobono es un instrumento de deuda emitido en una divisa diferente a que maneja el emisor de la deuda, a través de un intermediario bancario o casa de valores que distribuye internacionalmente los instrumentos o valores. Esta clase valores se pueden vender a inversionistas de diversos países y posteriormente ser comercializados libremente por los participantes del mercado o centro financiero al que arribe. (Choudhry, 2008, pág. 378)

**Tabla 14. Volumen de Deuda Comerciable de Mercados Emergentes (2000-2019).**

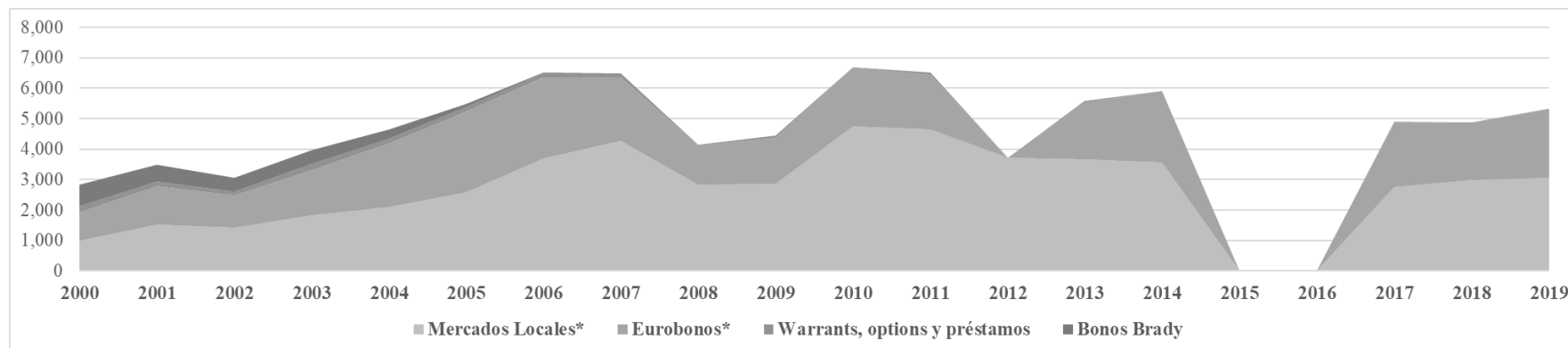
	(miles de millones de dólares)																			
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Volumen Total*</b>	2,846	3,484	3,068	3,973	4,645	5,485	6,500	6,489	4,173	4,445	6,765	6,506	5,560	5,571	5,922	4,726	5,167	4,901	4,879	5,341
<b>Mercados Locales*</b>	993	1,532	1,411	1,837	2,094	2,593	3,687	4,264	2,837	2,870	4,743	4,641	3,726	3,654	3,558			2,747	2,987	3,058
Porcentaje del volumen total	35	44	52	46	45	47	56	57	68	65	70	71	67	66	60			56	61	57
<b>Eurobonos*</b>	940	1,255	1,063	1,486	2,114	2,637	2,675	2,110	1,281	1,513	1,960	1,788		1,890	2,344			2,120	1,871	2,275
Porcentaje del volumen total	33	36	35	37	45	48	41	32	30	34	29	27		34	39			43	38	43
<b>Warrants, options y préstamos</b>	203	139	135	196	144	147	139	110	23	60		77		26	18			33	22	8
Porcentaje del volumen total	7	4	4	5	3	3	2	2	1	1		1		0.5	0.3			1	0.5	0.1
<b>Bonos Brady</b>	710	557	459	456	292	108	23	4	2	2		1		1	1			-	-	-
Porcentaje del volumen total	25	16	15	11	6	2	0.4	0.1	0.0	0.0		0.0		0.0	0.0			-	-	-
<b>Composición de Eurobonos</b>																				
Emisiones de deuda soberana*				1,218		2,035	2,165	1,379	856	925		941		1,073	1,145	898	1,188	1,163	1,099	1,288
Valor porcentual				82		86	81	65	67	61		53		55	49	19	23	54	59	57
Emisiones de deuda corporativa				253		284	458	677	390	514		763		779	1	709	878	801	733	921
Valor porcentual				17		12	19	35	33	39		47		41	47	15	17	38	39	40

\*Dado que las cifras están expresadas en miles de millones de dólares (mmdd), las cantidades en miles son billones de dólares (en español). Ejemplo: 2,846 mmdd son equivalentes a 2.8 billones de dólares.

Para los espacios en blanco no hay datos disponibles.

Fuente: Elaboración propia con datos de la Survey of Emerging Markets Debt Trading Volume de la Trade Association for the Emerging Markets (EMTA). Annual Report para los años 2000-2019. Sitio web: <https://bit.ly/37TuVJ2>

*Gráfico 15. Evolución del Volumen de Deuda Comerciable de Mercados Emergentes (2000-2019) (miles de millones de dólares).*



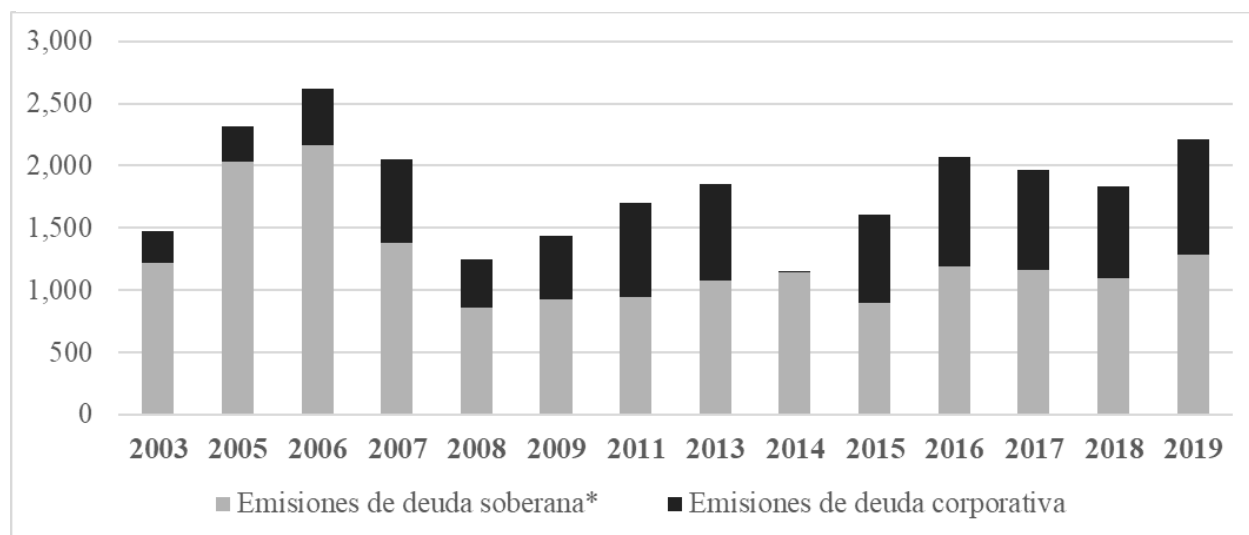
*Tabla 15. Variación porcentual de la evolución en la participación del mercado de deuda por instrumento financiero. Años seleccionados.*

	1997	2000	2005	2009	2014	2019
<b>Mercados Locales</b>	25%	35%	47%	65%	60%	57%
<b>Eurobonos</b>	23%	33%	48%	34%	39%	43%
<b>Warrants, options y préstamos</b>	11%	7%	3%	1%	1%	0.1%
<b>Bonos Brady</b>	41%	25%	2%	0.04%	0.06%	0.000%

Fuente: Elaboración propia con datos de la Survey of Emerging Markets Debt Trading Volume de la Trade Association for the Emerging Markets (EMTA). Annual Report para los años 2000-2019. Sitio web: <https://bit.ly/37TuVJ2>



**Gráfico 16. Valores de Deuda Comerciable de Mercados Emergentes (2000-2019)**  
(millones de dólares).



Las aparentes mejoras en cuanto a la calidad del crédito de la clase de activos de los mercados latinoamericanos fue resultado de mercados ampliamente desregulados, así como la “ampliación” de inversionistas atraídos por altas tasas de interés y primas de riesgo-ganancia relativamente mayores a las observadas en mercados financieros de países desarrollados. Nuevos inversionistas como los bancos centrales asiáticos y los fondos de pensiones de los Estados Unidos fueron motivados también por las fuertes medidas de restricciones macroeconómicas internas a sus lugares de origen que observaron en los activos e instrumentos financieros de América Latina mejores expectativas de ganancia.

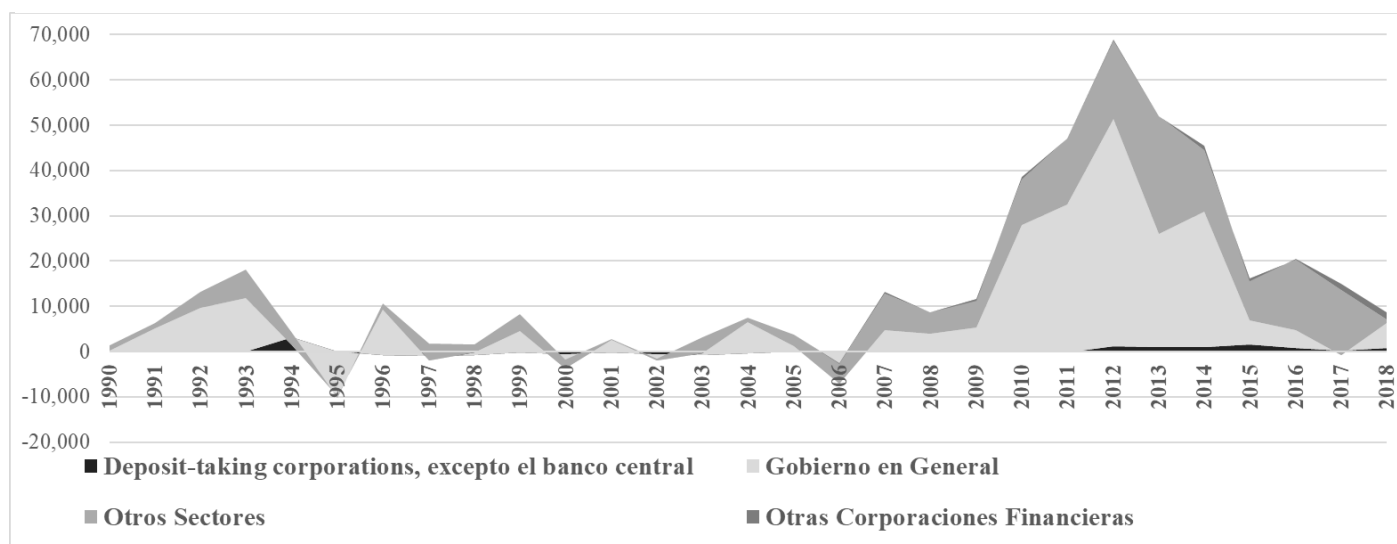
Como podemos observar en los Gráficos 17 al 22, las emisiones de valores de deuda pueden desagregarse de acuerdo al sector institucional<sup>61</sup> quien emite. Podemos identificar entre las sociedades financieras y las no financieras. Entre los principales sectores institucionales financieros que emiten valores de deuda encontramos así a las sociedades

<sup>61</sup> La clasificación en sectores institucionales del sistema de cuentas internacionales es importante para poder distinguir entre las unidades residentes y las no residentes al interior de un espacio económico nacional. La clasificación por sectores institucionales permite ordenar y clasificar los datos monetarios, los datos sobre flujos de fondos y otros datos financieros como las transacciones de instrumentos financieros asentadas en la balanza de pagos con la finalidad de identificar al propietario económico del activo, al acreedor y al deudor. Podemos identificar 6 sectores institucionales que componen la economía total: 1. Sociedades no financieras, 2. Sociedades financieras, 3. Gobierno general, 4. Hogares, 5. Instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares, y 6. Resto del mundo. (FMI, 2009, págs. 60-62)

captadoras de depósitos<sup>62</sup> (*deposit-taking corporations*), excepto el banco central; otras corporaciones financieras; otros sectores<sup>63</sup> y el banco central. Mientras que el principal emisor no financiero es el Gobierno en General.

Así, con excepción de Chile (Gráfico 20) donde gran parte de las emisiones están concentradas en la categoría de *otros sectores* contemplando a los grandes fondos de pensiones, así como los fondos de inversión, para el resto de las cinco principales economías de la región el principal emisor de valores de deuda ha sido el Gobierno General.

**Gráfico 17. México. Emisiones de Valores de Deuda por sector institucional (1990-2018)**  
(millones de dólares).

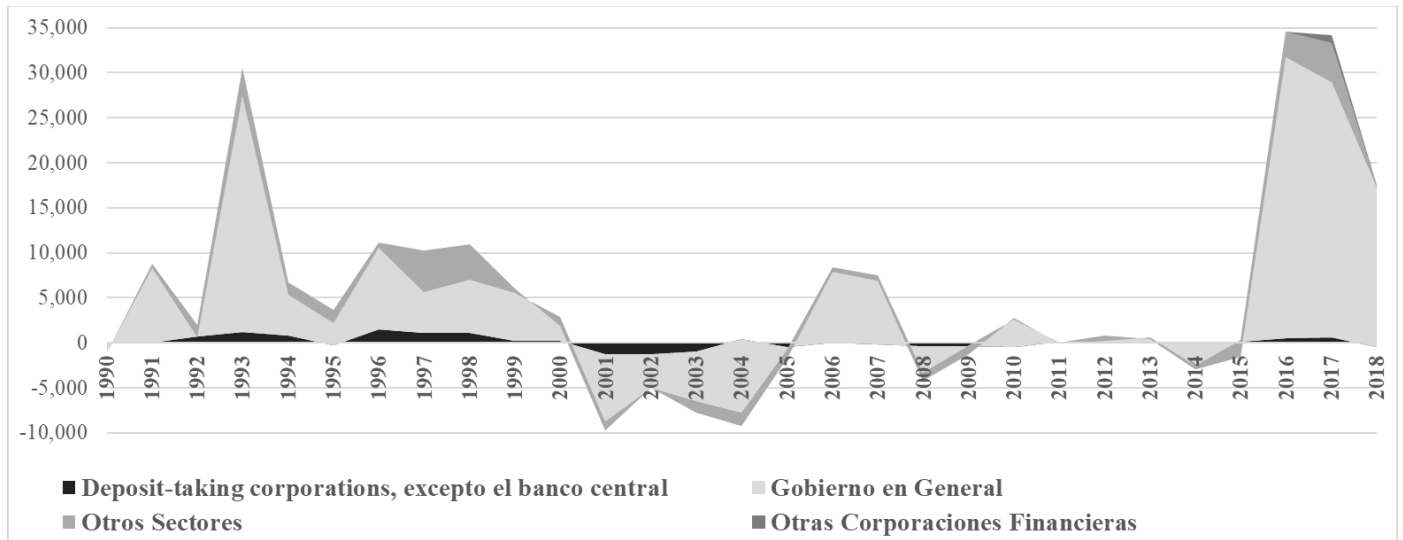


Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional, FMI. Balance of Payments and International Investment Position Statistics. <https://bit.ly/32IjZdW>

<sup>62</sup> “Las sociedades captadoras de depósitos, excepto el banco central, tienen por actividad principal la intermediación financiera. Por ende, tienen pasivos en forma de depósitos o instrumentos financieros (como los certificados de depósito a corto plazo) que son sustitutos cercanos de los depósitos.” Entre las instituciones que contempla esta categoría encontramos: Bancos comerciales, Cajas de ahorro, Instituciones de giros postales, bancos postales y bancos de giros, Bancos de crédito rural y bancos de crédito agropecuario, Bancos de crédito cooperativo y asociaciones de crédito, Compañías que emiten cheques de viajero, Bancos especializados u otras instituciones financieras si captan depósitos o emiten sustitutos cercanos de los depósitos. (FMI, 2009, pág. 64)

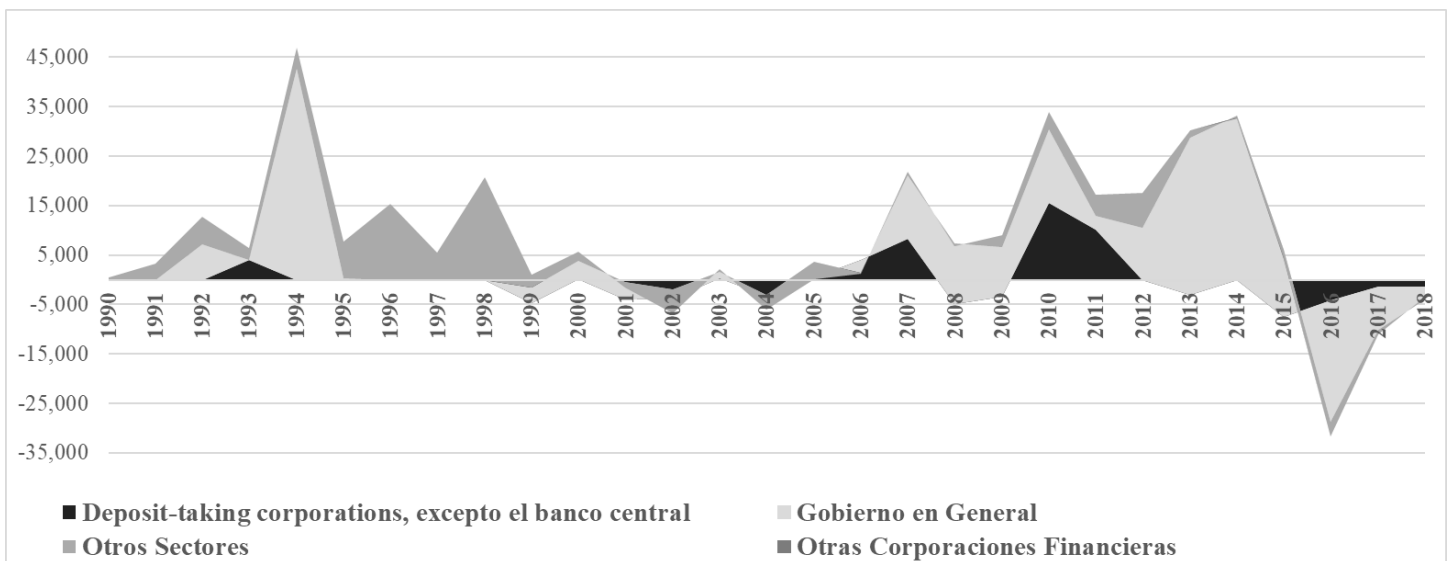
<sup>63</sup> En cuanto a los actores institucionales denominados como “Otros Sectores” se encontramos principalmente a los fondos de inversión y los fondos de pensiones, además de auxiliares financieros, sociedades de seguros, entre otros. (FMI, 2009, pág. 63)

**Gráfico 18. Argentina. Emisiones de Valores de Deuda por sector institucional (1990-2018)**  
(millones de dólares).



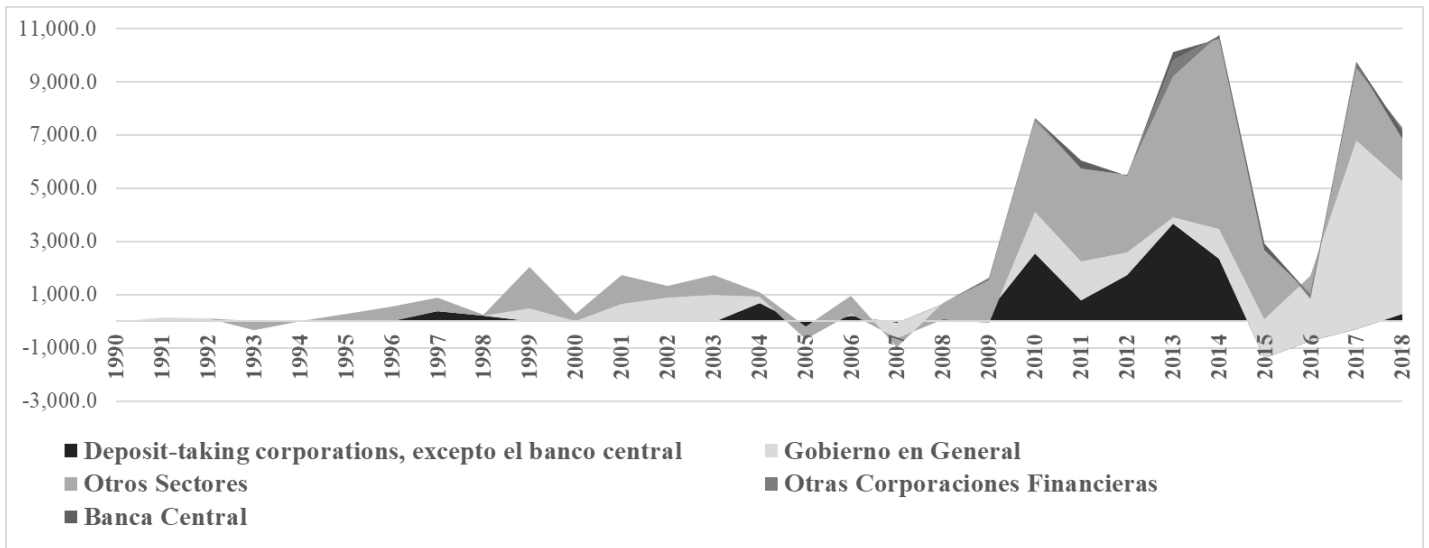
Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional, FMI. Balance of Payments and International Investment Position Statistics. <https://bit.ly/32IjZdW>

**Gráfico 19. Brasil. Emisiones de Valores de Deuda por sector institucional (1990-2018)**  
(millones de dólares).



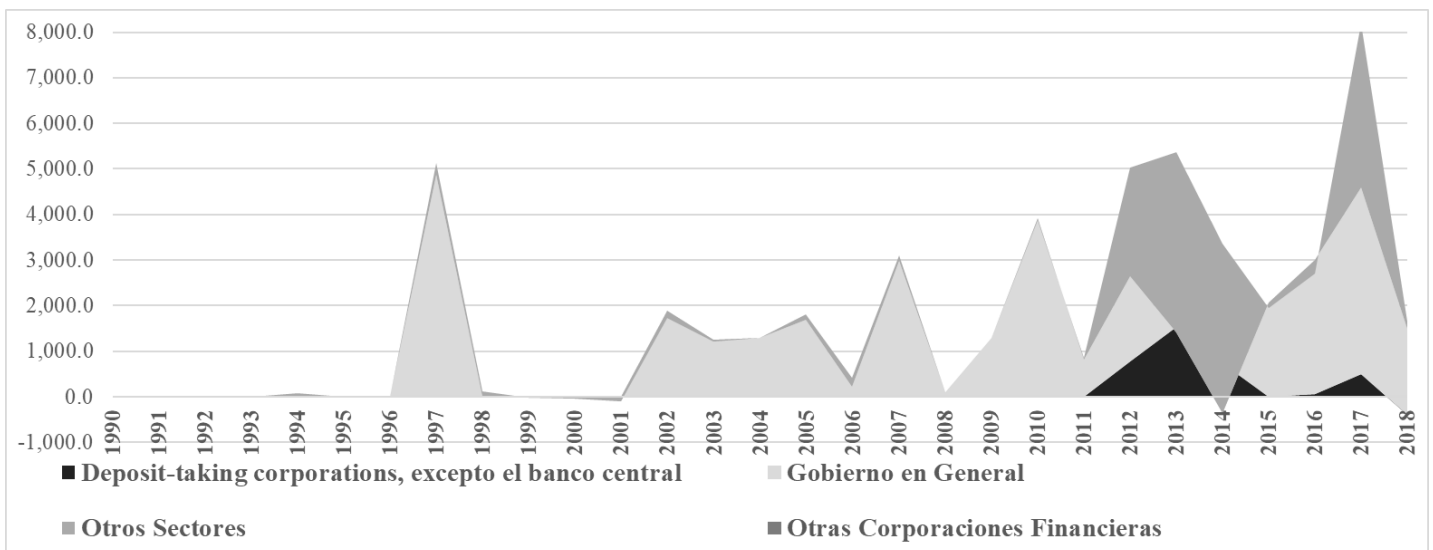
Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional, FMI. Balance of Payments and International Investment Position Statistics. <https://bit.ly/32IjZdW>

**Gráfico 20. Chile. Emisiones de Valores de Deuda por sector institucional (1990-2018)**  
(millones de dólares).



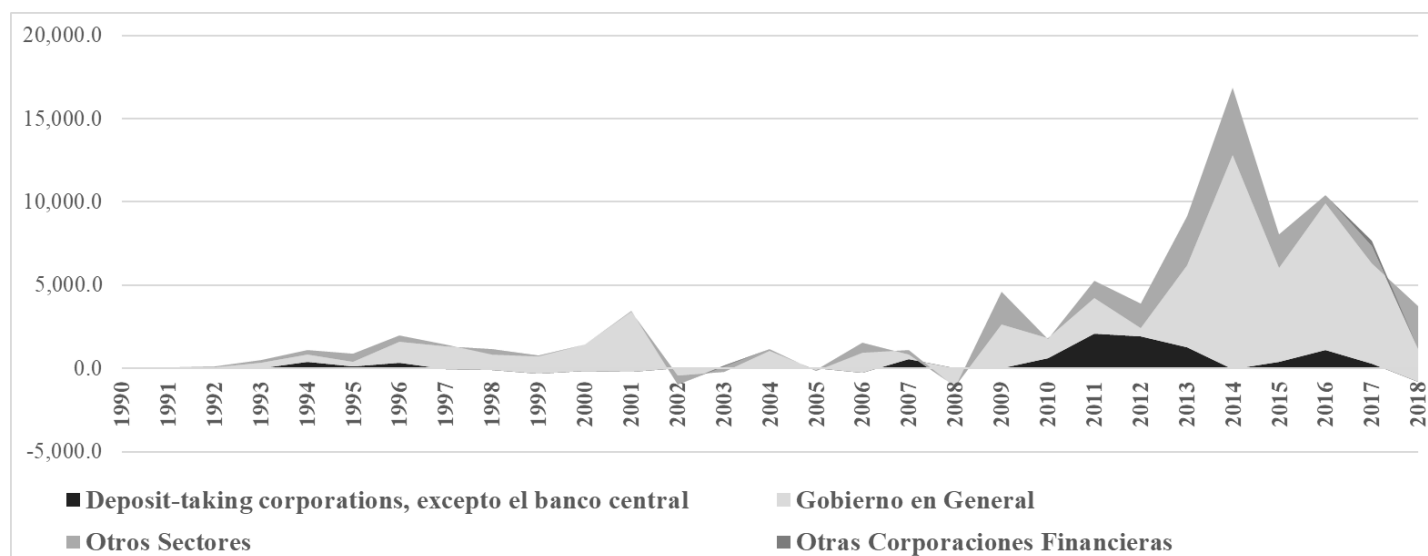
Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional, FMI. Balance of Payments and International Investment Position Statistics. <https://bit.ly/32IjZdW>

**Gráfico 21. Perú. Emisiones de Valores de Deuda por sector institucional (1990-2018)**  
(millones de dólares).



Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional, FMI. Balance of Payments and International Investment Position Statistics. <https://bit.ly/32IjZdW>

**Gráfico 22. Colombia. Emisiones de Valores de Deuda por sector institucional (1990-2018)**  
(millones de dólares).



Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional, FMI. Balance of Payments and International Investment Position Statistics. <https://bit.ly/32IjZdW>

Los mercados de títulos de deuda están dominados casi en su totalidad por los bonos que se emiten desde el sector público o gubernamental. Si bien los bonos corporativos han aumentado, estos no constituyen uno de las principales emisores de títulos y valores de deuda regional. Por ello, mencionan Vera y Titelman, “los mercados de bonos privados permanecen en general poco profundos en términos relativos y también poco líquidos”, una situación en la que poco se ha podido avanzar en oposición a lo que plateaban las tesis de la liberalización económica. Mientras el stock total de bonos emitidos por el gobierno absorbe la mayor parte de la liquidez, tanto interna como externa, lo cual limita que puedan ser canalizados hacia otros sectores o actividades productivas, la política económica formulada desde el gobierno, pasa a depender de “las perspectivas de rentabilidad de los inversionistas, en específico los externos.” (Vera & Titelman, 2013, pág. 25)

La ampliación entonces de la base inversora en los sistemas financieros periféricos está fuertemente ligada con la emisión de bonos de deuda gubernamentales asociada a operaciones de compra-venta con una cada vez mayor relevancia de los inversionistas institucionales: Fondos de Pensiones, Fondos Mutuos y Compañías de Seguros. Este tipo de inversores, nos plantean los autores, “[...] dada su estructura de pasivos, son demandantes

naturales de activos de largo plazo y por ende podrían contribuir a desarrollar los mercados tanto accionarios como de deuda corporativa de mediano y largo plazo.” Sin embargo, sus carteras están colmadas de títulos y activos de renta fija, particularmente de “títulos de deuda pública y/o depósitos bancarios” con lo cual han contribuido a la heterogeneidad del financiamiento por segmentos dejando de lado a las empresas micro, pequeñas y medianas, pero también a otras empresas de mayor tamaño que recurren al escaso subsistema bancario para dotarse de capital. (Vera & Titelman, 2013, pág. 31)

Los inversionistas se han concentrado en el fondeo de las grandes empresas y en la reinversión de utilidades entre filiales cuando se trata de inversiones a largo plazo, de lo contrario, son mayoritariamente inversiones de corto plazo que se colocan en los mercados secundarios dotados de liquidez por la emisión de bonos gubernamentales que fungen como colaterales de instrumentos titularizados.

Esto quiere decir que los inversionistas externos lejos proveer capital para la ampliación de la base productiva nacional del países en la región, se han concentrado en la acumulación de ganancia financiera que proviene de utilizar tasas de interés y primas de riesgo mayores en las periferias que en las naciones centrales, un práctica que se conoce como *arbitraje financiero*. Mientras que de manera interna, el financiamiento ha quedado en manos del sector bancario extranjerizado cuya base crediticia se concentra en préstamos de corto plazo al consumo, vía nómina, tarjetas de crédito y préstamos personales. Créditos que lejos de cubrir las necesidades de financiamiento de las sociedades para proyectos productivos de inversión se concentran en la obtención de ganancia vía intereses y comisiones.

### ***3.2. Nuevo siglo, nueva crisis: América Latina ante la crisis subprime 2007-2009***

La transición del s. XX al XXI en América Latina estuvo marcada por la inestabilidad del largo proceso de reestructuración económico-financiera que produjeron décadas de endeudamiento externo como resultado del importante incremento de liquidez a nivel global, el consecuente auge de crédito y las súbitas alzas a las tasas de interés de referencia. Ya en el nuevo siglo, se experimentó otro aumento en la liquidez global a principios gracias al

aumento de los precios en materias primas<sup>64</sup>, así como por las innovaciones financieras asociadas a la titulización de deuda motivadas por un amplio mercado de productos financieros que utilizaron como subyacente no sólo la deuda de países emergentes sino también los productos primarios para la obtención de cobertura de riesgos y diversificación de carteras. (Guillén H. , 2013, pág. 362) Sin embargo, los riesgos financieros asociados a la titulización se incrementaron junto a la inestabilidad de los mercados financieros interconectados.

Bajo este contexto, las grandes empresas transnacionales financieras y no financieras continuaron expandiendo sus mercados vía la monopolización incrementando su dependencia por el financiamiento vía la titulización y la obtención de rendimientos y beneficios desde los mercados financieros. Como reconoce Wray (2009), siguiendo a Hyman P. Minsky y su hipótesis de la inestabilidad financiera, la proliferación de unidades económicas con esquemas de financiamiento ponzi han detonado una mayor inestabilidad y constantes crisis financieras de índole mundial, lo que ha resultado en una forma particularmente inestable del capitalismo del dinero manejado o gerencial (*The money manager capitalism*<sup>65</sup>).

Bajo esta forma del capitalismo es que han tenido lugar los tres últimos excesos especulativos del s. XXI: 1. *The dot-com boom*, o el auge y posterior crisis de las *punto com* en 2001, que ante el desarrollo de la informática y el internet de finales del s. XX elevó la cotización de acciones vinculadas con *start-up's* o emprendimientos de compañías especializadas en tecnologías, internet y cómputo sin antecedentes financieros rentables; 2.

---

<sup>64</sup> El incremento de los precios en las materias primas se explica fundamentalmente por el auge de la economía China. Si bien, tradicionalmente los países asiáticos han fungido como grandes competidores para el subcontinente americano en términos de la exportación de bienes intensivos en mano de obra a bajo costo, una vez entrado el s. XXI el crecimiento de la demanda China por materias primas así como productos minerales principalmente metales y petróleo, llevó a las economías de la región a incrementar sus exportaciones de manera extraordinaria hacia el Oriente. (Guillén H. , 2013, págs. 361-362) Proceso que algunos autores han identificado como consecuencia de la desindustrialización de América Latina que se llevó a cabo con el cambio de modelo de desarrollo de la industrialización dirigida por el Estado hacia un modelo de supuesto desarrollo sustentado en las actividades de exportación de bienes agrícolas y mineros. (Bértola & Ocampo, 2013)

<sup>65</sup> Randall Wray no utiliza el término financiarización en su análisis como si lo hacen otros economistas de la escuela post-keynesiana. Para él, siguiendo muy de cerca las ideas de H.P. Minsky, la nueva etapa en el desenvolvimiento del capitalismo con predominancia del capital financiero a nivel global, y particularmente en los Estados Unidos, es entendida como “[...] The Money Manager Capitalism, en el que los propietarios inmediatos de una gran proporción de instrumentos financieros son fondos mutuos y de pensiones. (y) El rendimiento total de la cartera es el único criterio utilizado para juzgar el desempeño de los administradores de estos fondos, lo que se traduce en un énfasis en el resultado final en la gestión de las organizaciones empresariales.” Y de en la dinámica de la economía en general. (Wray, 2009, pág. 814)

*The real estate boom*, o el auge y crisis inmobiliaria de 2007-2009, asociada al mercado estadounidense de las hipotecas *subprime* (*securitized mortgage product*) esencial en el modelo de "originar y distribuir"; y 3. *The commodities boom*, o el auge y crisis de los productos básicos, cuyos precios internacionales alcanzaron máximos histórico durante los primeros años del s. XXI, lo cual los llevo a ser objeto de prácticas de titulización como la emisión de *securities* o futuros de *commodities* (productos financieros derivados) que fueron adquiridos principalmente por grandes fondos de pensiones y fondos de cobertura altamente apalancados para especular con ellos. (Minsky H. , 2008) (Wray, 2009) Burbujas financieras cuyo origen puede ser rastreado en un auge de requerimientos por financiación impulsados por instrumentos y prácticas financieras innovadoras que se desprenden de la titulización de deudas que caracteriza al patrón de acumulación conducido por las finanzas.

La mayor de estas burbujas financieras vinculada al auge inmobiliario en los Estados Unidos (*Crisis subprime 2007-2008*) mostró la debilidad del patrón de acumulación que se sostiene en la ganancia financiera. Las innovaciones financieras del sector de la vivienda durante la última década expandieron en gran medida la disponibilidad de crédito y elevaron los precios de los activos, alentando las oportunidades de ganancias y un mayor riesgo, haciendo del sector un gran casino global. De acuerdo con Guillén (2013), las crisis se transmiten de una economía nacional a otra a través de canales reales o financieros tales como: las variaciones de los precios de las mercancías y de los títulos, los movimientos de capital a corto plazo, las modificaciones de la tasa de interés, las variaciones de los stocks mundiales de mercancías, las variaciones en las remesas de los trabajadores migrantes, así como el contagio psicológico, entre otras. La crisis financiera *subprime* se propagó así, al mundo entero, a través de cuatro mecanismos:

1. El financiero. Aquellos inversionistas e instituciones fuera de los Estado Unidos que habían adquirido previamente productos tóxicos que contenían los créditos impagables *subprime*, fueron los primeros en resentir la crisis.

2. El comercial. La drástica caída económica que prosiguió al desastre financiero se vio reflejada en la caída de las importaciones tanto de Estado Unidos como de los países involucrados en la crisis. Este canal es particularmente grave para América Latina ya que países como México, gran parte de Centro América, Colombia y Perú que dependen de las



exportaciones hacia dicho mercado. Lo mismo ocurrió con Brasil, Argentina y Chile pero en cuanto a sus exportaciones a Europa.

3. Las expectativas. Tal como lo describió Keynes desde principios del s. XX, las expectativas de ganancia son un factor clave para el desenvolvimiento económico de las sociedades. Cuando se avizora un futuro turbulento las inversiones se paran, el crédito se constriñe, los recortes al gasto se generalizan (bajo la política económica ortodoxa producto del Consenso de Washington) y como resultado se autocumple la temida depresión económica.

4. El financiamiento externo, que se paraliza afectando a las economías más pequeñas que no cuentan con reservas de divisas suficientes para hacer frente a sus compromisos.

Así, para las economías de la región, la contracción económica en las naciones centrales hace evidente la vulnerabilidad de las relaciones con la periferia, quienes además de lidiar con el canal de transmisión no. 3, se vuelven sustanciales las restricciones externas a causa de los canales 2 y 4. Los modelos de desarrollo orientados hacia las exportaciones que se implementaron durante las últimas cuatro décadas volvieron más vulnerables a las naciones latinoamericanas que dejaron de lado el papel del mercado interno y establecieron fuertes vínculos con el exterior. Dando como resultado restricciones externas como: Incremento en el déficit de la cuenta corriente, aumento de la deuda externa como porcentaje del PIB, reducción de las reservas cambiarias y de las exportaciones e importaciones. (Guillén H. , 2013, pág. 359)

Y si bien, durante los años de 2003 a 2008, América Latina experimentó ritmos de crecimientos económico no observados desde la década de 1970, registrado ligeros superávits en cuenta corriente, además de una mayor recepción de inversión externa (Gráficos 23 a 28); este periodo de bonanza por factores de origen externo no tardó en deshacerse una vez desatada la crisis de titulización de los créditos hipotecarios en los Estados Unidos. De acuerdo con Guillén, H. (2013), en esta ocasión de crisis, los bancos latinoamericanos fueron poco afectados por los productos financieros tóxicos que le dieron origen. La vulnerabilidad de la región se presentó particularmente en fluctuaciones de los tipos de cambio a causa de la momentánea y abrupta salida de capitales que tuvo lugar entre 2007-2009 (Gráficos 23 a 28). Posteriormente, la necesidad de recurrir a los mercados financieros internacionales para refinanciar los compromisos externos y la caída de las exportaciones fueron parte de las

consecuencias que se observaron en la región. Y pese a que la acumulación de reservas en activos externos fue uno de los resultados del proceso de reestructuración de deuda externa para contrarrestar la depreciación de los tipos de cambio durante los años previos, esta medida no redujo la dependencia por financiamiento externo sino que, por lo contrario, era parte de la misma dependencia a causa de lo que Guillén denomina como *motivo mercantilista*<sup>66</sup> asociado a la enfermedad holandesa que implica restricciones provenientes de un endeudamiento externo en moneda foránea.

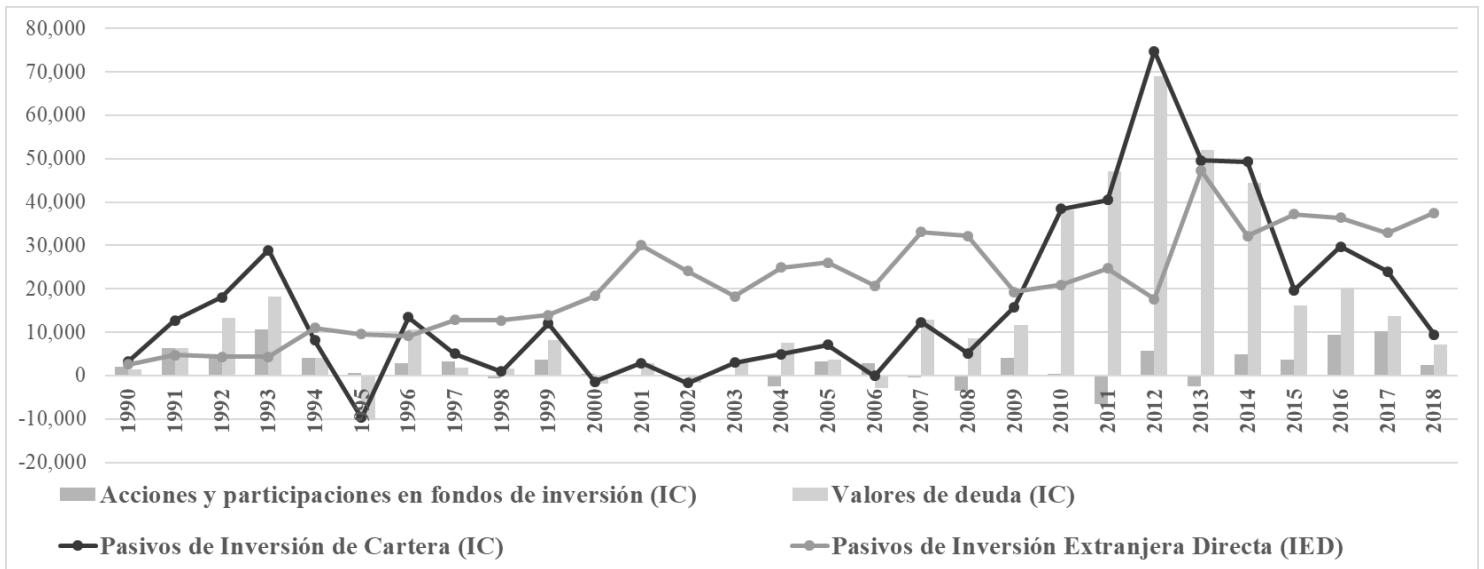
La falta de liquidez momentánea en los bancos locales, filiales de los bancos transnacionales, fue a causa de la repatriación de capitales hacia las matrices centrales que a su vez enfrentaron fuertes restricciones de liquidez a causa de los incumplimientos de pago (caída en los flujos de efectivo) de los productos financieros chatarra. Los sistemas financieros periféricos fueron un factor determinante para sostener al subsector bancario internacional. Factor que, sumado a las tradicionales políticas contraccionistas y de disciplina fiscal, agravó la contracción de la inversión en América Latina, que para el año 2019 presentó una caída del 41.8% respecto al año anterior. Mientras que los canales productivos de transmisión se reflejaron en una reducción de los precios en los productos básicos, una caída en la demanda externa de los bienes y servicios regionales, así como una disminución en la inversión extranjera directa.

De acuerdo a los Gráficos 23 a 28, los seis países más grandes de la región, Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia y Perú, posterior a la crisis subprime de 2007-2009 fungieron como válvula de escape a los flujos de capital, tanto de IED como de IC, que comienzan un camino hacia el alza como mecanismo para valorizar los capitales que ante la crisis salen de los mercados centrales a causa de las bajas expectativas de ganancia. Después de una caída momentánea en la liquidez regional se observa una recuperación progresiva, en particular sobre la contratación de valores de deuda en calidad de inversión de cartera, es decir, flujos financieros de corto plazo.

---

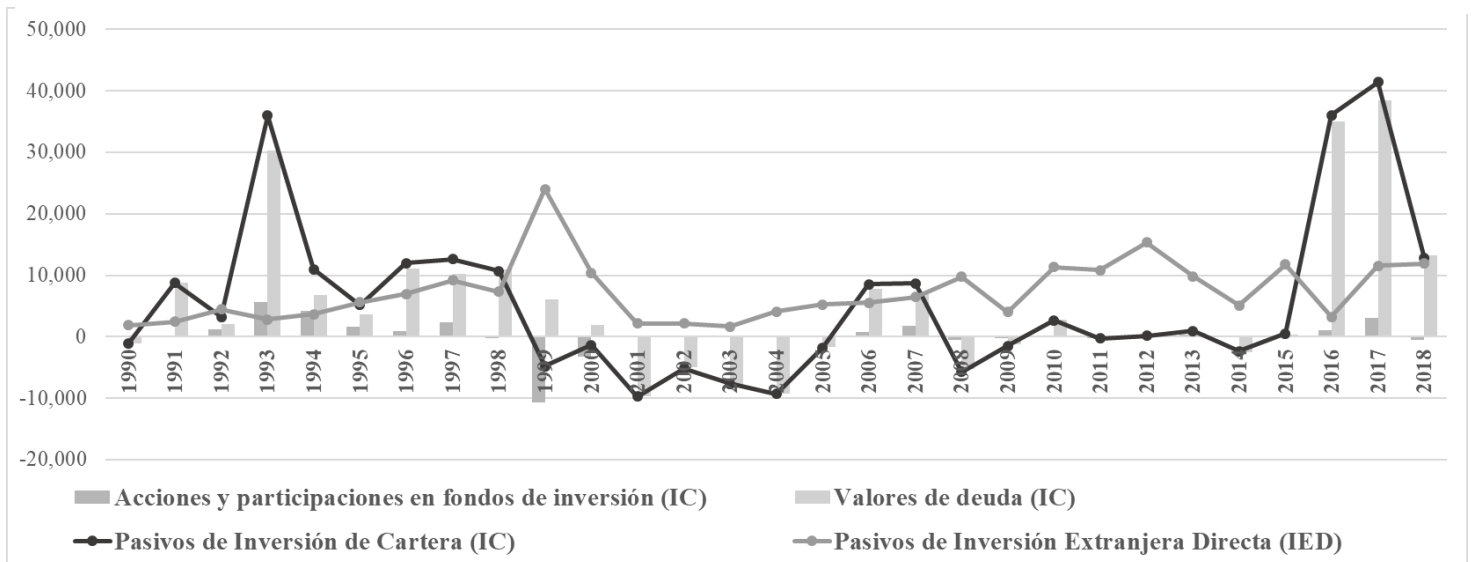
<sup>66</sup> El *motivo mercantilista* descrito por Guillén, H. (2013) hace referencia a la antiquísima idea de impedir la salida de capitales como motivo de precaución para que la moneda local no se deprecie. Sin embargo, hay que diferenciar entre la forma de constituir reservas gracias a los excedentes comerciales y financieros como sucede en naciones desarrolladas, en contraste con la constitución de reservas a partir de la entrada de capitales vía inversión extranjera y de cartera, como sucede en las naciones periféricas o subdesarrolladas. Cuya ostentación de un alto nivel de reservas, implica por un lado, contener una depreciación que sea favorable para estimular las exportaciones, al mismo tiempo que, implica un costo de oportunidad sobre el no uso de estos recursos con motivos productivos en la economía doméstica.

**Gráfico 23. México. IED vs. IC y sus destinos (1990-2018) (millones de dólares).**



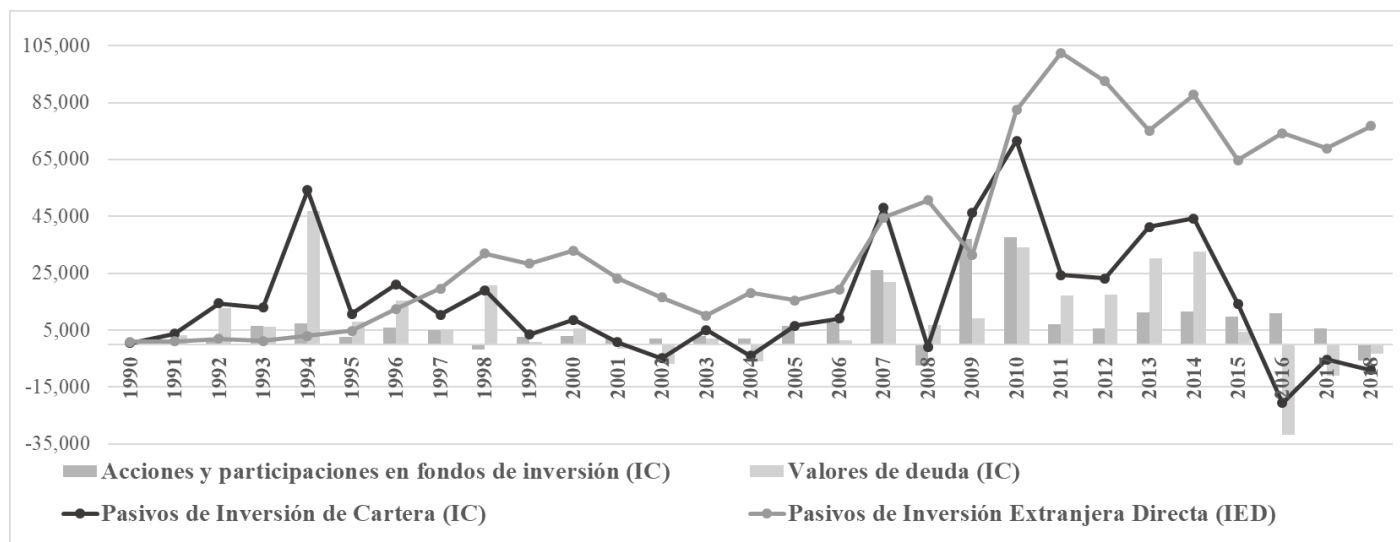
Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional, FMI. Balance of Payments and International Investment Position Statistics. <https://bit.ly/32IjZdW>

**Gráfico 24. Argentina. IED vs. IC y sus destinos (1990-2018) (millones de dólares).**



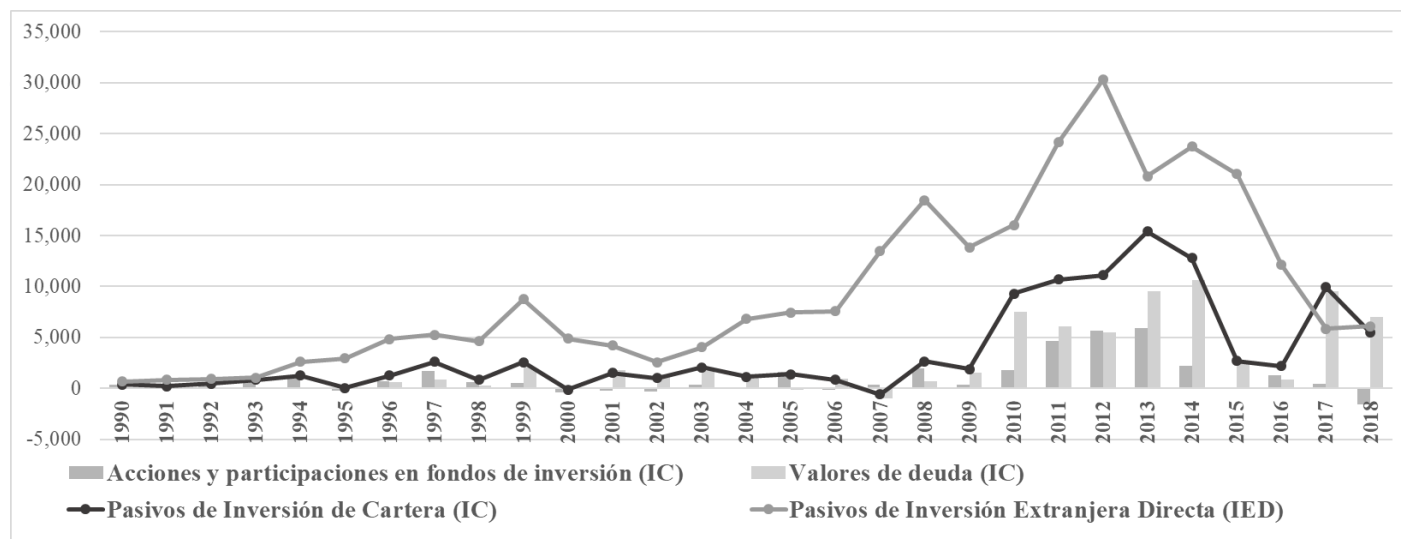
Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional, FMI. Balance of Payments and International Investment Position Statistics. <https://bit.ly/32IjZdW>

Gráfico 25. Brasil. IED vs. IC y sus destinos (1990-2018) (millones de dólares).



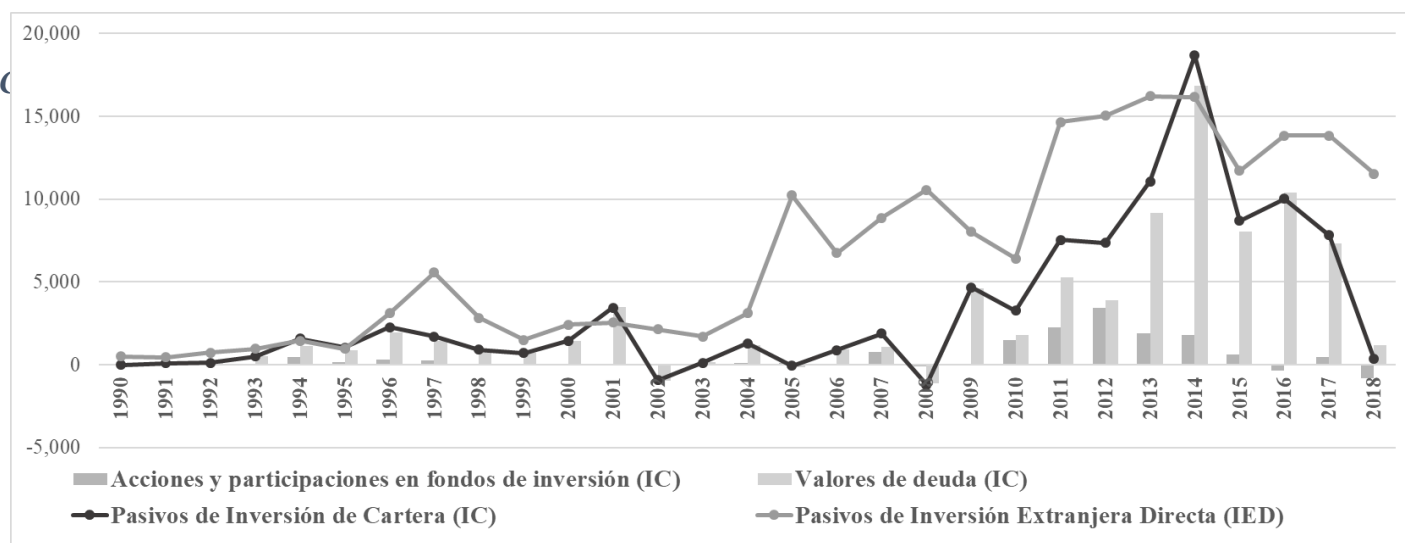
Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional, FMI. Balance of Payments and International Investment Position Statistics. <https://bit.ly/32IjZdW>

Gráfico 26. Chile. IED vs. IC y sus destinos (1990-2018) (millones de dólares).



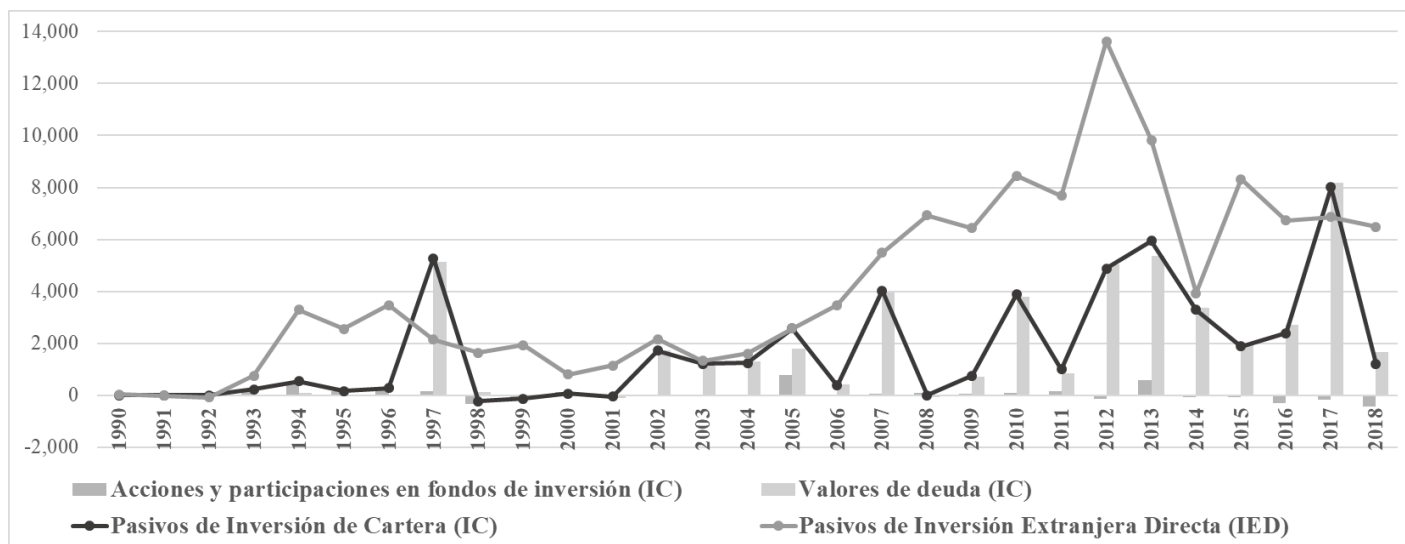
Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional, FMI. Balance of Payments and International Investment Position Statistics. <https://bit.ly/32IjZdW>

**Gráfico 27. Colombia. IED vs. IC y sus destinos (1990-2018) (millones de dólares).**



Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional, FMI. Balance of Payments and International Investment Position Statistics. <https://bit.ly/32IjZdW>

**Gráfico 28. Perú. IED vs. IC y sus destinos (1990-2018) (millones de dólares).**



Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional, FMI. Balance of Payments and International Investment Position Statistics. <https://bit.ly/32IjZdW>

### ***3.2.1. Regionalización comercial y financiera post-crisis***

La gran crisis que estalla desde el año 2007 y que se vuelve incontenible en 2008 al interior del centro financiero mundial está asociada con una profunda interconexión de los mercados que se construyó para descentralizar los riesgos financieros esparciéndolos por el mundo al mismo tiempo que concentró las ganancias productivas y financieras en un puñado de empresas transnacionales financieras. Estas condiciones deprimieron aún más a las economías que ya arrastraban un tortuoso camino de lento crecimiento y estancamiento productivo a causa de las políticas neoliberales de austeridad y el exacerbado crecimiento del sector financiero que constriñe los mercados internos de consumo y la inversión doméstica.

Posteriormente al estallido de la crisis, a partir del año 2010,

la recomposición económica avanza por la vía de una acelerada centralización de activos preexistentes y de la expansión en el mercado a través de imponer una competencia férrea que incluso ha impulsado las fusiones y adquisiciones como la forma de expansión de la inversión. [...] (Donde) la propiedad de las corporaciones ha venido cambiando muy aceleradamente, [...] Los acuerdos comerciales y de inversión han sido y continúan siendo uno de los soportes más socorridos para buscar alivio a la crisis [...] Los tratados han venido facilitando la expansión y los negocios de las corporaciones, además de proteger los derechos de propiedad, también protegen la producción de rentas y sus transferencias. (Correa, 2017, pág. 176)

Así, la gran crisis financiera de inicios del s. XXI trajo consigo un reacomodo de las relaciones comerciales y de inversión a nivel mundial sostenido por una ola de regionalización económico-financiera a través de la conformación de bloques en torno a naciones centrales. Es decir, una regionalización del proceso de acumulación que se sostiene sobre relaciones de poder entre un centro hegemónico y su periferia compuesta por países subdesarrollados. De acuerdo con Correa (2017) y Briceño (2010), (2013) y (2018), para el caso específico de América Latina este proceso de reestructuración económica postcrisis subprime ha resultado en la fragmentación interna de la región en la disputa entre dos naciones centrales. Por una lado, los Estados Unidos como promotor de un proyecto o bloque

económico que podemos denominar como: *regionalismo abierto* o *nuevo regionalismo*<sup>67</sup>. En clara oposición al proyecto liderado por China como nueva potencia mundial.

El *nuevo regionalismo* o *regionalismo abierto* está representado por el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) suscrito entre Canadá, Estados Unidos y México en el año de 1994. Proceso de integración regional que se separa del modelo de integración tradicional que tuvo lugar en América Latina durante los años de 1960 y 1970 en el contexto del programa de desarrollo dirigido por el Estado para promover la integración que favoreciera la industrialización regional. El TLCAN, por el contrario, no pretendió una integración multilateral. La apuesta desde los Estados Unidos por tratados de libre comercio (TLC's) negociados de manera bilateral en la región latinoamericana se concibe como un paso previo hacia una mayor apertura global que consolide los procesos de liberalización y desregulación económica.

Estos procesos de regionalización que se sustentan en los TLC's buscan una *integración profunda* que plantea la regulación de sectores como la propiedad intelectual, las compras gubernamentales y las normas ambientales y del trabajo relacionadas con el comercio. Una modalidad de integración que no parte de la igualdad de condiciones, sino que busca, consolidar mercados comerciales y financieros en beneficio de los intereses de Los Estados Unidos bajo una relación asimétrica. Una modalidad que Briceño denomina como “Norte-Sur”.<sup>68</sup>

Dentro de las peculiaridades en este tipo regionalismo se encuentra la adopción de normas bastante rígidas sobre las inversiones, los servicios, las compras gubernamentales y la propiedad intelectual, conocidas como *reglas OMC plus* donde no existe normativa sobre

---

<sup>67</sup> De acuerdo con Briceño, “El regionalismo abierto y el nuevo regionalismo económico comparten la premisa de que el objetivo de la política de integración es la inserción nacional en la economía global y el mecanismo clave estriba en las reducciones arancelarias universales y automáticas, independientemente del nivel de desarrollo de los Estados participantes. se estaban aplicando en varias regiones en desarrollo o en transición del comunismo. [...] promovido el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo. La integración se convirtió esencialmente en un componente de la estrategia económica imperante en una época que promovía la liberalización y desregulación para permitir un adecuado funcionamiento de los mercados. Lo anterior estaba en línea con lo propuesto por el Consenso de Washington [...] (Briceño, 2018, págs. 71-73)

<sup>68</sup> Para Briceño, J. (2010, 2013, 2018) este esquema de regionalismo que se consolida con el TLCAN es parte del modelo para la formación de un Área de Libre Comercio de las Américas (ALCA) que ha tenido lugar en el continente americano como una vía para reforzar el poder económico y político de Estados Unidos sobre la región latinoamericana. Un proceso que ante el estancamiento económico y dificultades de la postcrisis, ha optado por suscribir diversos TLC's manteniendo su negociación bilateral con regiones y países como, Centroamérica y la República Dominicana (CAFTA+DR, por sus siglas en inglés) en 2004, con Chile también en 2004, con Perú en el año 2006 y con Colombia para el año 2011.

anti-dumping<sup>69</sup>, y cuya finalidad en concreto es mantener relaciones de dependencia económica entre “Norte-Sur” o “desarrollo-subdesarrollo”. El tema del desarrollo desaparece de la agenda de integración regional y su principal función estriba en contribuir a profundizar la fragmentación de América Latina profundizando la naturaleza asimétrica de las relaciones económicas entre países centrales y periféricos en torno a la hegemonía estadounidense.

### **3.2.2. *Del Arco a la Alianza del Pacífico: el regionalismo neoliberal***

Posterior a la firma del TLCAN los esfuerzos desde los Estados Unidos por consolidar su hegemonía política y económica en América Latina no desistieron. Entre los años de 2004 a 2006 la propuesta de promover mecanismo de cooperación e integración bajo la lógica neoliberal de liberalización de la cuenta de capital y desregulación comercial y financiera a ultranza se concretó la firma de TLC's con Centro América y la República Dominicana, Chile, Perú y Colombia. Conjunto de países que a diferencia de otras naciones latinoamericanas tuvieron una continuidad en las políticas inspiradas en el Consenso de Washington. Coincidentemente, estos países identificados con las políticas neoliberales se encuentran ubicados en la ribera del Pacífico latinoamericano, cuya “[...] estrategia de desarrollo hacia afuera se basa en buena medida en la necesidad de conquistar nuevos mercados.” (Briceño, 2010) para las exportaciones, es decir, la continuidad de un modelo de desarrollo orientado hacia el exterior.

Las iniciativas desde la visión del *regionalismo abierto* han constituido un esfuerzo por diferenciarse de proyectos alternativos que, desde Venezuela con Hugo Chávez plateaban un esquema de integración “Sur-Sur” para el desarrollo a inicios del s.XXI. En lugar de esta vía, países como Perú buscaron una nueva estrategia de regionalismo lejos la “propuesta antisistémica” identificada con los gobierno progresistas de la región. Así, en el año 2006, Alan García, presidente del Perú promovió vínculos comerciales con los países de la costa del Pacífico latinoamericano, desde México hasta Chile, con miras a la creación de una zona

---

<sup>69</sup> De acuerdo con la Organización Mundial del Comercio (OMC) en el Acuerdo relativo a la Aplicación del Artículo VI del Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio de 1994, “[...] se considerará que un producto es objeto de dumping, es decir, que se introduce en el mercado de otro país a un precio inferior a su valor normal, cuando su precio de exportación al exportarse de un país a otro sea menor que el precio comparable, en el curso de operaciones comerciales normales, de un producto similar destinado al consumo en el país exportador.” (OMC, 1994)



de libre comercio<sup>70</sup>. El resultado de esta nueva iniciativa del *Foro de la iniciativa de la Cuenca del Pacífico latinoamericano*<sup>71</sup> o Arco del Pacífico, fue una serie de negociaciones que utilizarían los TLC's existentes entre los países miembros para lograr una convergencia gradual que complementara la integración con los Estados Unidos, siguiendo a pie de letra el enfoque de integración abierta.

Este proceso de integración del Arco del Pacífico como iniciativa regional desde América Latina encontró límites cuando se estableció un acercamiento con la Cuenca del Pacífico asiático y en particular con China. Una decisión que no fue del agrado de los Estados Unidos, quienes en aras de mantener el dominio político-económico en la región, promovió otra iniciativa con las principales economías de la región del Pacífico latinoamericano, el mes de Abril de 2011 con la firma de la Declaración de Lima, para dar inicio a la Alianza del Pacífico (AP) con cuatro países miembros: Colombia, Chile, Perú y México. Si bien este nuevo acuerdo no incluye la normas *OMC plus*, estas están dadas por medio de los tratados de libre comercio que cada país ha suscrito bilateralmente con los Estados Unidos, por lo que se propone homologar los acuerdos ya existentes.<sup>72</sup>

---

<sup>70</sup> Ahondando en el tema, Briceño plantea que “Debido a la recepción positiva que encontró la propuesta en la mayoría de los países del Pacífico latinoamericano, el ministro de Comercio de Colombia, Jorge Humberto Botero, decidió convocar a una reunión en Santiago de Cali, en la cual se discutiría la creación del nuevo bloque regional. Este encuentro se realizó entre el 29 y el 30 de enero de 2007, con la participación de Colombia, Chile, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Panamá y Perú. Allí se formalizó la creación del Foro sobre la Iniciativa de la Cuenca del Pacífico Latinoamericano. En la Declaración de Santiago de Cali, como se denominó el documento oficial, se señala el compromiso de promover «acciones conjuntas que permitan una cooperación más dinámica de los países de la Cuenca del Pacífico Latinoamericano entre sí y conducentes a mayores acercamientos con el Asia Pacífico». El objetivo es «la facilitación y promoción del comercio, la promoción de inversiones, el aprovechamiento de los mercados y el mejoramiento de la competitividad, buscando elevar la calidad de vida de sus poblaciones»”. (Briceño, 2010, pág. 52)

<sup>71</sup> Así, “el Foro tendría una triple función. En primer lugar, actuaría como un bastión para defender las políticas económicas neoliberales aplicadas desde fines de los 80. En segundo lugar, sería una respuesta al «eje alba» y sus propuestas de crear un «eje antisistémico», no capitalista y antiimperialista. Finalmente, constituiría una instancia para tratar de institucionalizar un espacio regional a partir del cual negociar con los países del Asia Pacífico, en particular con China. (Briceño, 2010, pág. 55)

<sup>72</sup> Siguiendo las ideas del economista mexicano Antonio Gazol, “El 20 de julio del año 2015 entraron en vigor el Acuerdo Marco de la Alianza del Pacífico que había sido suscrito el 6 de junio de 2012 y el Protocolo Adicional a este acuerdo firmado el 14 de febrero de 2014 con lo que se institucionalizaba una Alianza cuya creación fue anunciada el 28 de abril de 2011. Planteado de otra manera: en abril de 2011 los primeros mandatarios de cuatro naciones latinoamericanas ribereñas del Océano Pacífico (Colombia, Chile, México y Perú) anuncian su decisión de aliarse para construir un espacio de integración económica, decisión que se formaliza quince meses más tarde con la firma del Acuerdo Marco que le da vida y que asume forma jurídica cuando cuatro años después entrare en vigor. El Protocolo Adicional es un complemento indispensable para el funcionamiento del Acuerdo Marco en su vertiente comercial.” (Gazol, 2017, pág. 19)

Algunos de los rasgos distintivos de la AP consisten lo que se ha denominado como acuerdos “de segunda generación”, relativos al comercio de servicios financieros, de transporte, telecomunicaciones, profesionales y de inversiones. Por ejemplo, negociaciones en materia de comercio electrónico para comerciar mediante el empleo de nuevas tecnologías de la información por medio de plataformas electrónicas. Además de un mecanismo de organización empresarial que bajo el nombre de Consejo Empresarial de la Alianza, a partir del año 2012, tiene por objetivo promover regional y globalmente a las empresas de los miembros de la AP para “desarrollar recomendaciones y sugerencias a los gobiernos para mejorar el funcionamiento de la Alianza; y sugerir los mecanismos pertinentes para acceder a los mercados internacionales, en especial a los de la región Asia Pacífico”. (Gazol, 2017)

Por otra parte, dentro de las peculiaridades de la AP se encuentra también el lanzamiento del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), que como plantea Gazol, A. (2017) citando a su vez el acuerdo marco de la AP se trata de la “primera iniciativa de integración bursátil transnacional sin fusión o integración corporativa a nivel global, mediante el uso de herramientas tecnológicas y la adecuación y armonización de la regulación sobre la negociación de mercados de capitales y custodia de títulos en las tres naciones”. (Gazol, 2017, pág. 24)

La AP tiene la vista puesta en la región de Asia Pacífico pero sin China. Por lo que no parece fortuito que entrara en vigor tan sólo un mes antes de que se anunciara la conclusión de las negociaciones del Acuerdo de Cooperación Transpacífico (TPP, por sus siglas en inglés) que reúne a doce países entre los que figuran Estados Unidos, Canadá, Japón, Australia, Nueva Zelanda, Malasia, Brunei, Singapur y Vietnam. Una iniciativa lanzada desde el gobierno de Barak Obama de los Estados Unidos que tiene el propósito de “disciplinar” a China. (Gazol, 2017) (Marchini, 2019) (Ugarteche & Chaverría, 2014)

La AP, así como el TPP, se han convertido en respuestas directas a la dinámica actual de la economía mundial en un escenario postcrisis (2007-2009) que pretende establecer alianzas económicas y políticas ante la férrea competencia mundial por la ganancia. Al mismo tiempo que pretende dinamizar un proceso de acumulación regionalizado que se sostiene en la competencia de mercado entre dos las dos grandes potencias: China y Estados Unidos. Una dinámica, de acuerdo con Gazol (2017), donde “[...] un mayor dominio o influencia sobre los procesos económicos y de integración de las naciones subdesarrolladas como las

latinoamericanas pudiera significar el sostenimiento y consolidación, a mediano o largo plazo, del poder político y económico de China o bien, de los Estados Unidos; y por tanto su liderazgo a nivel mundial.”

El *nuevo regionalismo* del s. XXI en América Latina surge en un contexto de transición en la economía global que parece dirigirse hacia un mundo multipolar donde Asia juega un papel clave en términos comerciales y financieros, aunque por supuesto, también los es en términos políticos. (Marchini, 2019) Quedando claro que la AP como punta de lanza en este tónica de *regionalismo abierto* se define en parte por la disputa de la región de Asia-Pacífico en relación a un modelo de desarrollo neoliberal orientado a las exportaciones.

Así, (la AP) se fundamenta no tanto en una cercanía geográfica, sino en una visión económica y política común, en la cual destacan la ortodoxia macroeconómica y la búsqueda de una inserción internacional basada en el libre comercio. [...] (donde) Es notable la ausencia de políticas sectoriales de fomento más específicas o de una política industrial conjunta. (Marchini, 2019, págs. 77,99)

### ***3.3. Una tipología del desenvolvimiento económico de América Latina***

El enfoque neoliberal de desarrollo orientado por las exportaciones, la política de financiamiento a través de bonos, las reformas estructurales, el proceso de liberalización financiera y el nuevo regionalismo abierto han marcado profundamente el desenvolvimiento económico de América Latina. De esta manera la relación asimétrica entre naciones centrales y periféricas se han mantenido durante los años transcurridos en el s. XXI, asignándole a la región la condición de subdesarrollo económico para garantizar el proceso de acumulación en los centros económicos.

Bajo esta dinámica, históricamente el proceso de producción en América Latina se ha caracterizado como productor de materias primas e insumos de bajo contenido técnico garantizando un lógica extractivista que ha sido funcional al proceso asimétrico de acumulación global. Ante el cambio a un patrón de acumulación dominado por las finanzas en la actualidad la región ha mantenido su lugar subordinado en el proceso económico internacional aunque bajo nuevos mecanismos de extracción.

Dentro de la tradición del pensamiento económico latinoamericano encontramos algunos esfuerzos por establecer un análisis de acuerdo a tipologías que distingan los rasgos del

desarrollo económico que son más generales en la región. Si bien, esta es una tarea compleja, establecer una tipología a través del tiempo que sea capaz de resaltar los cambios estructurales se convierte en una necesidad por identificar los “[...] propios procesos de crecimiento económico, cambio estructural y transformación social (que) llev(en) a que nuevos aspectos adquieran relevancia y capturan mejor las diferencias existentes.” (Bértola & Ocampo, 2013, págs. 14,24)

En ese sentido, la propuesta de tipología que presentan Bértola y Ocampo (2013) hace énfasis en la matriz productiva de América Latina de acuerdo con la principal actividad económica: la explotación de recursos naturales. Actividad susceptible a las fluctuaciones de precios, así como de oferta y de demanda en el mercado mundial, ha condicionado el desarrollo económico regional a lo largo de su historia bajo una tendencia cíclica que se caracteriza por una alta volatilidad y es por tanto una amenaza constante para el desarrollo.

Desde ese análisis, los autores distinguen cinco características (el poder colonial, el tipo de mercado, el tipo de producto prevaleciente, el mercado de trabajo asalariado y el tamaño geográfico) para diferenciar tres subsistemas que conforman la región. (Tabla 16)

- a) El tipo de poder colonial. Intenta diferenciar las colonias de países fuertemente mercantilistas como España y Portugal, de las colonias principalmente inglesa.
- b) El tipo de mercado al que se vincula cada sociedad. Podemos distinguir aquí entre economías de exportación, economías subsidiarias de las economías de exportación, mercados nacionales y, finalmente, zonas de frontera o marginales.
- c) El tipo de producto prevaleciente, en particular en la actividad exportadora: centros mineros, producción agrícola o extracción forestal. Los diferentes productos tienen especificidades que determinan las posibles trayectorias tecnológicas y de la organización social.
- d) La conformación del mercado de trabajo asalariado. 1) Zonas “indoeuropeas” caracterizadas por una fuerte presencia de población indígena y mestiza, que habría de constituirse en los ejes de la estructura colonial, combinando el modo de producción de la hacienda con comunidades campesinas e indígenas y la minería. Algunas de estas zonas experimentaron hasta muy entrado el s. XX diversas formas de trabajo forzado. 2) Sociedades “euroafricanas” con fuerte presencia afrodescendiente predominantes en zonas de agricultura tropical pero también

algunas mineras donde la importación de esclavos el desarrollo de la economía esclavista y el complejo proceso de abolición de la esclavitud fueron determinantes.

C) Sociedades “euroamericanas” particularmente en regiones templadas de baja concentración de población original del Cono Sur cuya expansión demográfica se basa en la inmigración europea.

- e) El tamaño geográfico. Particularmente ya iniciado el s. XX y avanzados los procesos de industrialización dirigida por el Estado y diversificación productiva, el tamaño de los países adquirió un papel importante para determinar las posibles escalas de producción y sus oportunidades de diversificación productiva.

Desde esta lectura para una tipología latinoamericana, Bértola y Ocampo plantean un análisis general sobre la conformación socio productiva de los diferentes países que integran la región y que a su vez pueden ser catalogados de acuerdo a tres categorías: 1. Los países dominados por el complejo hacienda, comunidad indígena y minería en sociedades predominantemente indoeuropeas; 2. El complejo dominado por las plantaciones tropicales en sociedades por lo general afroamericanas; y 3. El complejo de sociedades euroamericanas orientadas a la producción agrícola de clima templado o a la minería. (Bértola & Ocampo, 2013, pág. 28)

Otro esfuerzo por clasificar el particular desenvolvimiento económico en América Latina proviene de la pluma de Vania Bambirra (1974). A diferencia de la anterior propuesta, Bambirra pretende una tipología para una época específica: la posguerra. Momento histórico que identifica bajo la “[...] Integración del capitalismo periférico con el capitalismo hegemónico especialmente el de los Estados Unidos, a través del nuevo carácter que asumen las relaciones económicas internacionales en función de [...] la expansión de los consorcios monopólicos multinacionales, lo que es el resultado de todo un complejo proceso de concentración, monopolización y centralización [...]”<sup>73</sup> (Bambirra, 1974, pág. 23)

---

<sup>73</sup> Para Bambirra las inversiones externas, tanto directas como de cartera, generan un sometimiento que se convierte en un círculo vicioso, ya que al recibir capitales, la región es descapitalizada transfiriendo el excedente generado. En sus propias palabras “Los préstamos hacen crecer el servicio de la deuda externa y ésta hace aumentar aún más los déficit e incrementar progresivamente la necesidad de más capital extranjero. En pocas palabras se puede decir lo mismo: las inversiones extranjeras provocan una descapitalización que exige nuevas inversiones extranjeras. El capital extranjero se convierte así en una necesidad intrínseca del funcionamiento del capitalismo dependiente y es a la vez, su componente descapitalizador y capitalizador. Es como el toxicómano: las drogas lo matan pero necesita de ellas para seguir viviendo.” (Bambirra, 1974, pág. 105)

**Tabla 16. Una tipología de economías latinoamericanas (hasta 1930)\***

	A. Indo-americanas	B. Afro-americanas	C. Euro-americanas	X. Grande	Y. Mediano	Z. Chico
<b>1. Agricultura desubsistencia y</b>						
<b>1.1. Con fuerte núcleo minero exportador</b>						
	Chile				Y	
	Perú				Y	
	México			X		
	Bolivia					Z
	Colombia				Y	
	Venezuela				Y	
<b>1.2. Sin fuerte núcleo minero exportador</b>						
	Ecuador					Z
	Paraguay					Z
	Guatemala					Z
	El Salvador					Z
	Honduras					Z
	Nicaragua					Z
<b>2. Agricultura tropical</b>						
		Brasil		X		
		Colombia			Y	
		Cuba				Z
		Rep. Dominicana				Z
		Venezuela			Y	
		Panamá				Z
			Costa Rica			Z
<b>3. Agricultura de clima templado</b>						
			Argentina		Y	
			Uruguay			Z
	Chile				Y	

\*Destacan: sur de Brasil; norte de México; costas peruanas y ecuatorianas; Caribe colombiano; Panamá como enclave logístico; los países cebroamericanos tienen agricultura tropical; Costa Rica es euroamericano.

1.A. (excepto Chile y Venezuela): Bolivia, Colombia, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá y Perú.

2.B y C: Brasil, Costa Rica, Cuba, Rep. Dominicana, Venezuela y Panamá.

3.A y C: Argentina, Chile, Uruguay.

Apartir de 1930

1. y 2.Z: Bolivia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Paraguay, Perú, Cuba, Rep. Dominicana, Panamá.

1. y 2. X y Y: Brasil, Colombia, México, Perú, Venezuela.

3.A y C y 2.C: Argentina, Chile, Uruguay.

Fuente: Bértola, L. & Ocampo, J. A. (2013) "El desarrollo económico de América Latina desde la independencia."

Como característica fundamental de la época, la autora describe el proceso de expansión de consorcios monopólicos transnacionales que concentran la producción y dirigen las cadenas globales de producción desde los Estados Unidos hacia la América Latina, cooptando los incipientes desarrollo industriales vía inversión extranjera como una forma de expresión de la continua *dependencia político-económica*<sup>74</sup> que define las relaciones entre un centro hegemónico y sus países periféricos. Una relación que determina un tipo específico de estructura económica, política y social, que identifica bajo dos tipos de estructuras:

1. Estructuras diversificadas, en las cuales aún predomina el sector primario-exportador, existiendo sin embargo, ya un proceso de industrialización en expansión. Y 2. Estructuras primario-exportadoras, cuyo sector secundario estaba compuesto aún casi exclusivamente por industrias artesanales. En estos casos, el proceso de industrialización será un producto de la integración monopólica mundial. (Bambirra, 1974, pág. 23)

Bambirra plantea la necesidad de clasificar las económicas latinoamericanas considerándolas como parte del sistema capitalista mundial y como resultado de un proceso de definición estructural que condiciona el desenvolvimiento específico de las mismas, bajo tres grandes grupos (Tabla 17):

**Países tipo A.** Se trata de estructuras económicas donde progresivamente el capital vía inversión extranjera penetra en el incipiente sector manufacturero local conduciendo nuevos sectores productivos por medio de los cuales desplaza a los productores nacionales a causa de la férrea competencia en términos de costos y capacidad técnica. La integración como filial o socio menor a una empresa multinacional. Para Bambirra, esto garantiza la constante salida de capitales hacia el exterior en forma de pago por comisiones, cuotas, regalías, etc., además de que condiciona el desarrollo de las fuerzas productivas con el centro hegemónico

**Países tipo B.** Mientras en los países de tipo A se ha formado una estructura industrial de carácter nacional, en los países del tipo B se dependió totalmente del capital extranjero sin restricción alguna. Sobre todo en los sectores estratégicos para el control de los productos

---

<sup>74</sup> Siguiendo las ideas de Theotonio Dos Santo, Bambirra define la estructura de *dependencia político-económica* entre Estados Unidos (centro) y América Latina (periferia), como: a) En primer lugar, debemos caracterizar la dependencia como una situación condicionante. La dependencia es una situación en la cual un cierto grupo de países tiene su economía condicionada por el desarrollo y expansión de otra economía a la cual la propia está sometida... Una situación condicionante determina los límites y posibilidades de acción y comportamiento de los hombres... b) De ahí podemos plantear nuestra segunda conclusión general introductoria: la dependencia condiciona una cierta estructura interna que la redefine en función de las posibilidades estructurales de las distintas economías nacionales. (Bambirra, 1974, pág. 8)

primarios y minerales de exportación, consolidando la matriz productiva agro-minera tradicional y en algunos casos, la maquila a través de filiales transnacionales. Mientras que el incipiente sector manufacturero se concentró en los países del tipo A que ya contaban con un nivel de desarrollo mínimo, las inversiones externas hacia los países del tipo B constituyeron una integración al proceso de producción global de acuerdo con la tradicional división internacional del trabajo a través de manufacturas intensivas en mano de obra para garantizar costos bajos y altas tasas de ganancias.

**Países tipo C.** Bambirra identifica a estas estructuras económicas como aquellas cuya estructura agraria para la exportación no observó una diversificación industrial incluso en la época de posguerra.

*Tabla 17. Tipología propuesta por Vania Bambirra (1974).*

<b>Tipo A.</b>	Argentina, México, Brasil, Chile, Uruguay y Colombia.
<b>Tipo B.</b>	Perú*, Venezuela, Ecuador, Costa Rica, Guatemala, Bolivia, El Salvador, Nicaragua, Honduras, República Dominicana y Cuba.
<b>Tipo C.</b>	Paraguay, Haití y Panamá

\*"Perú quizá fue el único que se encontraba en una situación límite debido al desarrollo de unas cuantas industrias en la década de los 30, pero eran más bien anuncios aislados de un proceso que sólo se expandirá a partir de la segunda mitad de la década de los 40." (pág. 26)

Fuente: Elaboración propia con datos de Bambirra, V. (1974) "*El Capitalismo Dependiente Latinoamericano*".

### ***3.4. Inestabilidad y crisis financiera: una tipología contemporánea para América Latina***

La lucha internacional por la ganancia a inicios del s. XXI está enmarcada por el patrón de acumulación de capital con preponderancia financiera. Para América Latina la política de financiamiento para el desarrollo que se sostiene la falacia de la necesidad de ahorro externo ha convertido a la región en territorios propicios para que las empresas financieras transnacionales operen y valoricen su capital. Esta dinámica ha sido evidenciada, sobre todo, posterior a la crisis financiera 2007-2009, estableciéndose bloques regionales de naciones asociados entre si por tratados comerciales y de inversión.



Todo esfuerzo por establecer una tipología contemporánea para América Latina debe tomar en consideración estas características sobre el desenvolvimiento económico de los últimos años, donde la región se ha visto transformada por:

1. La continuidad de una política de financiamiento para el desarrollo que se sostiene en flujos externos de inversión que implican un constante endeudamiento. Y que en la actualidad se sostienen bajo la política de fondeo vía la emisión de bonos en mercado financieros desregulados;
2. Los procesos de reforma internacional que hicieron de las relaciones monetarias y financieras un gran casino mundial para la valorización de capitales a través de la liberalización de las cuentas de capital y de la desregulación comercial y financiera;
3. La profundización de políticas de mercado que han reestructurado jurídica e institucionalmente las estructuras económicas internas de la región, asociadas a una política económica neoliberal; y
4. El proceso de acumulación de capital y competencia por la ganancia que se sostiene en el *nuevo regionalismo abierto*.

Para la tipología desarrollada a mitad del s. XX por Bambirra, el evento determinante de las relaciones económicas de la región hacia el exterior estuvo dado por las guerras mundiales, la crisis financiera *subprime* de 2007-2009 puede ser considerado como el evento determinante a principios del s. XXI. Donde, si bien Estados Unidos mantiene un papel central en términos políticos en buena parte de la región, la realidad es que también ha perdido alcance en términos económicos, comerciales y de inversión, sobre todo en el cono sur latinoamericano en favor de Europa y China.

La dependencia económica actual se caracteriza por la penetración del capital extranjero bajo un patrón de acumulación financiero. Donde las grandes empresas financieras transnacionales continúan monopolizando las nuevas tecnologías y operando bajo relaciones asimétricas de flujos de capital vía endeudamiento que impiden manejar internamente el propio excedente nacional, ya que este continúa siendo transferido hacia el exterior en forma de servicio de deuda y ganancias de las empresas matrices. Una descapitalización contemporánea se refleja en los déficit de la balanza de pagos, no sólo en déficit comercial

sino también a partir del déficit en la cuenta financiera, los cuales, necesitan de la importación cada vez mayor de ahorro externo por medio de más préstamos, y endeudamiento.

Al igual que Bambirra distingue en los acuerdos comerciales de la región con Estados Unidos, en su calidad de centro hegemónico, una continua descapitalización de la región a mediados del siglo pasado; en la actualidad hemos identificado el proceso de *nuevo regionalismo* que ha establecido mediante acuerdos comerciales y de inversión un trato privilegiado con los Estados Unidos, vía las normas OMC plus, para formar un bloque en la contienda global por la ganancia. Lo que Bambirra identificaba como una nueva dependencia regional hacia los Estados Unidos, a inicios del s. XXI es una condición que permanece y promueve la fragmentación en torno a al mismo centro hegemónico y sus principales corporaciones transnacionales, tanto financieras como no financieras.

Así, hemos identificado a los países que han permanecido en la continuidad de políticas neoliberales y bajo el modelo de desarrollo orientado a las exportaciones bajo un patrón de acumulación global financiarizado o conducido por las finanzas, han desarrollado tres principales consecuencias financieras que se asocian con una mayor inestabilidad financiera asociada con el tamaño de emisión de valores de deuda en mercados internacionales, en torno a:

- A. El endeudamiento en moneda externa bajo una Jerarquía Internacional de Monedas,
- B. El arbitraje financiero o fenómeno de *carry trade*, y
- C. El aumento de reservas internacionales asociado a la constante transferencia de recursos hacia el exterior.

### ***3.3.1. Jerarquía Internacional de Monedas.***

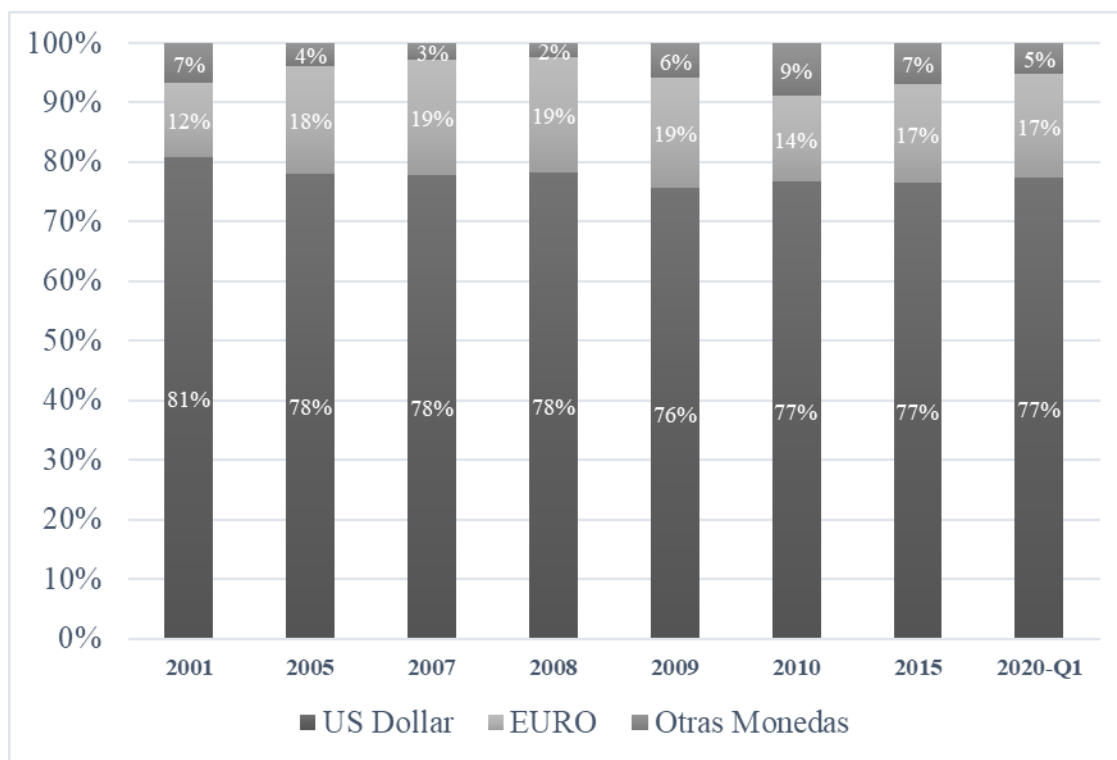
Con las reformas económicas de liberalización de la cuenta de capital y desregulación económico-financiera, la confrontación global por la ganancia se estableció como lógica dominante. Las direcciones que habrán de tomar los flujos de capital disponibles para su valorización se dan en función de los ingresos esperados con base en el arbitraje de tipos de cambio y los diferenciales de tasas de interés. Un proceso que revela la condición asimétrica de las estructuras económicas periféricas, ya que las desigualdades productivas que dan

origen a monedas débiles en el escenario mundial constituyen una amplia fuente de ganancia financiera. (Kaltenbrunner & Paineira, 2017) Una lógica que todo inversionista conoce a partir del aforismo: a mayor riesgo, mayor ganancia.

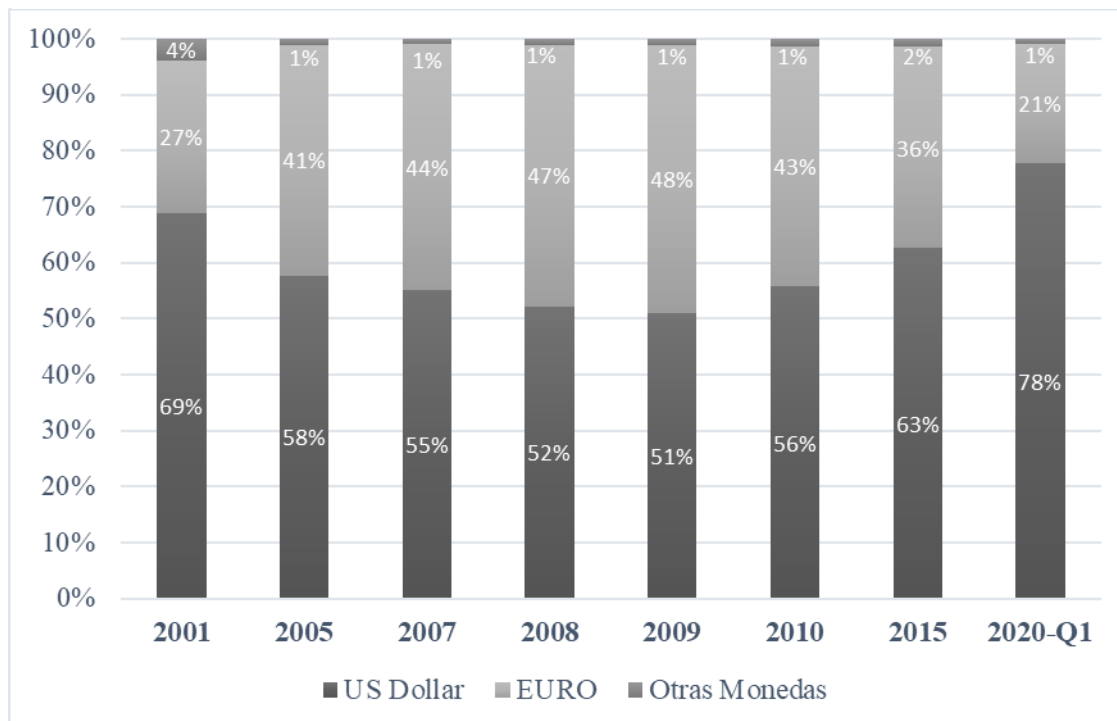
Las asimetrías del desarrollo capitalista que operan a partir del establecimiento de tipos de cambio flexibles y la apertura de la cuenta de capital ha establecido una Jerarquía Monetaria Internacional (JMI), que asigna niveles de aceptación a nivel global a diferentes monedas de acuerdo con sus rendimientos esperados y los costos que implica retenerlas. Los portafolios de inversión tienden a concentrarse en las monedas con mayor liquidez (mayor demanda en cuanto a dinero mundial), es decir, las divisas de los países centrales: dólar, euro, libra, yen, denominadas *top currencies* que ocupan un lugar preferente en las transacciones internacionales al estar indexados una gran cantidad de activos financieros a estas monedas, frente a las *bottom currencies* de países periféricos.

Las monedas latinoamericanas, con una prima de liquidez menor en los mercados globales secundarios, es compensada en tiempos de estabilidad con altos rendimientos a partir del diferencial de tasa de interés y menores costos de retención debido a la liberalización de la cuenta de capital. El coctel perfecto de lo que algunos autores como Eichegreen han denominado “original sin” o el pecado original de naciones periféricas, es decir, la incapacidad para endeudarse en su propia moneda por lo que recurren a la deuda denominada en moneda externa. (De Paula, Fritz, & Prates, 2017) (De Paula, Fritz, & Prates, 2018) En ese sentido, es de peculiar importancia resaltar que cuando se observa el total de valores de deuda emitidos por las seis principales economías de la región de manera particular, los valores de deuda que se han colocado en mercados internacionales son principalmente cotizados en dólares, ahondando el pecado original, tal como se demuestra en los Gráficos 29 al 34.

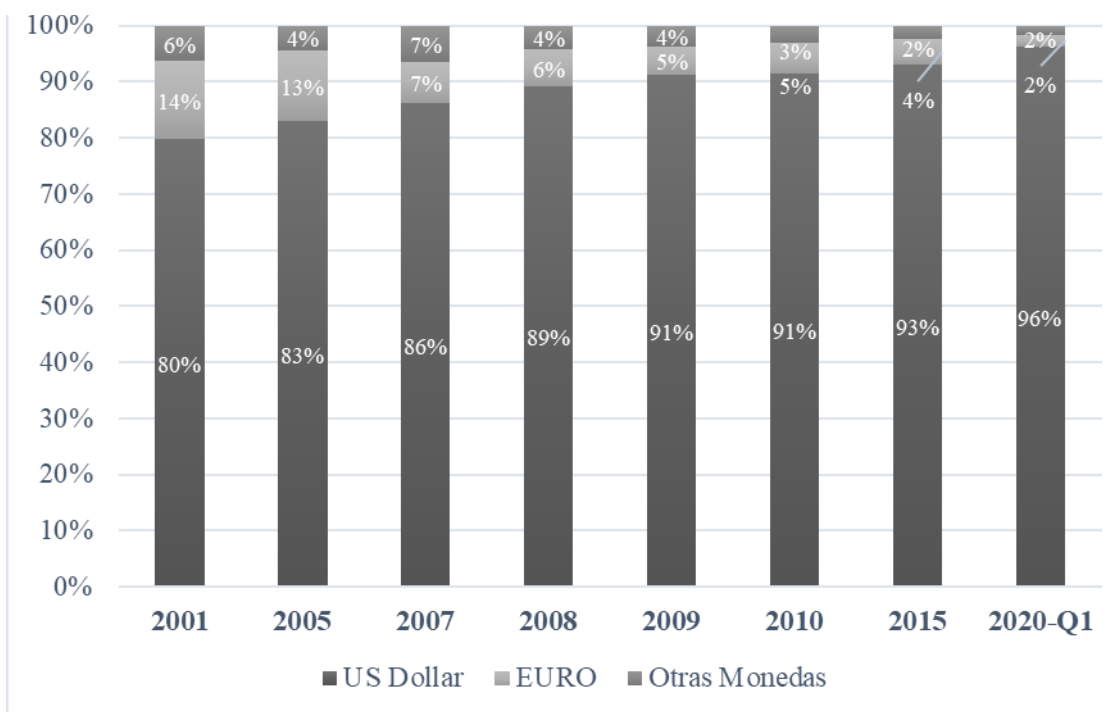
**Gráfico 29. México. Estructura Porcentual de Valores de Deuda emitidos en moneda externa, años seleccionados.**



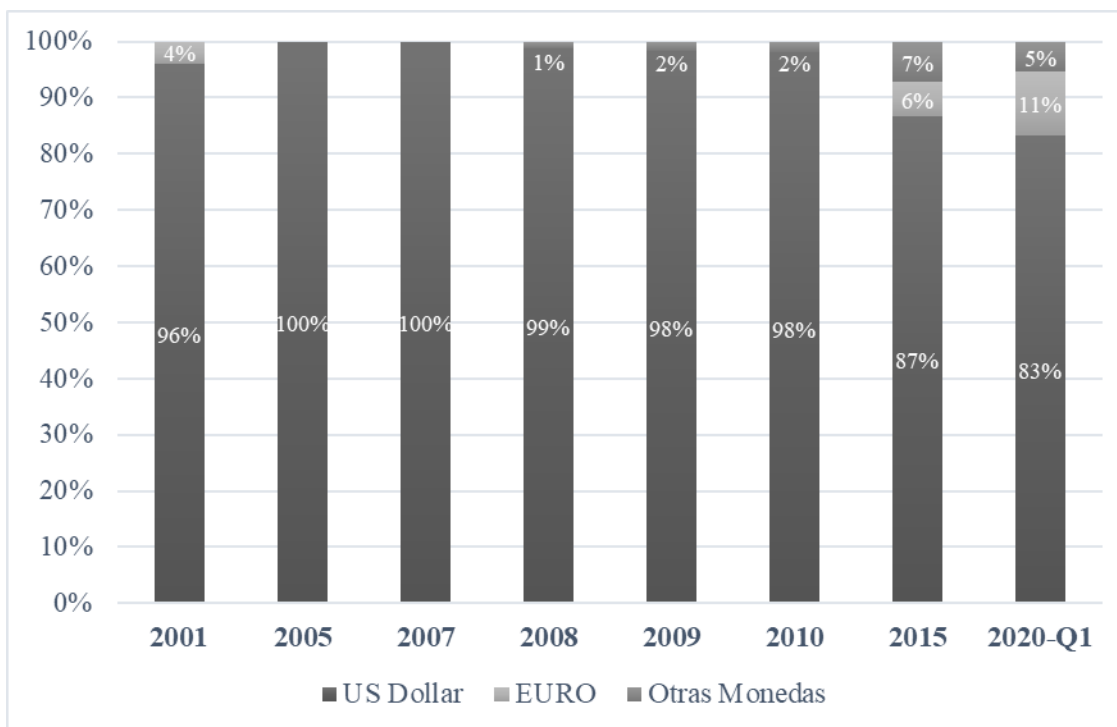
**Gráfico 30. Argentina. Estructura Porcentual de Valores de Deuda emitidos en moneda externa, años seleccionados.**



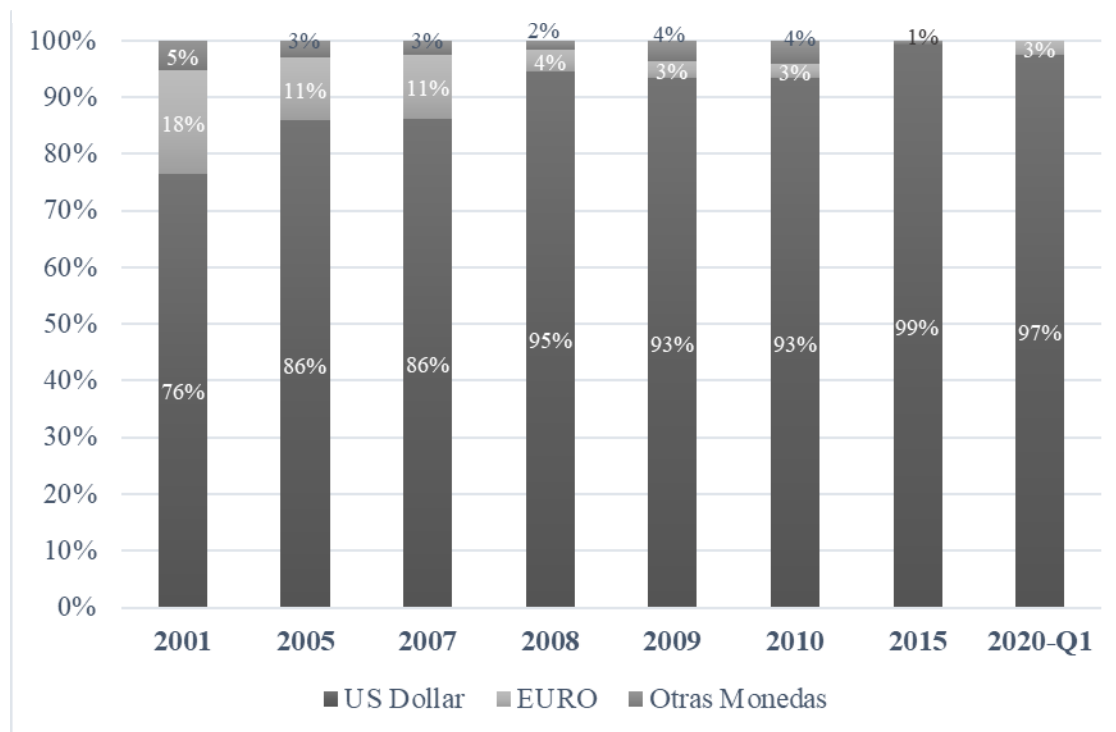
**Gráfico 31. Brasil. Estructura Porcentual de Valores de Deuda emitidos en moneda externa, años seleccionados.**



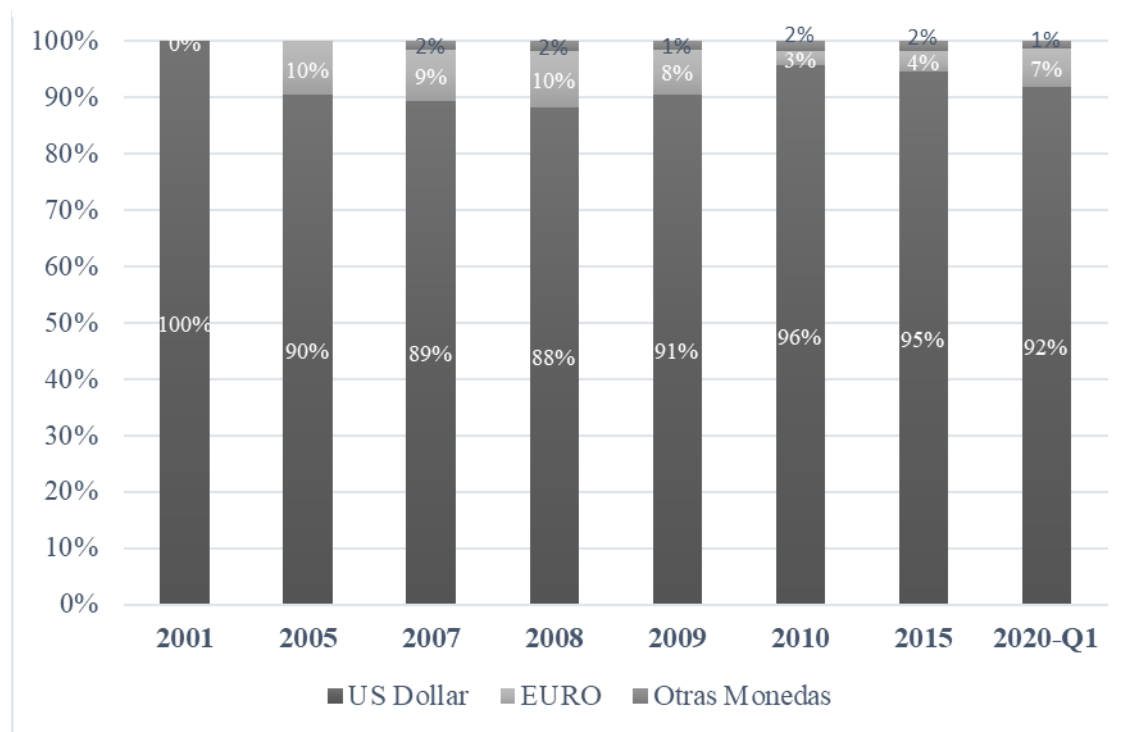
**Gráfico 32. Chile. Estructura Porcentual de Valores de Deuda emitidos en moneda externa, años seleccionados.**



**Gráfico 33. Colombia. Estructura Porcentual de Valores de Deuda emitidos en moneda externa, años seleccionados.**



**Gráfico 34. Perú. Estructura Porcentual de Valores de Deuda emitidos en moneda externa, años seleccionados.**



Elaboración propia con datos de BIS Statistics Warehouse, Securities.

[https://stats.bis.org/#ppq=CBP\\_M\\_24M](https://stats.bis.org/#ppq=CBP_M_24M)

### 3.3.2. Arbitraje financiero o fenómeno de carry trade

Las monedas y activos financieros de la periferia global atrapados en el financiamiento a corto plazo y los constantes “vuelos hacia la calidad”, son parte del sistema global de producción actual cuyo principal objetivo es la ganancia financiera. (De Paula, Fritz, & Prates, 2017) Estas condiciones han demostrado, como expresó Keynes al delinearse los acuerdos monetarios de posguerra, que el mantenimiento del desarrollo desigual y asimétrico del sistema es funcional para extracción de ganancia financiera. Incluso cuando ello tenga implicaciones negativas en la determinación de los precios de los activos periféricos y por ende en la posición financiera de sus deudores internos. Keynes definió su postura ante los acuerdos monetarios de posguerra reconociendo la relevancia por delinear un sistema monetario donde no hubiera monedas ganadoras ni perdedoras, sino un cámara de compensación en torno al establecimiento de una nota dineraria mundial, *el bancor*, que fuese capaz de saldar desbalances internacionales entre entidades deficitarias y superavitarias. Como menciona De Paula et al., Keynes observó “[...] durante los debates de Bretton Woods, las características del sistema monetario internacional dan forma al perfil del sistema financiero internacional.” (De Paula, Fritz, & Prates, 2017, pág. 6) (Urquidi, 1994)

Como parte de esta nueva dinámica financiera mundial, se han propiciado las operaciones de “comercio de rendimientos” o *carry trade*<sup>75</sup>, donde “Los inversionistas vendían activos financieros denominados en una moneda débil con tasas de interés relativamente bajas y luego utilizaban esos fondos para comprar activos financieros denominados en una moneda fuerte y, por ende, con rendimientos a tasas de interés más altas.” (Painceira, 2011, pág. 352) De esta manera, a medida que avanza el patrón de

---

<sup>75</sup> Se ha observado un incremento en el abanico de posibilidades de activos en moneda de las economías emergentes (acciones, derivados, monedas, etc.) para los inversionistas foráneos. Dando paso a fenómenos como el carry trade: el acto de pedir prestado en una moneda (generalmente el dólar estadounidense) e invertir en algún activo financiero a corto plazo en economías emergentes para obtener ganancias del diferencial de tasas de interés, esperando movimientos favorables del tipo de cambio que agraven la rentabilidad en dólares. Los riesgos se relacionan con los efectos de retroalimentación sobre los tipos de cambio, el vencimiento a corto plazo de las inversiones, los riesgos de renovación y el eventual impacto de importantes fugas de capital que pueden agotar las reservas extranjeras muy necesarias en momentos de estrés. Sobre todo, tomado en cuenta la posición de las monedas en la jerarquía internacional, donde entre un 88% de las transacciones internacionales son cotizadas en dólares americanos. (Bortz & Kaltenbrunner, 2018, pág. 579)

acumulación conducido por las finanzas, los activos financieros de los países periféricos se vuelven más susceptibles al comercio de rendimientos.

### ***3.3.3. Transferencia de recursos y el aumento de reservas de divisas***

Los ataques especulativos que se sostienen en el arbitraje financiero bajo el régimen de tipos de cambio flexible en mercados financieros son una característica clave de las economías de la periferia global. En ese sentido, la acumulación de reservas de divisas se ha convertido en política para evitar la vulnerabilidad del tipo de cambio, dando como resultado un mayor endeudamiento externo para adquirir las divisas necesarias.

Las economías periféricas han recurrido a la acumulación de reservas de divisas y al incremento de la deuda pública nacional. Una dinámica que condiciona la política monetaria de América Latina, presente desde la transformación del sistema monetario internacional que orbita en derredor del dólar estadounidense como moneda de reserva. Una forma para que la deuda pública de los Estados Unidos que aumenta la liquidez internacional encuentre los territorios propicios a su valorización en países periféricos, a costa de establecer una relación de descapitalización con dichos países. Donde, además, la política de déficit cero se ha establecido también como factor inamovible de la política fiscal que se evidencia a través de la trampa del endeudamiento externo continuo. (Girón & Correa, 2013)

Las reservas internacionales son activos fijos que se encuentran en poder de las autoridades monetarias y están compuestas por “varios tipos de depósitos y títulos de deuda, además de oro, convenios de recompra y derivados.” Las fuentes de estas reservas que son acumuladas en las arcas de naciones periféricas son los flujos de capital que provienen de los superávits en cuenta corriente de naciones desarrolladas así como en los flujos de capital privado, lo que hemos definido anteriormente, como ahorro externo. Haciendo evidente la suma cero de las relaciones económicas y contables a nivel internacional que se sostienen asimétricamente.

Sin embargo, la acumulación de reservas a causa del endeudamiento se convierten en un obstáculo para el dinamismo de la inversión ya que en lugar de utilizarse productivamente dichos fondos, son empleados para ser acumuladas con la finalidad de: 1) Defender la estabilidad del tipo de cambio y 2) Como defensa en contra de las reversiones repentinas de los flujos de capital. (Painceira, 2011)



### ***3.4. Evidencia de las relaciones financieras asimétricas vía déficits***

El juego especulativo sobre tipos de cambio y tasas de interés, o arbitraje financiero, se convirtió así en una fuente de ganancias formidable para un mercado cada vez más liberalizado que permitió la creación de portafolios de inversión para mover flujos de capital a corto plazo por todo el mundo. (Kaltenbrunner & Paineira, 2017) El riesgo y las expectativas de ganancia son variables clave del juego y la nueva vía de financiamiento externo para naciones periféricas, que, si antes observaban déficit constante en sus balances de cuenta corriente, bajo las nuevas condiciones monetarias y financieras, la situación deficitaria se extendería a la cuenta financiera (Gráficos 35 a 40). Estas características demuestran las asimetrías de las relaciones económicas entre países, donde las grandes economías de la región han sido factor clave para la acumulación de ganancia financiera bajo la tipología antes expuesta.

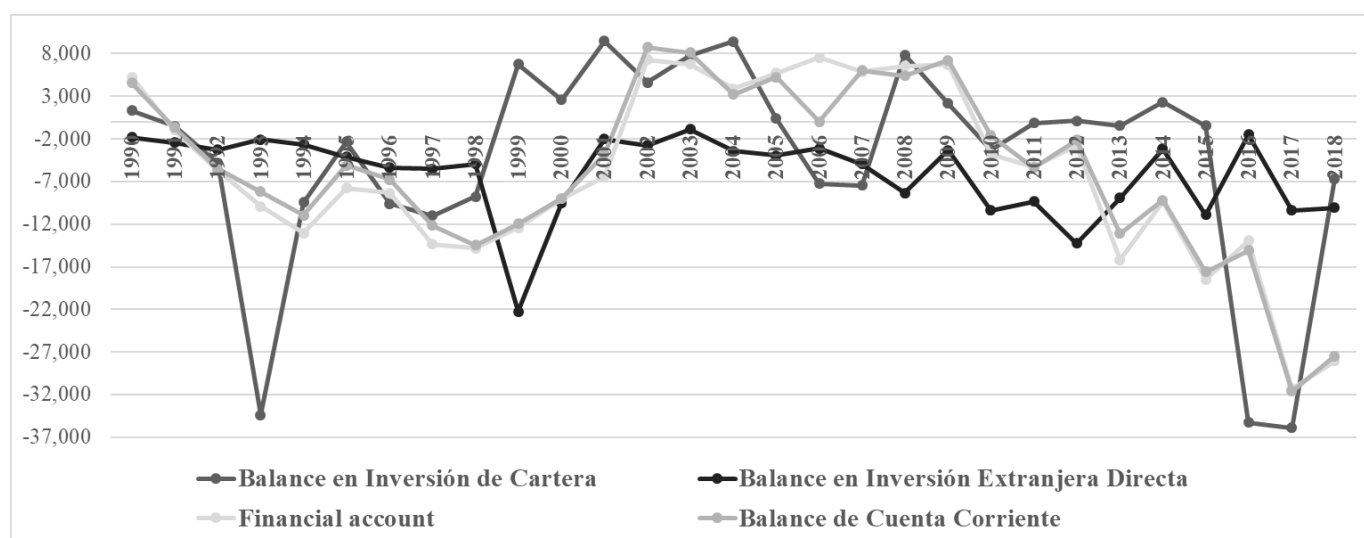
Siguiendo las ideas de Paineira (2011), el sistema financiero mundial dominado por la hegemonía financiera de los Estados Unidos, ha conducido a constantes crisis con preponderancia en las operaciones denominadas en dólares. La inestabilidad inherente al sistema capitalista de producción bajo el patrón de acumulación conducido por las finanzas ha hecho de los aspectos financieros y monetarios los principales detonantes de las crisis del s. XXI que implican dificultades para la obtención de “dinero fresco” que sea capaz de reembolsar las deudas. Es decir, la proliferación de esquemas de financiamiento tipo ponzi donde los flujos de efectivo (denominados en dólares estadounidenses) no son capaces de mantener la relación entre deudores y prestamistas ante incumplimientos en el servicio y la amortización de capital, tal como sucedió en la crisis financiera subprime.

De esta manera, el incremento del financiamiento mundial bajo esta lógica durante los últimos 50 años, ha sido una de las características clave del proceso de acumulación conducido desde los Estados Unidos a través de incrementos significativos en la deuda gubernamental de países periféricos a través de mercados financieros internacionales en estrecho vínculo con los mercados locales, principalmente los mercados internos de deuda. Factor vital para la expansión de su poder económico y de la subordinación o dependencia de países no desarrollados. El aumento de la deuda pública interna de los países periféricos

es resultado de la acumulación internacional de reservas en divisas, una deuda pública que ha aumentado para sostener los flujos de capital hacia los países centrales.<sup>76</sup>

La acumulación de reservas en divisas después de la reforma monetaria de finales del s. XX ha constituido la concreción de la supuesta escasez de ahorro interno que se subsana por medio del constante aumento de la deuda externa en países periféricos que bajo las reformas estructurales del consenso de Washington tuvieron que comprometerse a la austeridad monetaria y la eliminación de sus déficits públicos para contrarrestar el efecto inflacionario que causan la afluencia de capitales externos. En este proceso las prácticas de *esterilización monetaria* consisten en emitir deuda pública con el propósito de absorber los aumentos de liquidez interna, para reducir la oferta monetaria, debido a la captación de recursos del exterior, además de ser una forma para mantener un tipo de cambio sobrevaluado que garantiza la valorización de capitales financieros en la región.

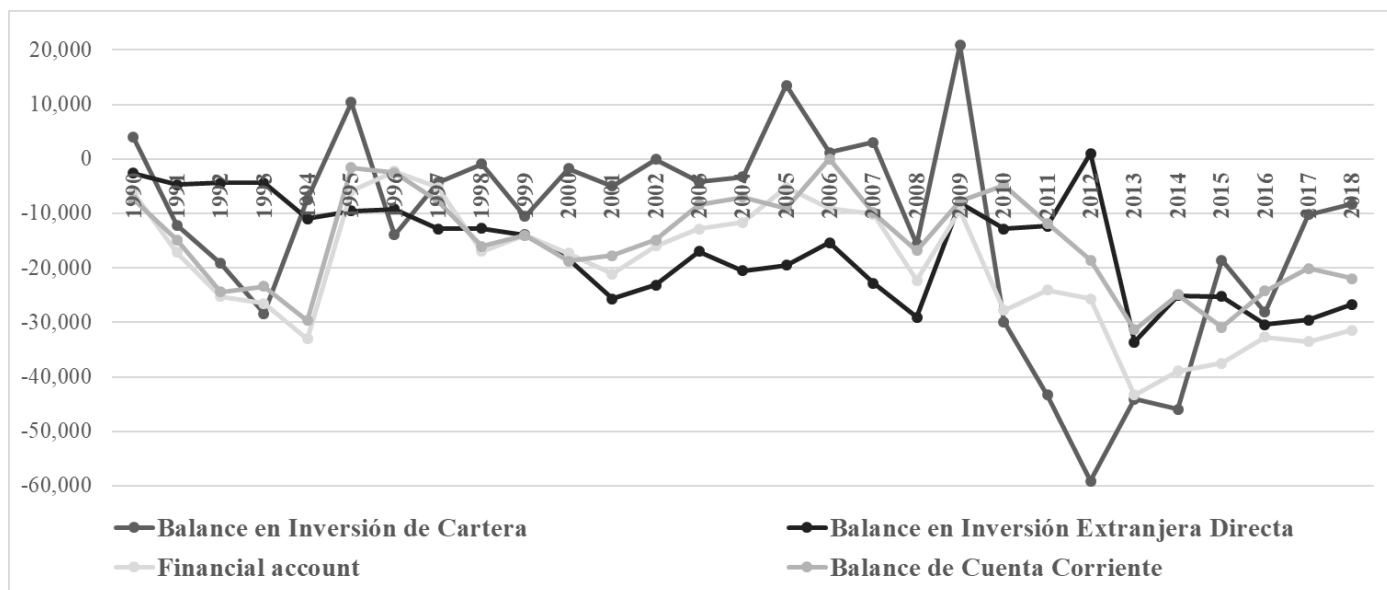
**Gráfico 35. Argentina. Principales Componentes de Balanza de Pagos (1990-2018)**  
(millones de dólares).



Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional, FMI. Balance of Payments and International Investment Position Statistics. <https://bit.ly/32IjZdW>

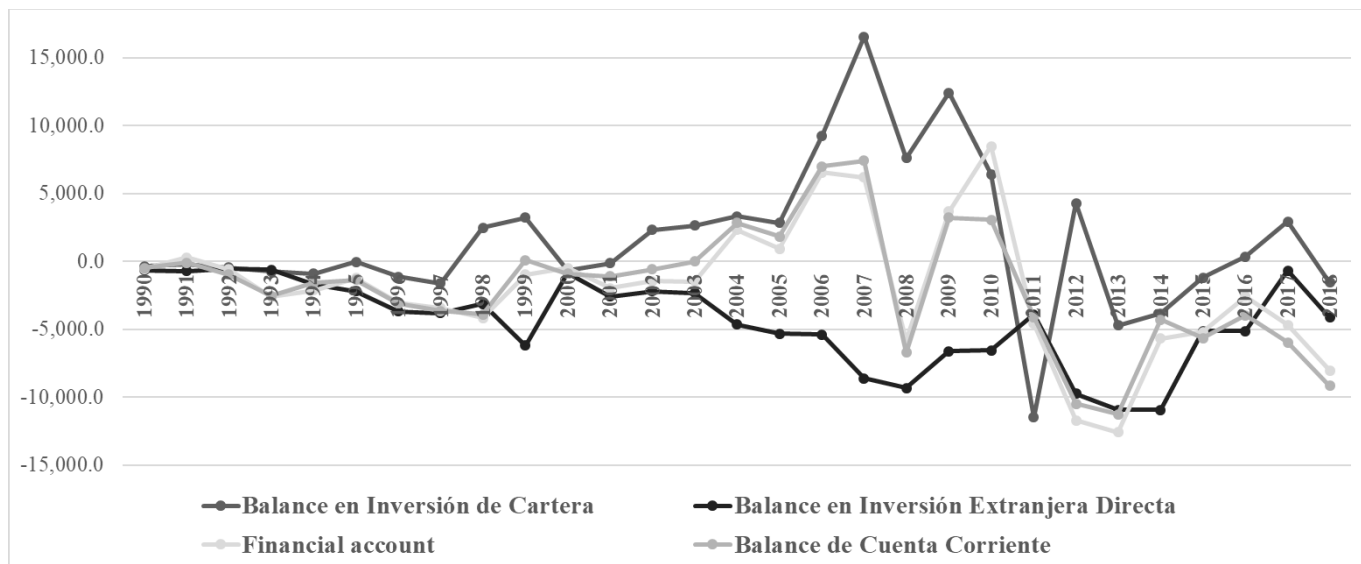
<sup>76</sup> En propias palabras de Paineira “La función de los títulos de la deuda pública ha ido más allá del estímulo a la financiarización interna. Han sido de capital importancia para los mercados mundiales no organizados (over-the-counter markets) de instrumentos financieros derivados –es decir, instrumentos que son negociados fuera de los mercados organizados–, en los que la mayoría de los contratos comercializados se basan en tipos de interés y de cambio marcadamente influidos por las políticas macroeconómicas.” (Paineira, 2011, pág. 331)

**Gráfico 36. México. Principales Componentes de Balanza de Pagos (1990-2018)**  
(millones de dólares).



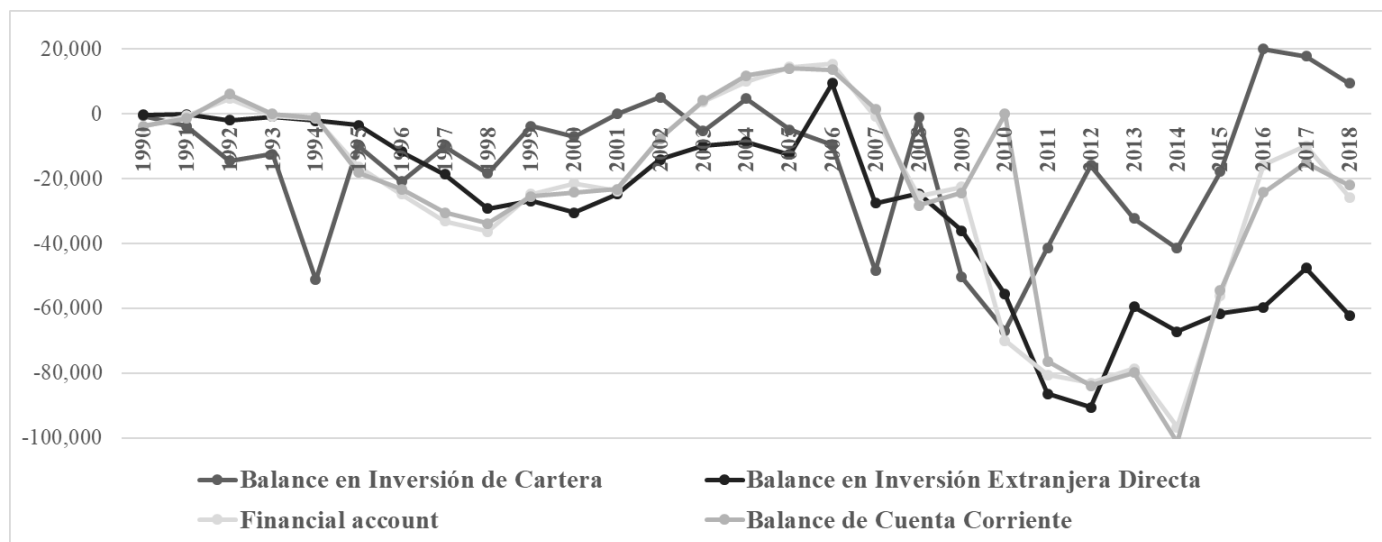
Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional, FMI. Balance of Payments and International Investment Position Statistics. <https://bit.ly/32ljZdW>

**Gráfico 37. Chile. Principales Componentes de Balanza de Pagos (1990-2018)**  
(millones de dólares).



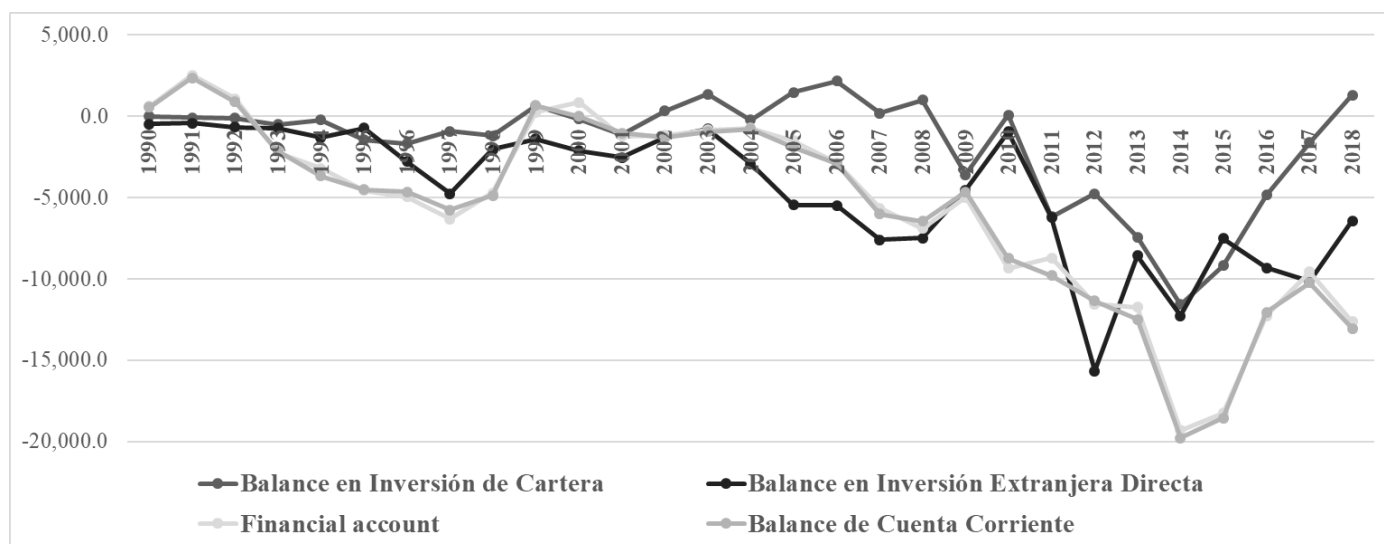
Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional, FMI. Balance of Payments and International Investment Position Statistics. <https://bit.ly/32ljZdW>

**Gráfico 38. Brasil. Principales Componentes de Balanza de Pagos (1990-2018)**  
(millones de dólares).



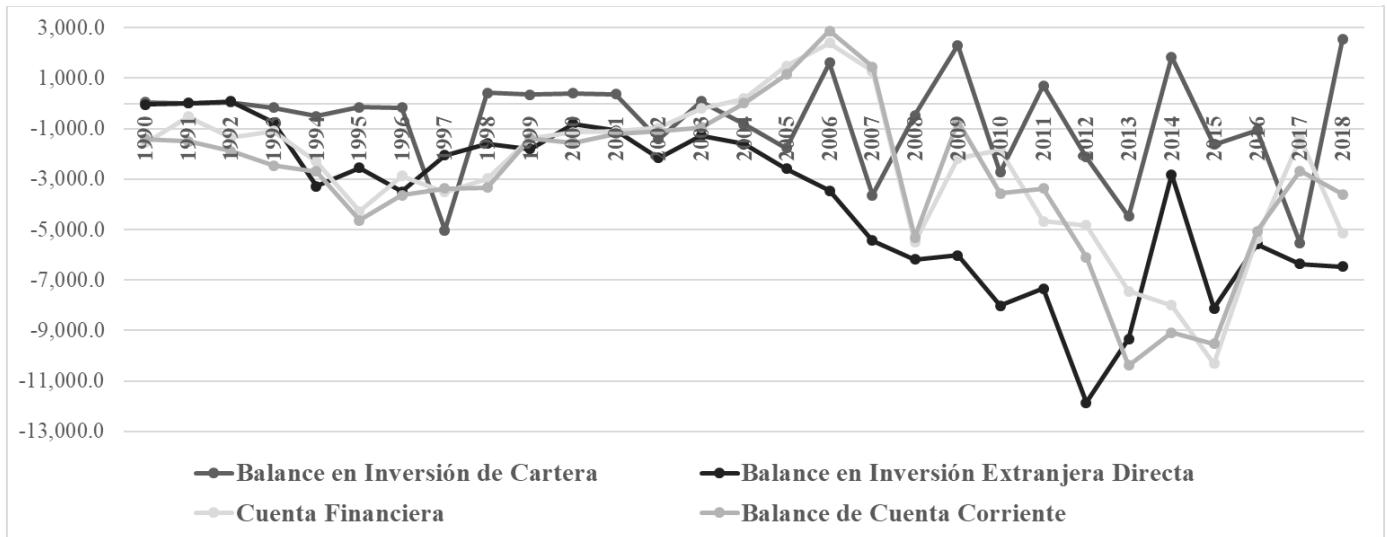
Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional, FMI. Balance of Payments and International Investment Position Statistics. <https://bit.ly/32IjZdW>

**Gráfico 39. Colombia. Principales Componentes de Balanza de Pagos (1990-2018)**  
(millones de dólares).



Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional, FMI. Balance of Payments and International Investment Position Statistics. <https://bit.ly/32IjZdW>

**Gráfico 40. Perú. Principales Componentes de Balanza de Pagos (1990-2018)**  
(millones de dólares).



Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional, FMI. Balance of Payments and International Investment Position Statistics. <https://bit.ly/32IjZdW>

Bajo la actual tipología que caracteriza a las estructuras económicas más grandes de la región, las relaciones desiguales entre centro-periferia se sostienen en la dependencia por recursos externos para hacer frente a compromisos internacionales. El subdesarrollo, producto de esta relación desigual, es una condición característica del desenvolvimiento económico de naciones periféricas que plantea la relación asimétrica existente con las naciones capitalistas centrales. Se trata de un capitalismo *sui generis*, funcional para la acumulación de capital central (consorcios multinacionales), a costa de mantener desequilibrios en las hojas externas de balance. Un capitalismo asimétrico.

### **Comentarios Finales**

La falacia de escasez de ahorro en América Latina acompañada de los procesos de liberalización de la cuenta de capital y desregulación financiera, han llevado a que la inversión doméstica sea conducida desde el exterior principalmente a partir de los flujos de inversión extranjera directa y la inversión de cartera. El auge en el mercado de bonos posterior a la crisis regional en los años de los 90 ha hecho de los países latinoamericanos

obtener financiamiento externo en mercados secundarios donde las inversiones tienden a ser de corto plazo y con altos niveles de riesgo debido a los procesos de titulización de deuda.

Una vez entrado en el s. XXI, la crisis financiera subprime (2007-2008) fue resultado de este proceso de profunda integración y dispersión del riesgo alrededor del mundo. En una economía que se conduce a través de balances contables cualquier obstáculo en los flujos de efectivo sobre los valores de deuda que circulan a nivel mundial pueden llevar a una catástrofe. La desregulación de la cuenta de capital en los países latinoamericanos así como en gran parte del mundo permitió que el esparcimiento del riesgo de valores de deuda incobrables fueran asumidos por inversionistas de toda índole y en diversas latitudes del globo.

El viraje en el patrón de acumulación que se sustentaba en la producción industrial de manufacturas y el avance tecnológico, terminó concentrándose en las actividades financieras a partir de lo que hemos denominado como proceso de financiarización. Un modo que ha condicionado la forma de producir donde las finanzas, a través de la emisión y circulación de valores de deuda a nivel internacional, toma una importancia relevante para conducir el proceso económico internacional. Los modelos de desarrollo que se comenzaron a implementar en América Latina a finales del s. XX fueron resultado de este proceso de acumulación conducido por las finanzas, donde la región una vez más cumplió con su objetivo de servir como puente a la valorización de capitales y a la lógica de acumulación dictada desde las naciones centrales. Bajo esta dinámica, los procesos internos de acumulación continuaron siendo interrumpidos vía la descapitalización en aras de favorecer los procesos de acumulación externos, donde las finanzas son el centro de la obtención de ganancia.

El proceso de regionalización o conformación de bloques económicos para la circulación de mercancías e inversiones atendiendo al mecanismo de regionalismo abierto ha sido una práctica común en distintas latitudes del mundo con miras a consolidar un proceso de acumulación en medio de las desventajas e inestabilidades provocadas después de la crisis subprime. En ese sentido, el papel de los Estados Unidos sobre América Latina ha sido la creación de un bloque regional que se sostenga sobre la profundización de las políticas neoliberales de liberalización económica y de desregulación financiera. Y más aún, bajo la

impronta de China en la región posicionándose como una alternativa en el reacomodo económico para una buena parte de los países que conforman el subcontinente americano.

La disputa por territorios para consolidar el proceso de acumulación en una relación norte-sur, centro-periferia, o bien, desarrollo-subdesarrollo, ha estado en el centro de atención como una medida para sortear los efectos negativos de las crisis financieras del s. XXI. Esto ha traído como resultado un reordenamiento de las relaciones económico-financieras entre naciones, que para América Latina ha consolidado la inestabilidad y una posición deficitaria con respecto al mundo.

Si bien la posición deficitaria y las relaciones asimétricas entre los países latinoamericanos y los países centrales desarrollados se ha mantenido durante las primeras dos décadas del presente siglo. Hemos identificado en este trabajo un esquema de tipología sobre las actuales relaciones de producción bajo un capitalismo conducido por las finanzas que han marcado a acierto bloque de naciones en la región de manera diferenciada. Así, pese a que grandes naciones como Brasil y Argentina han mantenido una posición deficitaria en términos de cuenta corriente y de la cuenta financiera, las relaciones económicas de mayor dependencia se han observado en aquellos países que han estado vinculados con la continuidad de la política neoliberal durante los últimos 40 años. México, Chile, Colombia y Perú, al continuar durante estas décadas bajo las políticas neoliberales a ultranza, se han convertido en objeto de una mayor especulación e inestabilidad financiera asociada a los mercados internacionales de deuda.

En la tipología contemporánea que hemos tratado de dilucidar sobre el desenvolvimiento económico y financiero de la región latinoamericana para los últimos años, hemos descubierto que los países con un tamaño importante en el volumen de la emisión de deuda en mercados financieros internacionales son aquellos donde las crisis financieras y los golpes atestados por estas mismas han tenido un mayor impacto y profundidad. Así, pese a que las 6 principales economías de la región han optado por la continuidad de una matriz productiva orientada hacia la producción agrícola y minera, la integración regional en torno a los Estados Unidos como centro económico y financiero ha conducido a que las naciones del Pacífico latinoamericano (México Colombia Chile y Perú ) concentren la mayor parte de sus actividades financieras denominadas en dólares, posibilitando entonces operaciones de arbitraje financiero y de *carry trade*.

La inestabilidad financiera asociada las operaciones de titulización de deuda como producto de la reconfiguración del financiamiento externo en América Latina se ha convertido en una dinámica constante para la región provocando que la condición asimétrica de las relaciones económicas entre naciones centrales y periféricas se mantenga a través de los años recientes. La dependencia económica que se ha generado en torno a los flujos de inversión provenientes del exterior para dinamizar la inversión doméstica ha provocado una constante descapitalización que impide el desarrollo económico regional.

La falacia sobre la escasez del ahorro en naciones periféricas, entendida ésta como una dependencia teórica y de política económica, no ha permitido que las naciones latinoamericanas puedan generar sus propias condiciones domésticas para el desarrollo productivo autónomo y la satisfacción de necesidades internas. Por lo contrario, este doble sometimiento ha privilegiado a los inversionistas exteriores conduciendo a la región a consolidar un endeudamiento continuo que, nuevamente agrava la descapitalización de la región en detrimento del desarrollo de actividades productivas que pudieran disminuir los niveles de pobreza y desigualdad que han caracterizado a nuestra región durante largos años.

La reconfiguración del financiamiento externo bajo la lógica de los supuestos económicos neoclásicos donde la inversión es equivalente al ahorro en una lógica de la teoría de los fondos prestables con sistemas financieros que tienden al equilibrio, ha resultado ser de lo más pernicioso para la región, más aún bajo condiciones de un capitalismo conducido por las finanzas en pleno s. XXI. Haciendo más propensas a las naciones latinoamericanas a la inestabilidad inherente de los mercados financieros internacionales. Así, la hipótesis que hemos planteado desde un principio para este trabajo se corrobora con la evidencia presentada.

La estructura periférica o subdesarrollada que mantiene América Latina con respecto a las naciones centrales no ha sido modificada. La constante extracción de recursos ha permanecido a lo largo de la historia, por lo cual, América Latina se ha visto descapitalizada por esta dinámica que ha provocado la transferencia de grandes sumas hacia el exterior de la región a causa del endeudamiento constante. La economía mundial sigue sostenida sobre relaciones asimétricas, donde, para que una nación gane liquidez, otra debe de perderla.



## Bibliografía:

- Abeles, M., Pérez Caldentey, E., & Valdecantos, S. (2018). *Estudios sobre Financiarización en América Latina*. Santiago, Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Arestis, P. (2005). Washington consensus and financial liberalization. *Journal of Post Keynesian Economics / Winter 2004–5*, Vol. 27, No. 2 251, 251-271.
- Arestis, P. (2006). Financial liberalization and the relationship between finance and growth. En P. Arestis, & M. Sawyer, *A Handbook of Alternative Monetary Economics* (págs. 346-364). Cheltenham, UK / Northampton, MA, USA: Edward Elgar.
- Bambirra, V. (1974). *El capitalismo dependiente latinoamericano*. México, D.F.: Siglo XXI editores.
- Becker, J., Jäger, J., Leubolt, B., & Weissenbacher, R. (2010). Peripheral financialization and vulnerability to crisis: A regulationist perspective. *Competition & Change*, 14 (3-4), 225-247.
- Bértola, L., & Ocampo, J. A. (2013). *El desarrollo económico de América Latina desde la independencia*. México, D.F.: Fondo de Cultura Económica .
- Bielschowsky, R. (1998). *Cincuenta años del pensamiento de la CEPAL: una reseña*. Santiago, Chile: Fondo de Cultura Económica (FCE)-CEPAL.
- Bielschowsky, R. (2009). Sesenta años de la cepal: estructuralismo y neoestructuralismo. *Revista CEPAL No. 97*, 173-194.
- Bortz, P., & Kaltenbrunner, A. (2018). The International Dimension of Financialization in Developing and Emerging Economies. *Development and Change* 49:2, 375-393.
- Bresser-Pereira, L. C. (2016). Why the ‘Rest’ doesn’t need foreign finance. *FGV Sao Paulo School of Economics, Working Paper 415*. Febrero, 1-18.
- Briceño, J. (2010). La Iniciativa del Arco del Pacífico Latinoamericano. Un nuevo actor en el escenario de la integración regional. *Nueva Sociedad No 228*, julio-agosto, 44-59.
- Briceño, J. (2018). *Las teorías de la integración regional: más allá del eurocentrismo*. Bogotá, Colombia: Ediciones Universidad Cooperativa.
- Bustillo, I., & Velloso, H. (2013). *La montaña rusa del financiamiento externo. El acceso de América Latina el Caribe a los mercados internacionales de bonos desde la crisis de la deuda, 1982-2012*. Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Caldwell, B. (1996). Contra Keynes y Cambridge. Introducción. En F. Hyek, *Obras completas de F. A. Hayek Vol IX* (págs. 1-53). Madrid: Unión Editorial.

- Chávez, P. I. (1996). *Las C artas de Intención y las Políticas de Estabilización y Ajuste Estructural de México: 1982-1994*. México: IIEc-UNAM, BUAP.
- Choudhry, M. (2008). The Eurobond Market. En M. Choudhry, *Bank Treasury operating model* (págs. 378-393). Canterbury, Kent, United Kingdom: University of Kent.
- Correa, E. (2003). *Los sistemas financieros en América Latina: algunas transformaciones*. México: D.F.: Mimeo. Disponible en línea: <http://www.redcelsofurtado.edu.mx/archivosPDF/correa6.pdf>.
- Correa, E. (2015). Fragilidad Financiera, titulización y crisis bancarias. En C. E. Coord. Girón A., *Circuitos monetarios, fragilidad financiera y cambio estructural*. México D.F: DGAPA-IIEc-UNAM.
- Correa, E. (2017). Regionalización e integración: una respuesta a las consecuencias de la crisis financiera global. En E. Correa, & A. Girón, *Reorganización financiera en Asia y América Latina en el periodo de postcrisis* (págs. 169-186). Ciudad de México, México: Colección Universitaria de Estudios Asiáticos, Universidad Nacional Autónoma de México.
- Correa, E., & Girón, A. (2013). Reserva Federal, política monetaria y primera crisis de titulización: México y América Latina, 1994-1995. *Ola Financiera Septiembre-Diciembre. México, D.F.*
- Correa, E., Vidal, G., & Marshall, W. (2012). Financialization in Mexico: trajectory and limits. *Journal of Post Keynesian Economics, Winter 2012–2013, Vol. 35, No. 2., 255-275.*
- Coval, J., Jurek, J., & Stafford, E. (2009). The Economics of Structured Finance. *Journal of Economic Perspectives, Volume 23, Number 1- Winter, 3–25.*
- Cueva, A. (1980). *El desarrollo del capitalismo en América Latina*. México, D.F.: Siglo XXI editores.
- Davidson, P. (2009). *The Keynes Solution. The path to Global Economic Prosperity*. New York: Palgrave MacMillan.
- de la Peña, S. (1972). *El antidesarrollo de Amperica Latina*. México, D.F.: Siglo XXI Editores.
- De Paula, L. F., Fritz, B., & Prates, D. M. (2017). Keynes at the periphery: Currency hierarchy and challenges for economic policy in emerging economies. *Journal of Post Keynesian Economics, 1-20.*
- De Paula, L. F., Fritz, B., & Prates, D. M. (2018). Global currency hierarchy and national policy space: a framework for peripheral economies. *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention, vol. 15 No 2, 208-218.*

- Dos Santos, T. (1975). La crisis de la teoría del desarrollo y las relaciones de dependencia en América Latina. En H. Jaguaribe, A. Ferrer, M. Wionczek, & T. Dos Santos, *La dependencia político-económica de América Latina* (págs. 147-187). México, D.F.: Siglo XXI editores.
- Epstein, G. (2005). *Financialization and the World Economy*. Elgar: Cheltenham.
- Escalante, F. (2015). *Historia Mínima de El Neoliberalismo*. Ciudad de México: El Colegio de México.
- FMI. (2009). *Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional*. Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional. 6ta. edición.
- Furtado, C. (1971). Dependencia Externa y Teoría Económica. *EL TRIMESTRE ECONÓMICO*, vol. XXXVIII, núm. 150, 587-603.
- García Chourio, J. G. (2003). De la primera generación a la segunda generación de reformas del Estado en América Latina: Giro Ideológico y cambio conceptual. *Cuadernos de Economía no. 35*, 95-125.
- Gazol, A. (2015). *Bloques económicos*. México, D.F.: Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM), Facultad de Economía.
- Gazol, A. (2017). La Alianza del Pacífico. Una Visión General. En J. Mora, M. Osorio-Caballero, & (coomp), *La Alianza del Pacífico: Nuevos retos e implicaciones para Latinoamérica* (págs. 19-30). Santiago de Cali, Colombia: Pontificia Universidad Javeriana, Sello Editorial Javeriano.
- Girón, A. (1978 ). Hacia una Conceptualización de la Empresa Transnacional. *Problemas del Desarrollo, Revista Latinoamericana. Instituto de Investigaciones. Vol. 9 No. 35*, 29-52.
- Girón, A. (2005). La Moneta: Un debate contemporáneo. *Problemas del Desarrollo, Revista Latinoamericana de Economía Vol. 36 No. 142*.
- Girón, A. (2007). Circuito monetario y actores del orden económico internacional. En A. Girón, & E. Correa, *Del Sur hacia el Norte: Economía política del orden económico internacional emergente* (págs. 35-44). Buenos Aires: CLACSO.
- Girón, A. (2007). Financiamiento del desarrollo. Endeudamiento externo y reformas financieras. En G. Vidal, & A. (. Guillén R., *Repensar la teoría del desarrollo en un contexto de globalización. Homenaje a Celso Furtado*. (págs. 125-142). Buenos Aires: CLACSO, Red Eurolatinoamericana de Estudios sobre el Desarrollo Celso Furtado, Universidad Autónoma Metropolitana de México.
- Girón, A., & Correa, E. (2013). *México en la Trampa del Financiamiento. El sendero del no desarrollo*. México, D.F.: Universidad Nacional Autónoma de México, Intituto de Investigaciones Económicas.

- Goncalves, M., & Carvalho, M. (2011). La Contabilidad y la Partida Doble: Repercusión europea de la Obra Maestra de Luca Pacioli. *Gestao e Desenvolvimento*, vol. 8, no. 2 Julio-Diciembre, 10-22.
- González, R. I. (2012). *Crisis de los años treinta e impacto en América Latina*. México, D.F.: Facultad de Economía, UNAM.
- Guevara, D. (2013). Finanzas y desigualdad, una mirada exploratoria desde la perspectiva de la financiarización. *Revista Panorama Económico* *Revista Económica*, No.21, 53-73.
- Guillén, A. (2007). *Los tsunamis de la globalización financiera*. Ciudad de México: Universidad Autónoma Metropolitana - Unidad Iztapalapa.
- Guillén, A. (2013). *De la Gran Depresión a la primera gran crisis mundial del siglo XXI*. México: Editorial Era.
- Guillén, A. (2015). *La crisis global en su laberinto*. Ciudad de México: Biblioteca Nueva, UAM-Iztapalapa.
- Guillén, H. (2013). *De la Gran Depresión a la primera gran crisis mundial del siglo XXI*. México: Editorial Era.
- Guillén, H. (2018). Los orígenes del neoliberalismo: del Coloquio Lippmann a la Sociedad del Mont-Pèlerin. *EconomíaUNAM Vol. 15 No. 43 Enero-Abril*, 7-42.
- Gunder Frank, A. (1967). El desarrollo del subdesarrollo. *Pensamiento Crítico*, no.7, Agosto, *La Habana*, 159-173.
- Guttman, R. (2009 ). Una Introducción al Capitalismo Conducido por las Finanzas. *Ola Financiera*, No. 2 Enero-abril, 20-59.
- Hayek, F. (1996 ). *La Desanacionzalización del Dinero*. Barcelona: Ediciones Folio.
- Hobsbawm, E. (1998). *Historia del Siglo XX*. Buenos Aires, Argentina: Grijalbo Mondadori S. A.
- Hurtado, A. J. (2017). Avances en la Integración Financiera de la Alianza del Pacífico. En J. Mora, M. Osorio-Caballero, & (comp.), *La Alianza del Pacífico: Nuevos retos e implicaciones para Latinoamérica* (págs. 125-142). Santiago de Cali, Colombia: Pontificia Universidad Javeriana, Sello Editorial Javeriano.
- IMF, BIS, & ECB. (2015). *Handbook on securities statistics*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, Bank for International Settlements and European Central Bank.
- Kaltenbrunner, A., & Paineira, J. P. (2017). Subordinated Financial Integration and Financialisation in Emerging Capitalist Economies: The Brazilian Experience. *New Political Economy*, 1-24.

- Keynes, J. M. (2010). *Tratado sobre el dinero*. Madrid: Fundación ICO Síntesis.
- Keynes, J. M. (2017 [1936]). *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Ciudad de México: FCE.
- Kregel, J. (2015). La Inestabilidad Natural de los Mercados Financieros. En E. Correa, & A. Girón, *Economía Monetaria de la Producción. Dinero, inestabilidad y crisis*. (págs. 257-301). México, D.F.: Universidad Nacional Autónoma de México, IIEc-DGAPA.
- Kregel, J. (2015a). Financiamiento Externo para el Desarrollo e Inestabilidad Financiera Internacional. En E. Correa, & A. Girón, *Economía Monetaria de la Producción. Dinero, inestabilidad y crisis*. (págs. 303-369). México, D.F.: Universidad Nacional Autónoma de México, IIEc-DGAPA.
- Lapavistas, C. (2016). *Beneficios sin Producción. Cómo nos Explotan las Finanzas*. Madrid: Traficantes de Sueños.
- Lavoie, M. (2005). *La economía postkeynesiana. Un antídoto del pensamiento único*. Barcelona: Icaria Editorial.
- Marchini, G. (2019). La Alianza del Pacífico a ocho años de su creación. Balance crítico y perspectivas. *Anuario Latinoamericano Ciencias Políticas y Relaciones Internacionales*, vol. 7, 75-109.
- Marichal, C. (2014). *Historia mínima de la deuda externa de Latinoamérica*. México, D.F.: Colegio de México.
- Marini, R. M. (1973). *Dialéctica de la Dependencia*. México: CLACSO.
- Marx, C. (2012). *Crítica de la Economía Política. El Capital Tomo I*. Mexico, D.F.: FCE.
- Massad, C. (1986). La revolución de los banqueros en la economía internacional: un mundo sin sistema monetario. En C. E. Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD), *AMERICA LATINA: SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL Y FINANCIAMIENTO EXTERNO* (págs. 15-38). Santiago de Chile: PROYECTO CONJUNTO PNUD/CEPAL.
- Meireles, M. (2016). *Soberanía Monetaria, Desarrollo y Pensamiento Económico Latinoamericano: Enseñanzas de la dolarización ecuatoriana*. Ciudad de México: IIEc-UNAM.
- Menger, C. (2006). El Origen del Dinero. *Revista de Economía y Derecho*, Vol. 3, No. 10 (Otoño), 85-94.
- Mercado, A. C. (2012). *EL SISTEMA BANCARIO MEXICANO: 1897-1916. Tesis para obtener el grado de licenciado en economía*. México: Facultad de Economía, UNAM.

- Minsky, H. (2008). Securitization. *The Levy Economics Institute of Bard College Policy Note*, 1-8.
- Minsky, H. P. (2008a). *Stabilizing an Unstable Economy*. New York: McGraw-Hill.
- Mises, L. V. (1936). *Teoría del Dinero y del Crédito*. Madrid: M. Aguilar Editor.
- Ocampo, J. A. (2001). *International asymmetries and the design of the international financial system*. Santiago, Chile: CEPAL/ECLAC.
- Ocampo, J. A. (2006). Más allá del Consenso de Washington. *Economía unam vol. 3 no. 7*, 7-25.
- Ocampo, J. A. (2017). El desarrollo liderado por los productos básicos en América Latina. *Alternative Pathways to Sustainable Development*, 9, 1-23.
- Ocampo, J. A. (2017). El desarrollo liderado por los productos básicos en América Latina. *Alternative Pathways to Sustainable Development*, no. 9, 1-23.
- Oliver, L. (1994). La reforma del Estado en América Latina: una aproximación crítica. *Estudios Latinoamericanos. no. 2 Nueva Época, julio-diciembre*, 3-29.
- OMC. (1994). Organización Mundial de Comercio. *Acuerdo Relativo a la Aplicación del Artículo VI del Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio de 1994*.
- Oszlak, Ó. (1999). De menor a mejor. El desafío de la segunda reforma del Estado. *Nueva Sociedad, no. 160, Caracas*, 81-100.
- Páez, J. (2012). Estudio comparativo de algunos sistemas financieros en América Latina (1988-2008). *Documentos de Investigación No. 12 Octubre*.
- Painceira, J. P. (2011). Los países en desarrollo en la era de la financiarización: de la acumulación del déficit a la de reservas en divisas. En C. Lapavitsas, & C. Camacho, *La crisis de la financiarización. IIEC, Instituto de Investigaciones Económicas* (págs. 309-358). Cd. de México: Instituto de Investigaciones Económicas (IIEc-UNAM)/ Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales, (CLACSO).
- Palley, T. (2013). *Financialization. The Economics of Finance Capital Domination*. New York, NY: Palgrave Macmillan.
- Powell, J. (2013). El sub-financiamiento y la financiarización en México: ¿Paradoja mexicana o una parábola de economías con ingreso medio? En N. Levy, & T. López, *Financiarización y modelo de acumulación. Aportes desde los países en desarrollo* (págs. 261-290). Cd. de México: UNAM.
- Prebisch, R. (1949). *El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas*. Santiago, Chile: CEPAL.

- Robinson, J. (1971). La segunda crisis de la teoría económica. *Revista de Economía Crítica*, n°19, primer semestre 2015, 204-213.
- Rochon, L.-P. (1999). *Credit, Money and Production*. Cheltenham, Uk / Northampton, MA, USA: Edward Elgar.
- Roldán, A., & Castro, A. (2013). EL TPP: plataforma del área de libre comercio de Asia pacífico. *Biblioteca Jurídica Virtual del Instituto de Investigaciones Jurídicas de la UNAM*.
- Romero Sotelo, M. E. (2016). *Los orígenes del neoliberalismo en México. La escuela austríaca*. México, D.F.: Fondo de Cultura Económica.
- Roncaglia, A. (2006). *La Riqueza de las Ideas. Una historia del pensamiento económico*. Zaragoza, España: Pressas Universitarias de Zaragoza.
- Samuelson, P. A., & Nordhaus, W. D. (2010). *Macroeconomía con aplicaciones a Latinoamérica*. (Decimonovena ed.). México: McGraw-Hill.
- Schumpeter, J. (2012). *Teoría del Desarrollo Económico*. México, D.F.: Fondo de Cultura Económica.
- Serrano, F. (2006). Pensamiento Post-keynesiano y pensamiento Marxista. En A. Girón, *Confrontaciones Monetarias en América Latina* (págs. 19-28). Buenos Aires, Argentina: CLACSO.
- Smith, A. (2016). *La riqueza de las Naciones*. Madrid, España: Alianza editorial.
- Stallings, B. (2006). *Financiamiento para el desarrollo. América Latina desde una perspectiva comparada*. Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Stiglitz, J. E. (2003). El rumbo de las reformas. Hacia una nueva agenda para América Latina. *Revista de la CEPAL no. 80 Agosto*, 7-40.
- Tello, C. (1° de AGOSTO, de 2004). *Transición financiera en México*. Recuperado el 18 de Mayo de 2018, de NEXOS: <https://www.nexos.com.mx/?p=11233>
- Trejo, M., & Andrade, A. (2013). Evolución y desarrollo de las reformas estructurales en México (1982-2012). *El Cotidiano no. 177, enero-febrero*, 37-46.
- Ugarteche, O., & Chaverría, M. (2014). ¿La resurrección del ALCA? La cooperación entre la Alianza del Pacífico y el MERCOSUR. *Observatorio Latinoamericano.org*.
- Urquidí, V. (1994). Bretton Woods: un recorrido por el primer cincuentenario. *Comercio Exterior, Octubre*, 838-847.
- Vera, C., & Pérez-Caldentey, E. (2015). El financiamiento para el desarrollo en América Latina y el Caribe. *Serie Financiamiento para el Desarrollo no. 257. CEPAL.*, Santiago de Chile.

- Vera, C., & Titelman, D. (2013). *El sistema financiero en América Latina y el Caribe. Una caracterización*. Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina y Caribe (CEPAL).
- Wray, R. (2009). The rise and fall of money manager capitalism: a Minskian approach. *Cambridge Journal of Economics* , no. 33, 807–828.