

Crédito y moneda:  
transiciones en el siglo XXI

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

Dr. José Narro Robles

*Rector*

Dr. Eduardo Bárzana García

*Secretario General*

Ing. Leopoldo Silva Gutiérrez

*Secretario Administrativo*

Dra. Estela Morales Campos

*Coordinadora de Humanidades*

INSTITUTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

Dra. Verónica Villarespe Reyes

*Directora*

Mtra. Berenice P. Ramírez López

*Secretario Académico*

Aristeo Tovías García

*Secretario Técnico*

Marisol Simón Pinero

*Jefa del Departamento de Ediciones*

# Crédito y moneda: transiciones en el siglo XXI

Alicia Girón  
Eugenia Correa  
Patricia Rodríguez  
(*coordinadoras*)



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO  
INSTITUTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS  
DIRECCIÓN GENERAL DE ASUNTOS DEL PERSONAL ACADÉMICO

Esta investigación, arbitrada por pares académicos,  
se privilegia con el aval de la institución editora.

Crédito y moneda : transiciones en el siglo XXI / coordinadoras Alicia Girón, Eugenia Correa, Patricia Rodríguez. – Primera edición. — México, D.F. : Universidad Nacional Autónoma de México, Instituto de Investigaciones Económicas, 2015. 304 páginas ; 21 cm.

Incluye bibliografías  
ISBN 978-607-02-6818-2

Crisis financiera mundial, 2008-2009. 2. Crisis financieras – América Latina. 3. Finanzas internacionales. I. Girón, Alicia, coordinadora. II. Correa, Eugenia, coordinadora. III. Rodríguez, Patricia, coordinadora. IV. Universidad Nacional Autónoma de México. Instituto de Investigaciones Económicas.

338.542-scdd21

Biblioteca Nacional de México

Primera edición 3 de julio de 2015

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

Proyecto IN300612. Deuda, circuitos financieros y deflación, PAPIIT-DGAPA.

ISBN 978-607-02-6818-2

Diseño de portada: Irma Martínez Hidalgo y Marisol Simón  
Cuidado de la edición: Marisol Simón

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

Impreso y hecho en México

# ÍNDICE

Introducción	9
--------------	---

## PRIMERA PARTE

### CRÉDITO Y MONEDA DESPUÉS DE LA GRAN CRISIS

1. Crisis financiera internacional: nuevos límites a la globalización <i>Samuel Lichtensztein</i>	19
2. Políticas de austeridad y deuda pública <i>Eugenia Correa</i>	27
3. Confianza en el dólar y la sostenibilidad de la deuda de Estados Unidos <i>Alma Chapoy</i>	43
4. España: entre la fragilidad financiera y los mercados financieros <i>Alicia Girón</i>	71
5. Inestabilidad financiera en América Latina: una lectura desde Kalecki y Minsky <i>Tsuyoshi Yasuhara</i>	93
6. Industria petrolera: los caminos de Petrobras y Pemex <i>Carlos Huerta y Fluvio Ruiz</i>	111
7. Banca central y ganancias financieras <i>Gregorio Vidal</i>	131

SEGUNDA PARTE  
FINANCIARIZACIÓN SIN FINANCIAMIENTO EN MÉXICO

8. Consecuencias del desorden monetario mundial en la inversión <i>Patricia Rodríguez</i>	155
9. Financiarización y crisis <i>Sergio Cabrera</i>	177
10. Financiamiento y financiarización en la industria minera <i>Elizabeth Concha</i>	197
11. Financiarización, empleo, salarios y endeudamiento <i>Alejandro López</i>	215
12. Financiarización de los tipos de cambio en México: política económica del rentista <i>Antonio Mendoza</i>	235
13. Endeudamiento de los gobiernos locales <i>Diana Vicher</i>	265
14. Micro, pequeñas y medianas empresas y acceso al crédito <i>Mirosalba Lara</i>	289

## INTRODUCCIÓN

La crisis financiera que estalla en 2007 ha seguido presentando momentos muy agudos de contracción crediticia generalizada y quiebras financieras y empresariales más o menos administradas. Hasta nuestros días continúa como una crisis de la zona euro que se prolonga no sólo debido a los evidentes problemas de la arquitectura monetaria y crediticia con que esta moneda nació, sino también por la propia crisis del modelo de negocios financieros.

Sin embargo, a casi ocho años de su estallido, lo más grave es que se avanza poco y en una mala dirección en la construcción de las instituciones y fórmulas para administrar y contener un nuevo episodio de crisis financiera global. Más aún, las políticas gubernamentales continúan socavando las bases mismas de las economías y de los propios sistemas financieros. Se impulsan políticas de austeridad, alejando día con día las posibilidades de una dinámica recuperación económica de largo plazo y, a la vez, creando las bases para seguir en la enorme incertidumbre económica y fragilidad financiera de todos estos años.

Tampoco encontramos en el horizonte las fuerzas e instituciones que puedan revertir las políticas de austeridad basadas en el enorme y absurdo dogmatismo de reducir el gasto público, sobre todo en inversión, y recortar los salarios y el empleo, insistiendo que ello lleva a la recuperación eco-

nómica cuando se ha demostrado reiteradamente que ello no sucede.

A pesar de la depresión económica de gran parte del mundo capitalista o, mejor aún, precisamente por ella, la crisis ha impulsado transformaciones económicas y políticas. La globalización financiera durante la crisis ha mostrado un nuevo nivel. La exacerbada competencia económica y financiera desató una nueva ola de fusiones; el aumento de las deudas públicas para los rescates financieros se ha convertido en instrumento de transferencias, desde los presupuestos públicos a los mercados financieros, pero también en vehículo de chantaje de los acreedores. Los enormes obstáculos para una actuación conjunta de los gobiernos, incluso al seno de Europa, los deficientes resultados del G-20, la escasa cooperación de los bancos centrales y las dificultades que estos mismos enfrentan para contener las más depredadoras fórmulas de competencia entre los consorcios financieros globales, todo ello apunta a una creciente limitación de las instituciones públicas, los partidos políticos y las muy diversas organizaciones sociales para contener o al menos limitar los daños de la destructiva competencia en el curso de la depresión.

Asimismo, asistimos a una nueva ola de relocalización industrial, intensificación de la explotación de los recursos naturales, descensos de los salarios y mayor flexibilización y precariedad laboral.

Las consecuencias sociales más evidentes son la amplia militarización, al mismo tiempo que crecen los grupos de delincuencia organizada y sus armas, y el crimen recluta más jóvenes. Pero existen muchas otras no tan evidentes aunque igualmente destructivas, como la falta de mantenimiento e inversión en las infraestructuras urbanas que, por ejemplo, han hecho más frágiles las ciudades a catástrofes naturales, las crecientes dificultades de transporte urbano o las diver-

sas consecuencias sobre las familias, la salud, la educación y la vida cotidiana.

En tal contexto, este libro tiene el objetivo de estudiar las consecuencias más destacadas de la crisis financiera internacional iniciada en 2007. Se trata de un análisis no conclusivo, en la medida en que el proceso se encuentra en curso. Sin embargo, se propone analizar dos órdenes de procesos: los relacionados con nuestra comprensión teórico-analítica del crédito y el dinero y los vinculados con la dinámica de los procesos de financiarización. En el primer caso se estudia precisamente el proceso de la crisis y cómo muestra los límites relativos que la globalización alcanzó. Se trata de un ejercicio histórico-teórico, puesto que permite comprender las fuerzas y contratendencias de un proceso dinámico pero contradictorio en su esencia. Asimismo, se realizan exploraciones teórico-analíticas en los temas de la ganancia, las crisis y la inestabilidad financiera.

Respecto del segundo orden, acerca de los procesos de financiarización, éstos requieren estudiarse en diversos planos de análisis, por ejemplo, de manera sectorial considerando las industrias minera y petrolera, como modelos de dicha dinámica. Se avanza también considerando procesos nacionales y locales, en este caso mediante el estudio de países como España, Estados Unidos y, por supuesto, México.

La hipótesis central que guía toda esta aproximación es que la crisis financiera continúa llevando a cabo múltiples transformaciones económicas y sociales, integrando un patrón de concentración de rentas que se convierten en rentas financieras bajo diferentes procesos y modalidades. Este libro lleva implícito el lineamiento en torno al capital rentista de Keynes. No obstante, es crucial dar continuidad al estudio a profundidad puesto que se trata de muy diversas temáticas que desafían nuestra comprensión sobre los procesos económicos contemporáneos.

La aportación original de esta obra puede observarse en las temáticas abordadas, en la comprensión misma del fenómeno de transformación y crisis financieras y económicas, en la integración consistente entre los procesos financieros y económicos pero, sobre todo, en la metodología que permite convocar a destacados expertos en múltiples temáticas económico-financieras, sociopolíticas e incluso jurídico-institucionales en una reflexión sustantiva que es la enorme transformación del capitalismo de nuestros días.

Así, este libro inicia justo con la exposición de algunos de los límites alcanzados en la globalización puestos a la vista por la crisis de 2007, tanto por lo que toca a la enorme interconexión financiera creada por más de 20 años, como por las diferentes consecuencias de la propia crisis por países y regiones. Un ejemplo de dichos procesos, y que es fundamental para entender la economía mexicana, es la crisis española, misma que se estudia en uno de los capítulos, en el que se sostiene que las políticas por las que se pretende avanzar para enfrentar y solucionar la crisis están empobreciendo de forma acelerada a la sociedad.

Más adelante se presenta un estudio de la inestabilidad en América Latina, analizada a partir de las consecuencias de la inversión extranjera y el amplio espacio de las fusiones y adquisiciones impulsadas por la crisis. Además, se estudian las condiciones en las que la deuda pública de los países desarrollados no sólo ha sido un componente fundamental para el rescate de las entidades financieras en crisis, sino también para estabilizar los precios de los activos financieros. La estrategia del Sistema de Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) de ampliar el seguro de depósito a las operaciones financieras de los bancos de inversión configuró un nuevo escenario en el que todos estos instrumentos en los mercados pueden alcanzar formas de garantía pública. Se sostiene que a pesar de todas las acciones de los gobiernos y del G-20 para

solucionar y prevenir nuevas crisis, el verdadero debate, que es la recuperación del financiamiento, ni siquiera está en cuestión, sólo se considera que es un posible resultado del mercado. A pesar de que la propia crisis está demostrando los límites del mercado para el financiamiento, para elevar el crecimiento y el empleo, aún así no se cuestiona acerca de la verdadera capacidad del mercado para satisfacer los objetivos de bienestar y desarrollo que las diferentes sociedades se han planteado desde el siglo pasado.

Con todo ello se despliega el análisis del papel que los bancos centrales han desempeñado en la crisis, no nada más como agentes del gobierno para el ejercicio de las políticas monetarias, sino en especial como agentes estabilizadores de las múltiples vertientes de la competencia financiera que la crisis normalmente abre. Todo ello permite entender con precisión cómo se despliega la confianza sobre el dólar a pesar de haber sido el mercado donde nació la gran crisis, de manera que la deuda estadounidense aún es un soporte fundamental de la estabilización financiera.

Las fórmulas de reorganización financiera y la función de los bancos centrales llevan a estudiar las condiciones más generales de la competencia financiera y económica que la propia financiarización está desarrollando. Por ello este libro también incluye un trabajo que se dedica a las amplias condiciones bajo las cuales la financiarización recrea las crisis y cómo estas condicionan un significativo costo sobre los trabajadores y sus salarios. Las fuertes presiones deflacionarias reducen en cada momento el ingreso de las familias y la masa de ingresos en cada uno de los países, con claras consecuencias sobre la concentración del ingreso.

Sin embargo, todo ello difícilmente podría entenderse sin profundizar en las diversas expresiones de la crisis económica y financiera en algunos segmentos fundamentales de la economía mexicana, como la inversión como componente

primordial de la demanda, el empleo y los salarios. Se analizan también sectores económicos como el de la minería debido a su enorme capacidad para generar divisas o bien, para contribuir a la exportación de capitales. El análisis de la financiarización en México abre un capítulo fundamental en el estudio de los empleos y los salarios porque permite destacar que la mayor pérdida económica de largo plazo para la economía mexicana es la enorme dilapidación de recursos humanos, voluntades y sueños.

Un elemento fundamental para la consideración de políticas y estrategias de desarrollo alternativas es la comprensión de la financiarización de los tipos de cambio, la enorme participación de los mercados en la formación de los precios de las monedas y la enorme capacidad de éstos para determinar las economías no solamente en desarrollo. Se trata de una visión original que debate toda la economía monetaria dominante y el papel de la política monetaria en la determinación del tipo de cambio. Otro de los ámbitos de la financiarización, aunque menos analizado, es el tema del endeudamiento de los gobiernos locales, las diferentes fórmulas de formación de deuda en gran medida impulsada por el abandono de los gobiernos de su política crediticia y, en el caso de México, de las enorme restricciones que se les han impuestos a los bancos de desarrollo. Las infraestructuras públicas quedan cada vez más en manos de la escasa capacidad financiera de los gobiernos locales y con ello de sus capacidades de endeudamiento en los mercados financieros, al punto en que una porción creciente de sus ingresos futuros está siendo comprometida para el servicio de su deuda. Finalmente, otro de los graves problemas que la economía enfrenta es la insuficiencia en el financiamiento al sector privado, sobre todo a las empresas micro, pequeñas y medianas, a cuyo cargo está la mayor parte de la generación de empleo. La pérdida de la banca de desarrollo implicó

también perder un instrumento fundamental para las políticas crediticias contracíclicas para el sostenimiento de la actividad de estos segmentos empresariales fundamentales.

En México, las políticas instrumentadas por el lado de la oferta, reflejadas en el objetivo único de control inflacionario, en conjunto con la liberalización del comercio internacional y del sector financiero, han sido la base de los errores monumentales que generaron esta profunda crisis económica. Ello mismo subraya la necesidad de que la demanda agregada crezca para mantener el funcionamiento del sistema y la confianza en los mercados, incluidos los de bienes y servicios, y las posibilidades de creación de empleo estable y de largo plazo.

Este libro es parte del proyecto de investigación IN300612. Deuda, circuitos financieros y deflación, PAPIIT-DGAPA. Se agradece el apoyo de los becarios César Duarte, Luis Antonio Espinosa, Jorge Chagoyan y Aldo Blanco.



PRIMERA PARTE:  
CRÉDITO Y MONEDA  
DESPUÉS DE LA GRAN CRISIS



# I. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: NUEVOS LÍMITES A LA GLOBALIZACIÓN

*Samuel Lichtensztein\**

## INTRODUCCIÓN

En este capítulo se realiza una tipología de los efectos sociales y políticos de la crisis financiera internacional, como alternancias gubernamentales en países miembros de la Unión Europea, así como importantes cambios económicos, como salvamento a grandes sectores bancarios, implementación de políticas que conlleven a la reducción del gasto social, disminución de subsidios, etc. No obstante, países en desarrollo han sabido contrarrestar los efectos de la crisis sin sufrir serios tropiezos en sus tasas de crecimiento, es por ello por lo que esta región, aun con su relativa solidez económica, necesita tener un sistema económico robusto que permita enfrentar una caída repentina de la economía mundial cuando grandes potencias como Estados Unidos, o inclusive China tengan épocas de recesión.

\* Coordinador del Programa de Estudios sobre Integración Regional y Desigualdad América-Europa (PIDAE), Universidad Veracruzana.

CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL  
Y AGRAVAMIENTO DE LA CRISIS EUROPEA

Hace un año presentamos una ponencia en el Seminario Crisis, Estabilización y Desorden Financiero que tenía por objetivo prestar atención a los efectos sociales y políticos de la crisis financiera internacional [Lichtensztein, 2012]. En esa ocasión realizamos una tipología de las experiencias europeas en la que detallamos seis países que habían tenido alternancias en sus gobiernos con motivo de la crisis y ya advertíamos que existían por lo menos otros cinco que presentaban condiciones para cambios de gobierno además de serios conflictos sociales. De los cinco países citados, tres ya han sufrido cambios políticos (España, Italia, Bélgica). A estos cabe agregar a Francia, donde en fecha reciente se impuso el candidato socialista, y ahora a Grecia, por las dificultades para lograr un gobierno de coalición dada la oposición existente para mantener una política aguda de austeridad. Seguramente, a estos cambios de gobiernos se agregarán otros en el futuro en la Unión Europea.

Subrayamos también, en su oportunidad, que la crisis financiera y sus secuelas han creado un caldo de cultivo de insatisfacción y rechazo contra una realidad económica y social decadente que en los países europeos se canaliza por la vía electoral y las movilizaciones sociales, mientras que en el mundo árabe, cerradas esas opciones y sin sensibilidad de parte de diversos gobiernos del Medio Oriente y África, brotan rebeliones populares que exigen mayores libertades, bienestar y menos corrupción.

Más allá de los cambios políticos, se verifican políticas macroeconómicas convergentes que en Estados Unidos y sobre todo en Europa tienden a acentuar los procesos recesivos e inequitativos provocados por las crisis financieras. Es así que en esas economías se adoptan severos recortes al gasto

y la inversión sociales, se mantienen muy elevadas tasas de desempleo –en especial entre la población joven y universitaria–, se incrementan los niveles de pobreza de las clases medias, se profundizan las brechas de desigualdad en materia de ingresos, servicios y riqueza, y se desatan mayores tensiones producidas por el aumento de los movimientos migratorios internacionales. Esas políticas macroeconómicas, son muy similares a las neoliberales del pasado, puesto que reducen sus propósitos a objetivos fiscales de austeridad en el gasto público que repercuten sobre gran parte de la población al disminuir la gravitación de las políticas sociales y aumentar los impuestos regresivos, todo lo cual lleva a mercados internos a la baja y a procesos de recesión, sin perspectivas ni medidas de apoyo a la producción. Esas políticas se caracterizan también por insistir en la necesidad de las llamadas reformas estructurales, que reducen el espacio estatal, estimulan la privatización y disminuyen la protección de los derechos laborales.

Esos fenómenos, afirmábamos, ya no son de corto plazo ni corresponden a una coyuntura, representan momentos que conforman un proceso de inflexión histórica del capitalismo. Con el correr de los años y la continuidad de la crisis financiera, ese proceso implicaría una reestructuración de espacios y una reorganización sociopolítica de importantes regiones y formaciones nacionales.

A lo largo del año 2011 y hasta el 2013, la crisis ha continuado y se agravó desde el punto financiero con la de Grecia y después de España, lo que ha obligado al nuevo gobierno de este país –contra lo prometido en la campaña electoral– a volver a comprometer fondos públicos en el salvataje de bancos privados. Asimismo se acentuaron las secuelas sociales y políticas antes mencionadas, sobre todo el incremento de los índices de desempleo y los fenómenos de recesión económica. El costoso rescate griego no sig-

nifica, ni mucho menos, que la crisis de ese país y la crisis financiera internacional se hayan superado. Tampoco evita que nuevos conflictos y contradicciones amenacen la estabilidad y la cohesión de la Unión Europea. Al mismo tiempo, el eventual nuevo rumbo que Estados Unidos asumirá luego de la elección presidencial aumenta el clima de incertidumbre internacional.

#### G20 Y SUS LIMITACIONES PARA ENFRENTAR LA CRISIS GLOBAL

Desde el punto de vista financiero, y se hará notorio en el próximo encuentro que tendrá lugar en noviembre de 2014 en Australia, las propuestas de mayor regulación del G20 han venido a menos en cada reunión. En materia de capitalización de los bancos se acordó, bajo presión de las grandes corporaciones, acceder a prorrogar los plazos para cumplir con los compromisos previos, en tanto que el impuesto a las transacciones financieras sigue en discusión. Tampoco ha habido avances en cuanto a imprimir cambios en el funcionamiento de los organismos internacionales, como se había prometido. Por el contrario, aún predominan las mismas estructuras de poder en el FMI y el Banco Mundial. El nombramiento del doctor Yim Yong-Kim, aunque de origen coreano, no rompió la regla de que el Banco Mundial fuese presidido por un ciudadano estadounidense. Seguramente, el presidente Obama hará valer esa designación ante el G-20 como un triunfo de una selección por méritos ante candidatos de otros países y de la mayor atención a los problemas sociales, como el de la salud, por parte del Banco Mundial. Mientras tanto, y hasta que no se demuestre lo contrario, ambas instituciones defienden las políticas basadas en los criterios de estabilización a toda costa y de ajuste estructural

que fueron abiertamente cuestionadas en las crisis financieras del pasado.

Es posible que el proceso de nacionalización de Yacimientos Petroleros Fiscales en Argentina domine parte de las discusiones del G-20, basándose en la postura dominante en ese ámbito de atacar el proteccionismo (el cual no roza tales prácticas de los países industrializados) o el respeto jurídico a las inversiones extranjeras.

Tampoco ha podido contrarrestarse la influencia que las calificadoras de riesgos ejercen sobre los mercados y sus polémicos criterios con los que juzgan a las economías.

Finalmente, sin pretender agotar los puntos en que el G20 ha demostrado carecer de fuerza para imponer ciertos cambios en la estructura financiera internacional, cabe mencionar cómo se ha venido obviando la cuestión de los paraísos financieros. Mientras las políticas fiscales, con motivo de la crisis, se abaten sobre la población mediante la disminución de gastos público, la eliminación de subsidios y el aumento de impuestos, los paraísos financieros prosperan. Sesenta y cinco por ciento se alimenta del fraude y la evasión fiscal de las filiales de bancos y multinacionales, 25% de operaciones del crimen organizado y se estima que 15% proviene de la corrupción [Escario, 2011].

La Unión Europea sigue amenazada en su continuidad y en la coordinación de sus políticas. En particular, el alejamiento de Gran Bretaña del Pacto Fiscal, las posiciones de la actual presidente socialista Cristina Fernández de Kirchner, acerca de revisar dicho pacto, la resistencia de Grecia con respecto a esto y el aumento que el nuevo gobierno español pronosticó este año para el déficit fiscal (mayor que el autorizado por las autoridades de la Unión Europea) son algunos signos de rebeldía que aparecen en el horizonte. La debilidad de Grecia y los posibles nuevos requerimientos de rescate por otros países europeos muy comprometidos

seguramente serán motivo de nuevas fricciones en un futuro inmediato.

#### VULNERABILIDADES DE AMÉRICA LATINA FRENTE A LA CRISIS

Mientras tanto, algunos países de América Latina, como Argentina, Brasil, Perú, Colombia, Uruguay, y de Asia han asimilado la crisis internacional sin sufrir, salvo en sus comienzos, serios tropiezos en sus tasas de crecimiento. Por el contrario, con algunos altibajos, sus exportaciones se han mantenido como un sostén importante de la economía en su conjunto, aunado a un crecimiento del mercado interno.

Todo ello se ha dado con una importante acumulación de reservas internacionales, en algunos casos reforzada por el ingreso de capitales especulativos en sus atractivos mercados de capital. Esos procesos de bonanza han propiciado una menor pobreza a nivel regional, pero a la vez han producido una desigual distribución del ingreso y una mayor concentración de la riqueza nacional que comienzan a emerger como problemática social y política, hecho que ya se ha advertido en América Latina [Bárcenas, 2010].

Cabe señalar que esa realidad también forma parte de las preocupaciones en China. Así, el presidente de los Institutos de Relaciones Internacionales Contemporáneas de China, doctor Yuan Peng, afirma que “el fruto del desarrollo económico ha beneficiado a una parte pequeña de la población [...] La producción de productos con bajo valor agregado no ha cambiado mucho el nivel de vida de la población” [Peng, 2011]. De ahí que la nueva estrategia considere reforzar el mercado interno y mejorar el valor agregado de sus productos mediante el desarrollo de innovación y el progreso científico-técnico.

Los problemas en el recambio de la dirección del gobierno chino se originan en enfoques enfrentados de continuar o cambiar las características de su gran crecimiento de los últimos años, sin desarrollo social y político ampliado, y la existencia de múltiples denuncias de corrupción, sobre todo en las provincias.

El ciclo económico positivo para algunos países de América Latina empieza ya una fase descendente que, por una parte, proviene de los factores de desaceleración que se originan en China, una muy lenta recuperación de Estados Unidos y una abierta recesión de la Unión Europea que en conjunto representan más de las tres cuartas partes de la economía mundial. Pero además, en América Latina se observan problemas estructurales internos ligados a distorsiones y heterogeneidades productivas que obedecen a que la mayoría de los países de la región no ha abandonado un patrón primario exportador. A ello cabe agregar problemas de inflación y competitividad secundarios a problemas originados por tipos de cambio sobrevaluados que comienzan a corregirse por la vía de medidas proteccionistas como las que aplican Argentina y Brasil, socavando el Mercosur y los convenios comerciales con otros países.

En ese contexto es dable pensar que los procesos de integración en la región se debiliten y se establezcan bloques más informales de cooperación, lo que se corresponde, quizá en menor medida, con lo que cabe pensar se produzca en la Unión Europea.

#### A MANERA DE CONCLUSIÓN

A título de conclusión preliminar podría conjeturarse que las tensiones sociopolíticas provocadas por la crisis financiera internacional comienzan a hacer aflorar tímidamente

intereses o cuestiones nacionales arropados o encubiertos por principios de soberanía que en los últimos tiempos habían venido a menos. Por un lado, ello lleva a deteriorar la unidad y el espíritu comunitario de los procesos de integración así como a pretender revisar los tratados y los acuerdos que forjaron la Unión Europea y el Mercosur, por citar los más evidentes. Por otro lado, la globalización financiera sigue presente, a no dudar. Pero, quizá pueda aventurarse que estas miradas nacionales y la paulatina revisión de los procesos de integración pueden representar límites al auge del capital financiero como vanguardia de la globalización contemporánea.

#### BIBLIOGRAFÍA

- Bárcena, Alicia (coord.) [2010], *La hora de la igualdad. Brechas por cerrar y caminos por abrir*, Brasilia, CEPAL, pp. 289.
- Escario, José Luis [2011], *Paraísos fiscales. Los agujeros negros de la economía globalizada*, Madrid, Los libros de la Catarata, pp. 128.
- Lichtensztein, Samuel [2012], “Efectos sociales y políticos de la crisis financiera internacional”, *Ola Financiera*, núm. 11, enero-abril, México, UNAM, pp. 50-64.
- Peng, Yuan [2011], “El camino del desarrollo de China en el contexto de la transformación de poderes en el mundo”, *Orientando*, año 2, núm. 3, octubre 2011-marzo 2012, Xalapa, UV, pp. 33-38.

## 2. POLÍTICAS DE AUSTERIDAD Y DEUDA PÚBLICA

*Eugenia Correa\**

### INTRODUCCIÓN

Han pasado más de seis años del estallido de la gran crisis y aún no es posible visualizar el camino que podría emprenderse para restablecer el financiamiento. Los grandes bancos globales están más preocupados por mantener el valor de los activos financieros con crecientes flujos de renta, mientras que los gobiernos están empeñados en reducir el gasto público, en una lucha inútil por contener los balances deficitarios.

En realidad, la administración de la crisis financiera global se complica día con día. No llegan ni siquiera a ejecutarse los acuerdos del G20, a pesar de su limitado alcance. De manera que los trabajos del Financial Stability Board (agente del G20 para asuntos financieros) apenas avanzan en temas como normas de capitalización de las instituciones financie-

\* Posgrado de la Facultad de Economía, Universidad Nacional Autónoma de México.

ras, buscando que a mayor riesgo de sus activos, mayor capital y reservas; respuestas de gobierno concertadas previamente frente a la posible quiebra de entidades financieras sistémicas y globales, conocidas como efectivos regímenes de resolución; regulación sobre las prácticas de emisión de valores con hipotecas subyacentes; regulaciones sobre las prácticas de las agencias calificadoras; y concertación entre los gobiernos de medidas de cooperación para administrar futuras crisis financieras internacionales, todo ello en el sentido de buscar evitar una nueva crisis financiera o intentar dotarse de mejores instrumentos para administrarla, en la medida en que se trata de una crisis internacional que reclama la concurrencia de muy diferentes voluntades políticas e intereses económicos.

Aunque tratar de evitar una nueva crisis financiera global es un objetivo importante para el trabajo de las entidades de diálogo y concertación internacional, el camino elegido está lejos de ser eficaz y tiene la característica de distribuir de manera muy desigual los costos de los rescates y quiebras [Correa, 2012].

El verdadero tema que es la recuperación del financiamiento ni siquiera está en el debate, solamente se considera que es un posible resultado del mercado. A pesar de que la propia crisis está demostrando los límites del mercado para el financiamiento, para elevar el crecimiento y el empleo, aún así no se cuestiona acerca de la verdadera capacidad del mercado para satisfacer los objetivos de bienestar y desarrollo que las diferentes sociedades se plantean desde el siglo pasado.

En este trabajo se analiza el desempeño de políticas de austeridad que se despliegan de una manera muy desigual entre países, regiones y la población. Después se elabora una crítica a las versiones de la crisis que la atribuyen al acelerado crecimiento de la deuda pública y se sostiene que además de que ha crecido debido a los rescates bancarios que

han estado a cargo de los gobiernos, la deuda pública es un instrumento fundamental para estabilizar los precios de muchos otros activos financieros. Finalmente, se proponen algunas hipótesis sobre la trayectoria del financiamiento poscrisis, cuando el modelo de negocios financieros más que tomar nuevos rumbos parece confirmarse en la competencia monopolista, creando y destruyendo nuevas burbujas financieras, con muy poca referencia a los graves problemas del financiamiento productivo.

#### AUSTERIDAD GENERALIZADA O SELECTIVA

Con la crisis financiera, en especial desde 2009, empezaron a repetirse las históricas frases de restaurar las finanzas públicas, avanzar hacia la consolidación fiscal o contener el crecimiento de la deuda pública en un techo no mayor de 90% del PIB, de manera que se pretendía terminar lo más rápido posible con los paquetes de estímulo fiscal y rescate financiero. Los primeros, ahí donde se instrumentaron, fueron pequeños, de corto alcance y duración, preocupados en enfrentar la quiebra de grandes empresas no financieras. Mientras que los segundos han debido de sostenerse e incluso generalizarse y profundizarse en muchos países, sobre todo con el transcurrir de la crisis financiera europea que se alarga hasta 2013 y muy posiblemente por más tiempo.

Actualmente, las frases que predominan son, por ejemplo, establecer metas creíbles de descenso del déficit público, limitar el sobrecalentamiento de la economía o alejarse de políticas populistas que pueden aliviar temporalmente ciertos problemas pero que generan otros mucho mayores como la inflación.

Estas famosas frases tienen una larga trayectoria en los países de América Latina. En los años 80 estalla la crisis fi-

nanciera producida por la conjugación de desregulación financiera y política monetaria contraccionista de la Reserva Federal de EU (Fed), la cual quedó en la historia de las crisis como la crisis de deuda. Ya desde entonces y con el propio lenguaje y caracterización de la crisis se culpa a la víctima, apareciendo como crisis de deuda y no como una crisis de crédito.

Así, cuando el club de acreedores de los países en desarrollo inicia la administración de la crisis financiera buscando salir lo más rápido y mejor librado posible de la incapacidad propia de continuar expandiendo el crédito, una de las primeras políticas impuestas fue la reducción del déficit presupuestal. Casi ocho años después de esta crisis financiera nació el decálogo de John Williamson conocido como el Washington Consensus. De nuevo ahí se reafirma el primer lugar que tiene en las políticas de administración de la crisis de los presupuestos equilibrados [Williamson, 1990]. Diez años más tarde Williamson y Kuczynski [2003] plantean presupuestos superavitarios para la estabilidad macroeconómica [Correa, 2008].

Después de muchos años de políticas de austeridad, América Latina ha podido experimentar plenamente las consecuencias de no ejercer una política contracíclica en los momentos de descenso del crecimiento y recesión. Más aún, muchos países han experimentado, después de las sucesivas crisis provocadas por la liberalización financiera, cómo las políticas públicas procíclicas profundizan el proceso de deuda y deflación.

Es decir, los conocidos compromisos estabilizadores de contención del déficit y la constante restricción del gasto público han sido instrumentos fundamentales para estimular el proceso de venta de activos domésticos tanto públicos como privados, o de quiebra de empresas y empresarios locales. La austeridad es sin duda una poderosa arma de contención

para doblar los intereses financieros y empresariales domésticos. En América Latina esto ha venido abriendo paso a la expansión de las importaciones, de los flujos de inversión directa y de cartera, y a las privatizaciones. Sobre todo en los últimos años ello ha significado una profundización de la privatización de servicios públicos básicos, energía, salud, seguridad social, educación y casi todos los renglones en los que el gasto público se desempeña tradicionalmente [Coorea, 2010].

En la gran crisis, y en particular en la crisis europea, ello se presenta de modo aún más descarnado. Por ejemplo, los ministros de Economía de los Veintisiete de Europa (Ecofin) decidieron otorgar al gobierno de España dos años más, hasta 2016, para reducir el déficit por debajo de 3% del PIB, pero han exigido a cambio que dicho gobierno acelere las reformas económicas, en especial las del sistema de pensiones y el incremento de impuestos. En cuanto al sistema de pensiones, se reclama alargar la edad de jubilación y disminuir el monto de las pensiones de los jubilados. Con respecto al incremento de impuestos, se pretende aumentar el IVA a varios productos, sobre todo combustibles, y eliminar las deducciones en el impuesto sobre la renta de las personas y las corporaciones. En el sistema de salud, por medio de las reformas están transitando de un sistema de salud universal y gratuito a uno otorgado por empresas privadas y soportado en parte por el presupuesto público y en parte con el pago de los servicios por los usuarios. En España el ajuste se inició con la idea de que se estaban resolviendo los problemas y que para 2013 se recuperaría el crecimiento; en cambio, este año se prevé que tendrá el descenso económico más importante desde que inició la depresión y por cuarto año consecutivo.

El caso de Grecia es mucho más dramático; se han emprendido todas las reformas: laboral, seguridad social, fis-

cal, etc.; se han realizado recortes en pensiones y salarios, incluido el salario mínimo, así como despidos masivos de empleados públicos; los servicios públicos están quebrados y paralizados. La tasa de desempleo alcanza casi 28% y se suprimieron los contratos colectivos. Igualmente, cuando se iniciaron los programas de estabilización se consideraba que Grecia volvería a crecer en 2013 contrario a esto, han alcanzado su sexto año consecutivo de depresión, con tasas negativas de entre 3 y 7 por ciento.

En el cuadro 1 puede observarse el cálculo que realiza el FMI sobre el déficit público, para lo cual toma en cuenta el balance del gobierno general y por tanto no considera el resto del sector público, y lo determina sobre la base de una estimación más, que es el llamado producto interno potencial. Una precaución más es que el año 2013 es una estimación de abril de 2013 del FMI y en muchos casos el nivel del déficit será mucho mayor.

Los ejemplos del fracaso de las políticas de austeridad por cuanto a sus objetivos explícitos son muchos, en muy

CUADRO 1. BALANCE ESTRUCTURAL DEL GOBIERNO GENERAL COMO PORCENTAJE DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO POTENCIAL

	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2013
Estados Unidos	0.5	-4.5	-4.1	-2.7	-0.9	-3.4	-8.5	-4.6
Japón			-3.6	-4.6	-7.8	-4.6	-7.9	-9.5
Reino Unido	-4.0	-4.5	-4.1	-2.7	0.4	-3.4	-8.5	-4.6
Francia	-1.4	-2.2	-3.8	-4.8	-2.6	-2.9	-4.6	-1.2
Alemania			-3.1	-2.7	-1.8	-2.6	-2.3	0.0
Italia		-10.9	-12.4	-7.7	-3.2	-5.4	-3.6	-0.2
España					-0.9	-1.5	-8.0	-4.5
Portugal				-4.3	-4.2	-6.1	-9.0	-2.9
Grecia		-10.3	-14.9	-5.9	-2.0	-6.7	-12.2	-0.4

Fuente: Elaboración propia con información de International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, abril 2013. Estimación para el año 2013.

diferentes países y momentos durante los últimos más de 30 años. El propio FMI tiende periódicamente a reconocer que ha cometido excesos en los programas de ajuste, realizando estimaciones inadecuadas, pero a renglón seguido continua imponiendo la austeridad a su paso con toda legitimidad, por ejemplo, la corta nota de Blanchard sobre la subestimación de los multiplicadores fiscales [FMI, 2013: 47].

Así, las políticas de austeridad impuestas están mostrando que cuanto más se recorta el gasto público, más contracción económica se produce y el déficit público se mantiene o eleva [Weisbrot, 2012]. Ni siquiera una política de elevación del nivel de tributación en medio de la recesión contribuye a disminuir el déficit público. En realidad, el déficit público se estabiliza cuando las economías empiezan a crecer bajo el estímulo de políticas contracíclicas suficientes y bien dirigidas; no cualquier dirección de incremento del gasto público puede tener el efecto multiplicador deseado [Kalecki, 1943; Seccareccia, 2013]. Un incremento del déficit impulsado principalmente por la elevación del gasto público destinado al pago de intereses de la deuda pública puede ejercer un efecto multiplicador muy pequeño en la medida en que no tiene una consecuencia sobre la demanda.

A lo largo de las sucesivas crisis financieras de los últimos 30 años es posible constatar que el FMI ha impulsado las políticas de austeridad de manera general para todos los países, no importa cuál sea el nivel de déficit o de deuda que estos tengan al inicio de ella; por ejemplo, España, que en 2007 tenía un superávit público de 2.23% del PIB y una deuda pública de 36.2% del PIB, o a finales de los noventa en la crisis asiática, cuando Malasia y Tailandia también tenían superávit público. Al mismo tiempo, el FMI exige y controla de manera discrecional estas políticas de austeridad a los diferentes países y sus gobiernos, las cuales se han impuesto sobre todo a países en desarrollo durante todos estos años en el

transcurso de la crisis políticas procíclicas con consecuencias devastadoras sobre sus economías, en particular debido al enorme desperdicio de capacidades productivas de los trabajadores desempleados por largos periodos e incluso generaciones de jóvenes calificados que se ven sometidos al subempleo de forma permanente [Correa, 2013].

Las diferentes condiciones y contradicciones entre los distintos intereses en confrontación con el desempeño de las políticas de austeridad muestran que estas políticas no tienen ni han tenido un carácter meramente técnico de ajuste de variables macro a condiciones de funcionamiento preestablecidas como viables. Son en realidad políticas que se desarrollan en medio de intereses domésticos y globales con diferente estructura y condiciones de ejercicio del poder económico. Por ello, la austeridad ha sido devastadora por segmentos y países, mientras que otros parecen menos afectados e incluso ganadores en el reparto de las rentas producidas. Si bien es cierto que las políticas de austeridad, por definición, producen contracción económica, recesión e incluso depresión como está sucediendo en algunos países, otros segmentos parecen estar logrando transformaciones aceleradas en su estructura productiva.

De manera general, estas políticas son básicamente reestructuradoras de la relación Estado-economía, abren paso a una transnacionalización económica masiva y una amplia concentración de las rentas producidas como rentas financieras. La propia concentración y transferencia de rentas se ha convertido en un obstáculo a la expansión de la demanda y, en esa medida, en un enorme obstáculo para reanudar el crecimiento. Esta tendencia a la concentración acompañada de depresión crónica es una fuerza de reestructuración productiva, pero también social, política e institucional.

Se trata de un proceso con una enorme potencialidad de destrucción de capacidades productivas, en especial por

la desocupación, que se mantiene muy elevada en muchos países, por la masiva decadencia de los sistemas educativos al alcance de la mayoría de la población y por la creciente enajenación social e institucional.

#### DEUDA PÚBLICA: PROBLEMA O SALIDA DE LA GRAN CRISIS

En el trabajo de Reinhart y Rogoff [2010] se argumenta que la relación entre el crecimiento y la deuda pública es relativamente débil si se mantiene en niveles normales, pero cuando se ubica por encima de 90% del PIB, el crecimiento se hace más lento en alrededor de 1%. Un alto nivel de deuda (es decir, un nivel superior a 90% del PIB) en los países en desarrollo coincide también con elevados niveles de inflación. Analizando una base de datos disponibles para 44 países, estos autores señalan que:

Nuestra principal conclusión es que tanto en en los países avanzados como los de mercados emergentes, altos niveles de la relación deuda-PIB (por encima de 90%) están asociados con un notable menor nivel de crecimiento. Incluso mucho menores niveles de deuda externa-PIB (alrededor de 60%) están asociados con resultados adversos al crecimiento en los países con mercados emergentes [Reinhard y Rogoff, 2010: 577].

Se trata de un trabajo que ofreció la evidencia empírica suficiente y el análisis histórico necesario para justificar la generalización de las políticas de austeridad. Así, ningún país puede aumentar su deuda pública, incluso existiendo el ahorro doméstico necesario para mantener e incrementar la demanda de deuda gubernamental, pues cualquier aumento de esta deuda por encima de los parámetros encontrados

produce lento crecimiento, y en los países en desarrollo la deuda externa produce inflación.

Sin embargo, T. Herndon, M. Ash y R. Pollin [2013] encontraron errores y omisiones deliberados en la utilización de los datos disponibles efectuados con el objetivo de probar la hipótesis planteada aunque la información no lo hacía. Por ejemplo, redujeron el crecimiento promedio de los países con más alto nivel de deuda. Así, estos autores señalan que entre las 20 mayores economías hay un rango muy amplio de comportamiento del crecimiento en relación con la deuda y no existe tal nivel techo para la deuda pública. Más aún, concluyen que:

Especialmente las conclusiones de Reinhart y Rogoff han servido como un baluarte intelectual para apoyar las políticas de austeridad. El hecho de que sus conclusiones estén equivocadas debe conducir a reevaluar la agenda de austeridad tanto de Europa como de los Estados Unidos [Herndon *et al.*, 2013: 15].

A pesar de los ingentes esfuerzos realizados por el FMI y académicos e intelectuales afines, no existe evidencia empírica que apoye la idea de que la deuda pública llega a ser un obstáculo al crecimiento, de la misma manera en que se han hecho infructuosos esfuerzos por dar sustento a la idea de que el gasto público deficitario produce inflación.

La deuda pública de las mayores economías aumentó precisamente vinculada con los programas de rescate de las entidades financieras en crisis, como puede verse en el cuadro 2.

La deuda pública, como deuda soberana, es un estabilizador del mercado financiero doméstico. Es un instrumento para la expansión deficitaria del gasto que permite al resto de la economía, las familias y las empresas la colocación de sus excedentes. Es un instrumento de ahorro por excelencia, estable y sin riesgo. No compite con la deuda privada sino que, por el contrario, contribuye a estabilizar sus costos.

CUADRO 2. DEUDA PÚBLICA BRUTA COMO PORCENTAJE DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO

	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2013 <sup>e</sup>
Estados Unidos	42.3	55.8	63.9	71.1	54.8	67.4	98.2	108.1
Japón	51.4	67.7	68.0	92.4	142.1	186.0	216.0	245.4
Reino Unido	46.1	46.0	32.6	46.3	40.9	41.8	79.4	93.6
Francia	20.7	30.6	35.2	55.5	57.3	66.7	82.3	92.7
Alemania			39.5 <sup>a</sup>	55.6	59.7	68.5	82.5	80.4
Italia		88.7 <sup>b</sup>	94.7	121.6	109.2	105.7	119.3	130.6
España	16.5	42.0	42.5	63.3	59.4	43.2	61.3	91.8
Portugal			57.3	59.2	48.5	62.5	93.2	122.3
Grecia	22.6	46.7	73.3	99.2	103.4	101.2	147.9	179.5

<sup>a</sup> Dato de 1991.

<sup>b</sup> Dato de 1988.

<sup>c</sup> Estimado.

Fuente: Elaboración propia con información de International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, abril 2013. Estimación para el año 2013.

En realidad, la expansión de la deuda pública es el soporte fundamental para la existencia misma de las monedas domésticas. Sin embargo, no sucede lo mismo en la zona del euro, puesto que la creación de esta moneda común se realizó sobre la base de una permanente restricción del crédito público, desarticulando las condiciones de operación del prestamista de última instancia nacional, imposibilitando el desarrollo de políticas contracíclicas y la acción del gasto público deficitario para sostener la demanda y no sólo el valor de los activos financieros. Así, la deuda pública fue convertida en un pasivo a cargo de entidades que deben generar los ingresos para solventarla, como si se tratase de entidades privadas, modificando toda la potencialidad de la deuda y el gasto público.

De esta manera, ha venido sucedido en las economías en desarrollo cuando se ejecutan los programas de austeridad y se legisla para obligar a todos los gobiernos de cualquier

signo ideológico a mantener el equilibrio presupuestal y retirar los bancos centrales de la ampliación del crédito a los gobiernos. De manera que aunque no se construyen los acuerdos de creación de una unidad monetaria común, se obliga a los países a renunciar a políticas monetaria y fiscal soberanas.

#### FINANCIAMIENTO: INESTABILIDAD O DESARROLLO

Como adelantamos desde las primeras líneas de este trabajo, el problema central para la administración y salida de la crisis financiera es restablecer un orden monetario y financiero que permita la recuperación del financiamiento.

Por ahora, la recuperación del crédito en las mayores economías se ha acompañado de nuevos momentos de estrés y franca contracción. Se trata de una recuperación del crédito apoyada en los programas de rescate gubernamental, por lo menos en las mayores economías, y se ha dirigido principalmente a sostener el valor de los activos financieros titulizados y en las carteras de grandes inversionistas y entidades financieras globales.

Estas fórmulas de recuperación del financiamiento imprimen aún más inestabilidad a los mercados financieros. Además, dependen ampliamente de la expansión de la titulación del crédito, entre otras áreas: inmobiliario familiar y comercial en los países en desarrollo; financiamiento auto-motriz; titulación de activos en los sectores de servicios públicos básicos, servicios de salud y diferentes segmentos del amplio sector energético.

Asimismo, la titulación del financiamiento se expande a los distintos niveles de gobierno en los países en desarrollo y se exploran muchas otras áreas de negocios, como el fondeo para el financiamiento de acciones frente al cambio climá-

tico o cualquier otro activo que tenga o pueda tener algún flujo de renta presente o futura.

Estas fórmulas de generación de flujos financieros para las carteras de activos financieros ocasionalmente pueden implicar el desarrollo de infraestructuras o la producción de bienes y servicios que resulten en una mayor integración productiva regional, o en la incorporación de innovación y nuevas tecnologías o en la creación de nuevas fuentes de trabajo. Pero en la medida en que se trata sobre todo de satisfacer las metas de titulación y generación de rentas financieras, difícilmente producirán alguno de los resultados planteados o en todo caso estos serán un resultado indirecto y casual.

La globalización financiera precrisis fue parte del nuevo modelo de negocios que dio amplio soporte a la rentabilidad de crecientes activos concentrados en los grandes mercados. Sin embargo, la gran crisis global destruyó el modelo de negocios prevaeciente y muy rentable. Su reorganización a partir de la agudización de la competencia financiera global y de la quiebra y nuevo reparto financiero global puede ofrecer una salida temporal a la crisis global. El modelo de negocios altamente rentable y sustentado en la titulación y la innovación financiera quedó en parte destruido. En su reconstrucción participan las grandes entidades globales, tanto conglomerados financieros como no financieros. Sus profundas interconexiones parecen estrecharse aún más a través de los *private equity funds*.

Nuevas fuerzas y fórmulas de interconexión avanzan pero en medio de crecientes riesgos tanto por la franca opacidad de los mercados como por la sobredimensión alcanzada. Sólo la rentabilidad anual estimada para el segmento más concentrado de estos actores globales podría reclamar una cifra de alrededor de 15 billones de dólares, que en la actualidad representan alrededor de 25% del producto global.

La reconstitución del modelo de negocios financieros avanza lentamente en gran medida por la incapacidad de los gobiernos de las mayores economías para frenar la competencia financiera depredadora. La reorganización del modelo de negocios financieros va de la mano de la forma específica en que logre desenvolverse la recuperación de la economía mundial, especialmente en las mayores y las más globalizadas, pero también de las fórmulas en que se dirima la confrontación competitiva conglomerada que tiene sus escenarios en los propios sistemas financieros nacionales, pero que toda la interconexión entre entidades y operaciones también posee una dimensión global.

Simplificando, es posible imaginar dos trayectorias si bien con seguridad la realidad se moverá entre ambas: una de mayor concentración y profundización del modelo, aunque ello signifique continuar con la inestabilidad y la sucesión de episodios de crisis financieras; y la otra de regulación, estabilización financiera y pleno empleo.

En este segundo camino la reconstitución del financiamiento requiere en un primer momento nuevas direcciones del gasto público deficitario; dejar atrás el rescate y flotación de los activos financieros para avanzar hacia la creación de trabajos productivos y bien remunerados; frenar la tolerancia al fraude y la corrupción; avanzar en el financiamiento de la investigación científica y tecnológica; contener todo el fraude fiscal que esconden los paraísos fiscales; y renovar las formulas de financiamiento público directo a las infraestructuras de transporte masivo de personas, planeación para la inversión energética sustentable, entre las más importantes actividades que no pueden depender únicamente de la reactivación del mercado privado de crédito.

El debate respecto a las salidas a la crisis financiera global podría no enfocarse casi de forma exclusiva en cómo enfrentar la quiebra de las grandes entidades globales y devolver su

capacidad de negocios, sino sobre todo en aquellas políticas que contribuyan a restablecer el financiamiento, expandiendo el gasto público deficitario comprometido con el pleno empleo, y en el financiamiento público para el desarrollo.

## REFERENCIAS

- Correa, E. [2008], “Financiamiento, vulnerabilidad e inserción financiera externa de América Latina”, en E. Correa, J. Déniz y A. Palazuelos (coords.), *América Latina y Desarrollo. Estructura, Inserción Externa y Sociedad*, Madrid, Akal.
- \_\_\_\_ [2010], “América Latina: el superávit fiscal un obstáculo al financiamiento del desarrollo”, en G. Vidal, A. Guillén y J. Déniz (coords.) *Desarrollo y transformación: Opciones para América Latina*, Madrid, Fondo de Cultura Económica.
- \_\_\_\_ [2012], “Deuda pública, rescate y estabilización de los mercados financieros”, en Alicia Girón y Eugenia Correa (coord.), *El reto del siglo XXI: Regular el sistema financiero global*, México. IIEC-UNAM.
- \_\_\_\_ [2013], “Hacia una política de pleno empleo en México”, en E. Correa, A. Girón, A. Guillén y A. Ivanova (coords.), *Estrategias para un desarrollo sustentable*, México, Miguel Ángel Porrúa.
- FMI [2013], Perspectivas de la economía mundial. Hacer frente a los altos niveles de deuda y al alto crecimiento. <[www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/weo/2012/02/pdf/texts.pdf](http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/weo/2012/02/pdf/texts.pdf)>.
- Herndon, Thomas, Michael Ash y Robert Pollin [2013], *Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A critique of Reinhart and Rogoff*, Amherst, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst, p. 322.

- Kalecki, Michael [1943], “Political Aspects of Full Employment”, *Political Quarterly* 14; 4 (octubre).
- Kuczynski, Pedro Pablo y John Williamson [2003], *After the Washington Consensus: Restarting Growth and Reform in Latin America*. <<http://bookstore.piie.com/bookstore/350.html>>.
- Reinhart, C. y K. Rogoff [2010], “Growth in a Time of Debt”, *American Economic Review, Papers & Proceedings* 100:573-578., <<http://www.aeaweb.org/articles.php?doi=10.1257/aer.100.2.573>>.
- Seccareccia, M. [2013], “Budgetary Deficits and Overhanging Public Debt: Are They Obstacles or Instruments to Achieving Veritable Full Employment in Contemporary Market Economies? A Kaleckian/Institutionalist Perspective”, *Journal Issue* 47;2.
- Weisbrot, M. y J. M. Montesino [2012], *More pain, no gain for Greece: Is the Euro Worth the Cost of Pro-cyclical fiscal policy and internal devaluation?*, Washington, Center for Economic and Policy Research.
- Williamson, J. [1990], *Latin American adjustment: How much has happened?*, Washington, Institute for International Economics.

### 3. CONFIANZA EN EL DÓLAR Y LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA DE ESTADOS UNIDOS

*Alma Chapoy\**

#### INTRODUCCIÓN

En 2011 hubo reiteradas afirmaciones de que la economía mundial caería de nuevo en recesión porque su crecimiento era desigual y muy endeble, y el desempleo permanecía muy alto en varios países. La posibilidad de una nueva recesión obedecía principalmente a la crisis de deuda soberana en la eurozona y al debilitamiento de la economía de Estados Unidos. A mediados de 2011, vemos que algunas cuestiones políticas agravaron ambos fenómenos: la indecisión de los líderes de la eurozona y las disputas en el Congreso de Estados Unidos. La crisis por la deuda soberana europea amenazaba ya la incipiente recuperación mundial cuando se le sumaron los altercados en torno al tope de la deuda de Estados Unidos y, poco después, la degradación que Standard & Poor's hizo de la solvencia de ese país.

\* Investigadora titular del Instituto de Investigaciones Económicas de la Universidad Nacional Autónoma de México. La autora agradece la colaboración de Víctor Medina en el acopio de material.

Con la rebaja en la calificación de la deuda soberana de Estados Unidos y los problemas en la eurozona, también centrados en su deuda, resultaría lógico pensar que en la actualidad el principal problema de la economía mundial son las deudas excesivas. En realidad no es exactamente así. Por creer eso, en lugar de promover la recuperación se exigen presupuestos equilibrados y control estricto de la inflación. Desde luego, las deudas y los déficit son muy elevados, pero lo que se requiere es aumentar la inversión pública para crear empleo, aprovechando que las tasas de interés siguen bajas; siendo así, no es tan importante que los déficit públicos aumenten o que la inflación llegue, por ejemplo, a 5 o 6%, lo que urge es estimular el crecimiento y crear empleo. Pero, al parecer, quienes formulan la política económica están obsesionados con la inflación y los problemas de deuda, temerosos de hacer algo por el crecimiento.

La nueva recesión puede hacerse realidad si los líderes mundiales insisten en apretarse el cinturón cuando el problema es la insuficiencia del gasto público. Sin crecimiento económico, los déficit subirán aún más e impedirán que se reanude el crecimiento; es absurdo reducir el gasto cuando la economía está tan deprimida, el desempleo es tan alto y los efectos sociales de la crisis aún son tan fuertes. En suma, el que se haya hecho frente a la crisis de deudas soberanas con una rigurosa austeridad fiscal constituye un serio escollo para la recuperación económica global.

La imposición simultánea de la austeridad en varios países obedece a que pocas veces tantas economías importantes han enfrentado, al mismo tiempo, tan altas relaciones deuda/producto interno bruto (PIB) y déficit presupuestal/PIB. En ocasiones anteriores, países que emprendían una consolidación fiscal contrarrestaban el efecto adverso sobre el crecimiento con políticas monetarias laxas y devaluaciones cambiarias. Al iniciarse la segunda década del siglo XXI, muchos

países avanzados ya no podían flexibilizar más sus políticas monetarias e incluso empezó a hablarse de retirar los estímulos monetarios. Por su parte, los miembros de la eurozona no pueden recurrir a la devaluación [Bhattacharya y Mukherjee, 2012: 1-4].

Los déficit crecientes en los niveles federal, estatal y local, y la perspectiva de problemas para financiar los diversos programas de seguridad social han desembocado en desmedidas exigencias de austeridad. Los sectores más ricos y poderosos presionan para que los déficits se eliminen mediante severos recortes en gastos que apoyan a las clases pobre y media o proyectos vitales de inversión pública.

Al respecto, incluso publicaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) [IMF, 2010] reconocen que “aunque la consolidación fiscal es benéfica a mediano plazo”, en el corto, las consecuencias sobre la producción son negativas. La desaceleración del crecimiento provocada por una consolidación fiscal causa nerviosismo en los mercados, por lo que en el corto plazo la política fiscal restrictiva conduce a mayores costos de financiamiento y a aumento del déficit; en general, esos costos son bajos en los países de más alto crecimiento, pues se considera que pueden hacer frente a su deuda y por tanto representan un menor riesgo crediticio [Cottarelli y Jaramillo, 2012].

La política fiscal tiene importantes implicaciones para el crecimiento económico a corto y largo plazos. A su vez, un fuerte crecimiento es indispensable para una exitosa consolidación fiscal a mediano plazo. Estabilizar la relación deuda pública/PIB en los actuales niveles reduciría el crecimiento potencial, sobre todo en Estados Unidos y la eurozona. Por tanto, aunque conviene disminuir la deuda pública, en el corto plazo un ajuste fiscal severo y rápido daña las perspectivas de crecimiento, posponiendo el logro de mejores niveles de déficit fiscal, deuda y costos de financiamiento.

En países como Estados Unidos, Japón y Reino Unido, que tienen elevado desempleo y cuentas fiscales débiles pero respecto a las cuales los mercados aún no muestran preocupación y por tanto pueden pedir prestado a bajas tasas, la consolidación fiscal no debe ser muy estricta en el corto plazo, sino expansionista; esto es, se debe seguir usando el estímulo fiscal [Romer, 2012].

Soros [2011] afirma que si Keynes viviera, diría a los gobiernos que pueden incurrir en déficit fiscales, siempre y cuando la nueva deuda se invierta de manera que se pague a sí misma, que el dinero gastado incrementa la productividad.

Una política fiscal restrictiva por un punto porcentual del PIB da como resultado una disminución real del déficit total, cuyo monto depende tanto del tamaño de los estabilizadores automáticos como del multiplicador fiscal. En promedio, en los países avanzados, un punto porcentual del PIB de restricción discrecional conduce a una reducción de 0.7 de punto porcentual en el déficit. Así, aunque este declina, lo hace en menor proporción que la restricción. Más allá de 80 o 90% del PIB la deuda pública baja el crecimiento potencial.<sup>1</sup> Cottarelli y Jaramillo [2012] presentan datos relevantes: con la “gran recesión”, la proporción del PIB mundial de países cuya relación deuda/PIB es mayor de 80% pasó de 19% en 2007 a 81% en 2011.

En principio, lo que importa para asegurar la sostenibilidad fiscal es el crecimiento a largo plazo. Pero tras la crisis, los mercados se están enfocando más en los acontecimientos a corto plazo. Romer [2012] muestra que actualmente los mercados castigan los desequilibrios fiscales con más fuerza; coincidiendo con esto, Cottarelli afirma que las relaciones déficit fiscal/PIB y deuda/PIB son ahora los principales determinantes de los diferenciales entre los bonos soberanos.

<sup>1</sup> Italia y Japón, ambos con alta deuda y bajo crecimiento, ejemplifican esto.

En los años noventa del siglo pasado, muchos economistas rechazaron la política fiscal discrecional como una herramienta efectiva de estabilización. Algunos han dicho incluso que existen “contracciones fiscales expansionistas”, sobre todo si la restricción fiscal se enfoca más en recortar el gasto que en incrementar los impuestos. Con tasas de interés tan bajas en varios países avanzados, los efectos de la restricción fiscal sobre el crecimiento están siendo mayores que cuando la política monetaria podía desempeñar un papel más importante. Un ajuste fiscal muy radical trae consigo grandes pérdidas de crecimiento e incluso es contraproducente en cuanto a percepción en los mercados.

#### FINANZAS PÚBLICAS DE ESTADOS UNIDOS

El riesgo de un duro aterrizaje en China, la persistente crisis en la eurozona, un más lento crecimiento en los países emergentes y las tensiones en Medio Oriente (con sus consecuencias sobre el precio del petróleo) constituyen riesgos para las perspectivas de crecimiento de la economía mundial.

En 2013 la economía estadounidense se expandió a un ritmo de sólo 1.9%,<sup>2</sup> lejos de 2.8% que creció en 2012. Se requiere un fuerte crecimiento para reducir la tasa de desempleo; sin ello la inequidad en la distribución del ingreso seguirá aumentando a pasos agigantados. A esto se suman elementos ya estructurales como el déficit en cuenta corriente y, lo que interesa para el objeto de este trabajo, el déficit fiscal.

Crotty [2012] expone claramente cómo fueron aumentando las relaciones déficit/PIB y deuda/PIB en Estados Unidos. Entre 1948 y la llegada de Reagan a la presidencia, sólo en tres años, el déficit excedió 3% del PIB, pero de 1982 a 1987

<sup>2</sup> En esa cifra influyó el cierre administrativo a principios de octubre de ese año y el hecho de que en el año el gasto público se contrajo 12.6%.

los déficit anuales promediaron 5.9% de ese indicador. Eso llevó a Reagan a apoyar varias leyes fiscales para incrementar los ingresos; en 1986, una ley disminuyó la tasa fiscal máxima sobre el ingreso corporativo, pero eliminó muchas formas de evadir al fisco, por lo que aumentaron los ingresos fiscales provenientes de impuestos empresariales. Después se estableció una tasa fiscal baja y el cabildeo llenó el código fiscal de formas de evadir al fisco; ello bajó la tasa fiscal corporativa efectiva y drenó ingresos fiscales. En los tres últimos años de la administración Clinton, hubo superávits fiscales; luego vinieron las burbujas de Internet, de telecomunicaciones y la hipotecaria. Obama y el Congreso acordaron extender dos años más los recortes fiscales de Bush.<sup>3</sup> Cuando Reagan dejó la presidencia (1988), la relación deuda/PIB había subido a 41%; con Bush alcanzó 49%, casi el doble que en el año de 1981.<sup>4</sup> La relación bajó a 32.5% en los años de Clinton. Al salir G.W. Bush (2008) ascendía a 40.3%, en 2009 llegó a 53.5% y en 2010, a 62.5 por ciento.

La deuda pública estadounidense pasó de 15.2 billones de dólares en el segundo trimestre de 2011 a 15.5 billones en el primero de 2012. Con fines comparativos, a principios de 2009 fue de 10.7 billones de dólares. A fines de 2011, la deuda de Estados Unidos en poder del público (10.8 billones)<sup>5</sup> representaba 70% del PIB del país, casi el doble que en 2007 (36%); el déficit fiscal del gobierno federal, 9% del PIB y la deuda bruta del gobierno, casi 103% del PIB, y esa proporción

<sup>3</sup> En 2001, el total de deuda en poder del público, acumulada desde el nacimiento de la nación, era de solo 3.3 billones de dólares. Los recortes de Bush provocaron una pérdida de ingreso de 3 billones de dólares entre 2001 y 2010 [Crotty, 2012].

<sup>4</sup> Esto echó por tierra la idea de que los republicanos son “fiscalmente conservadores”.

<sup>5</sup> De los 15.5 billones de dólares a que asciende la deuda, 4.7 billones están en poder del gobierno y 10.8 en manos del público. De estos últimos, 5.1 billones están en poder de extranjeros, que cada mes le han prestado a Estados Unidos alrededor de 50 mil millones de dólares (mmd).

ha seguido aumentando (en 2006 fue de 66.6%). De esos pasivos totales, casi 80% está en valores de deuda [IMF, 2012a: 45].

Se prevé una reducción del déficit presupuestal, sobre todo por aumentos en los ingresos fiscales, pues la economía parece recuperarse, aunque el crecimiento se ve frenado por la disminución paulatina de las medidas fiscales expansionistas puestas en vigor como respuesta a la recesión, así como por limitaciones en gastos sociales.

En teoría, en un país sano la relación deuda/PIB debe ser menor de 60% del PIB y en Estados Unidos lleva ya varios años por encima de 100%. Pero lo más preocupante es que cada trimestre, a pesar de cifras económicas (levemente) positivas, el valor agregado de la economía de Estados Unidos es menor que la deuda pública adicional contratada. Es la primera vez que esto ocurre en la historia de Estados Unidosese país. Esta situación es insostenible en el largo plazo; Estados Unidos no puede crecer indefinidamente con base en deuda pública, pero proyecciones del FMI y la Oficina de Presupuesto del Congreso indican que la deuda del país subirá rápidamente en relación con el PIB en el mediano y largo plazos [Batini *et al.*, 2011].

Lo anterior forzosamente lleva a pensar en el costo de pagar los intereses. Aunque al aplicar el interés en 2013 a los valores de Tesorería a tres meses (0.1%) y a los bonos gubernamentales a diez años (2.1%),<sup>6</sup> no resultan altos, si las tasas subieran, por ejemplo, a 4%, el costo se iría hasta 640 mmd o más de 20% del presupuesto total del gobierno de Estados Unidos, lo que haría impagable la deuda por los gastos obligatorios en seguridad social, defensa y otros renglones.

Por lo que hace a la deuda de los consumidores, a pesar de que la clase media fue la más golpeada por la crisis, se sigue gastando mucho en consumo, lo que ayuda a la moderada recuperación de Estados Unidos, pero al costo de que

<sup>6</sup> <http://www.treasury.gov/Pages/default.aspx>.

los estadounidenses ahorren menos y pospongan el pago de sus deudas; casi 75% de los hogares de Estados Unidos está endeudado.<sup>7</sup> El ingreso disponible de los particulares se ha sostenido por reducciones en los impuestos y aumentos en los pagos de transferencia que pronto desaparecerán.

El alto endeudamiento de los particulares podría prolongar la crisis varios años más. Estudios realizados en los últimos 30 años, citados por el FMI [IMF, 2012b], revelan que los colapsos del mercado inmobiliario y las recesiones se hacen más graves y duran más si van precedidos por una mayor acumulación de deuda de los particulares porque el consumo de estos y el PIB real se contraen, el desempleo aumenta, el desapalancamiento de los particulares (por pagos o incumplimiento de los mismos) es pronunciado y la desaceleración de la actividad económica dura por lo menos cinco años. Esa publicación sostiene incluso que es hora de que los particulares reciban apoyo de los programas estatales, como antes lo tuvieron los bancos, agregando que transferencias del gobierno a los particulares desempleados mediante una red de protección social apuntalarían sus ingresos y reforzarían la capacidad para pagar sus deudas, además de que estas podrían reestructurarse.

En medios oficiales de Estados Unidos se afirma que el deterioro fiscal iniciado en ese país a partir de 2001 (tras el proceso de consolidación fiscal en los años noventa del siglo pasado) se debe a la combinación de altos déficits fiscales, el envejecimiento de su población,<sup>8</sup> el rápido crecimiento de

<sup>7</sup> [federalreserve.gov/pubs/bulletin/default.htm](http://federalreserve.gov/pubs/bulletin/default.htm) Federal Reserve Bulletin, junio de 2012.

<sup>8</sup> El Global Financial Stability Report [IMF, 2011a] “alerta” sobre las “implicaciones financieras de que la gente viva más de lo esperado”: a medida que las poblaciones envejezcan, consumirán un porcentaje creciente de recursos, presionando los balances públicos y privados. “La longevidad constituye un riesgo financiero” para los gobiernos y entidades que ofrecen prestaciones jubilatorias definidas. La expectativa de vida pasó de 48

los servicios de salud proporcionados por el gobierno y las medidas de estímulo adoptadas a raíz de la crisis de 2008-2009. Crotty [2012] desmiente lo anterior al sostener, categórico, que el gasto discrecional no en defensa, sobre todo el destinado a servicios sociales, no provoca la explosión del déficit fiscal; este se debe a bajas tasas fiscales sobre ingresos de individuos y empresas, y a que el código fiscal está plagado de formas para evadir al fisco, conocidas como “gastos fiscales”,<sup>9</sup> que reducen las tasas efectivas de impuestos y benefician de manera desproporcionada a los contribuyentes de más altos ingresos. Si los impuestos suben y los gastos fiscales se reducen, se generarían ingresos que disminuirían el déficit y permitirían financiar programas gubernamentales esenciales.

Incluso el FMI [IMF, 2011b y 2012a] afirma que una estrategia creíble de consolidación fiscal en Estados Unidos debe incluir aumentos en la recaudación fiscal, ampliando la base tributaria que se ha visto mermada durante años y eliminando gradualmente los gastos fiscales, que equivalen a más de 7% del PIB. Cualquier plan de consolidación debe tener presente el tema de la equidad;<sup>10</sup> sin embargo, como apun-

---

años en 1950, a cerca de 70 en 2010. En el caso de los planes privados de pensiones de Estados Unidos, el aumento de la longevidad podría elevar los ya cuantiosos pasivos jubilatorios alrededor de 9%. Las empresas que organizan los planes de pensiones tendrían que multiplicar varias veces sus contribuciones anuales para afrontar esos pasivos adicionales. El GFSR recomienda a los gobiernos que reconozcan el “enorme riesgo de longevidad al que los exponen los planes de prestaciones definidas para sus propios empleados y los sistemas de seguridad social para las personas de edad avanzada”. El riesgo debe repartirse entre particulares, organizadores de planes de pensiones y gobierno, recurriendo a los mercados de capital para “transferir el riesgo de longevidad” de los planes de pensiones “a quienes tienen más capacidad para manejarlo”.

<sup>9</sup> Los gastos fiscales (*tax expenditures*) son ingresos de los que se ve privado el gobierno debido a tratamientos fiscales preferenciales para sectores, actividades, regiones o agentes económicos específicos.

<sup>10</sup> Lo que impide el crecimiento en Estados Unidos y Europa es una continuada y profunda falta de demanda. Si esta no sube, será imposible

ta Crotty [2012], “no hay perspectivas de una reforma fiscal progresiva en Estados Unidos”.

Los ingresos fiscales corporativos, como porcentaje del PIB, permanecieron por encima de 4% en los años sesenta, cayeron a 1% en la recesión de 1983 y han estado entre 1 y 2% desde entonces. Muchas de las corporaciones más grandes y redituables no pagan impuestos<sup>11</sup> y de cuando en cuando incluso reciben subsidios sustanciales del gobierno. En 2007, los 400 contribuyentes cuyo ingreso promedio anual era de 345 millones de dólares pagaban la misma tasa fiscal que los que ganaban entre 50 mil y 74 mil dólares. Las tasas efectivas de impuestos sobre los ricos declinaron de forma drástica desde principios de los años noventa y las de los muy ricos cayeron aún más [Crotty 2012].

Contra la posición de Obama, los republicanos insisten en recortar impuestos a las empresas más grandes y los contribuyentes más ricos, así como en prohibir nuevo gasto. Los dos partidos coinciden en recortar permanentemente los impuestos al ingreso de la clase media y de los trabajadores de más bajos recursos, pero no en aumentar impuestos a las empresas y los particulares de más altos ingresos.

---

crear más empleos y acelerar el crecimiento. Recortar el gasto público y aplicar impuestos regresivos va en contra de esos objetivos. En opinión de Crotty [2012], el aumento de la inequidad se debe, al menos en parte, a cambios institucionales que modificaron el equilibrio en favor de la gerencia y de los accionistas del sector corporativo. Por ello es preciso volver a hacer uso de la política fiscal como mecanismo para la redistribución. En el mismo sentido, Wolf [2012] señala que es muy preocupante que se esté creando una sociedad tan estratificada, pues esto es política y socialmente destabilizador. Por su parte, Millet y Toussaint [2011: 208] expresan que “la crisis está siendo aprovechada por los grupos conservadores para seguir atacando los derechos de la clase trabajadora y mantener un *status quo*, sin atacar las raíces de la crisis”.

<sup>11</sup> En el caso de empresas transnacionales, este problema se intenta enfrentar en el nivel internacional con el Plan de Acción de la OCDE sobre Erosión de la Base Tributaria Traslado de Ganancias [OECD, 2013a y b].

El gobierno estadounidense ha evitado la austeridad total, pero los gobiernos estatales y locales, que por ley deben tener más o menos equilibrados sus presupuestos, han recortado el gasto y el empleo conforme la ayuda federal se va acabando, lo que ha afectado toda la economía. Sin esos recortes al gasto Estados Unidos ya iría hacia el crecimiento autosostenible [UNCTAD, 2012]. Como el déficit federal, los déficits estatales y locales se deben a la profunda recesión que golpeó al país en 2008, al colapso en el valor de los activos de los fondos de pensiones y a décadas de erosión en la base impositiva. Los ingresos de los estados cayeron 13% entre 2007 y 2009, lo cual no tiene precedente en la posguerra y refleja la severidad de la declinación económica y de los recortes fiscales [Crotty, 2012].

La recesión golpeó duramente la recaudación fiscal estatal y local por la debilidad de los mercados laboral y de la vivienda, y del gasto de los consumidores. Recortes radicales al gasto, algunas medidas relativas al ingreso y a la reserva para jubilación han mantenido operando presupuestos más o menos equilibrados, gracias a la ayuda federal de emergencia. Los fondos para los malos tiempos, agotados en casi la mitad de los estados, necesitan reponerse para restituir el margen de maniobra. Por la lenta recuperación económica y el débil mercado de trabajo, así como por el retiro de la ayuda federal, las presiones para que los estados consoliden sus presupuestos seguirán por algún tiempo [IMF, 2012b: 50].

La recaudación fiscal de los gobiernos estatales y locales se recupera poco a poco, pero esos gobiernos, con el ya mencionado retiro de la ayuda federal, siguen reduciendo sus actividades, incluidas la educación y otros servicios sociales. En general, sus costos de financiamiento han declinado, pero los diferenciales con los valores del Tesoro fluctúan con la aversión general al riesgo y por las preocupaciones acerca de los retos presupuestales a plazo medio [IMF, 2012a]. La emisión

bruta de bonos de los estados y municipalidades ascendió en el segundo trimestre de 2012. La calidad del crédito en el sector se siguió deteriorando durante el primer semestre del año; las degradaciones crediticias por el Moody's Investors Service superaron en mucho las alzas.

Por todo lo dicho, es evidente que Estados Unidos necesita legislar un plan integral a largo plazo para reducir el déficit y la deuda; ese plan debe incluir una dosis sustancial de expansión fiscal en el corto plazo, de preferencia mediante inversión pública. A corto plazo, esta ayudaría a crear empleos rápidamente, elevaría la productividad y, al ser parte de un plan integral de reducción del déficit, no dañaría la credibilidad fiscal [Romer, 2012].

El FMI [IMF, 2011b] recomendó a Estados Unidos que redujera el déficit en los siguientes cinco años a partir de 2011, como parte de un plan de consolidación bien especificado y políticamente respaldado que frenaría el déficit sin perjudicar la muy lenta recuperación. Igual que en su evaluación de julio de 2011, en la de agosto de 2012 el FMI sugirió bajar el déficit menos de lo que proponía el presidente en el presupuesto; ello por la debilidad económica, los riesgos a la baja y el poco espacio para que la política monetaria contrarrestara el freno fiscal. El FMI señaló que el ritmo de ajuste sería congruente con un déficit federal de alrededor de 6.25% del PIB en el año fiscal 2013, unas tres cuartas partes de punto porcentual del PIB más que lo contemplado por la administración. Esto implicaría una contracción del déficit primario estructural del gobierno general de alrededor de 1% del PIB en el año calendario 2013.

La política fiscal de Estados Unidos tendría que estabilizar la relación deuda/PIB a mediados de la década y subsecuentemente colocarla en una senda hacia la baja. Esto aumentaría el margen de maniobra de la política fiscal en el corto plazo y limitaría la posibilidad de un alza en la prima de riesgo

de la deuda soberana de Estados Unidos, lo cual podría ser peligroso tanto para ese país como para el resto del mundo. Los encargados de la política económica podrían establecer una meta a mediano plazo para un superávit primario de al menos 1%, lo que estabilizaría la relación deuda/PIB [IMF, 2012a].

En el mediano plazo, la deuda de Estados Unidos requiere una estructura integral de consolidación multianual y bien definida, basada en supuestos macroeconómicos realistas. Con una recuperación tan frágil, el ritmo y la composición del ajuste fiscal tienen que ser congruentes con la fase del ciclo económico, por lo que conviene mantener la política monetaria laxa.<sup>12</sup> Las políticas de vivienda y laboral pueden ayudar a amortiguar el proceso de ajuste y a sentar las bases de una recuperación más sostenida.

El FMI esperaba que el Congreso pospusiera la expiración de algunas medidas de estímulo. Si la perspectiva de crecimiento empeorara, la consolidación podría aminorar su ritmo [IMF, 2011b].

En abril de 2011, Obama señaló que, conforme a la estrategia a plazo medio de la administración, se ahorrarían alrededor de 4 billones de dólares en 12 años (como 20% del PIB) y la deuda pública iría a la baja en la segunda mitad de esta década. Un “mecanismo de estabilización de la deuda” detonaría recortes automáticos en el gasto o incrementos en el ingreso, si no se estabilizara la relación deuda/PIB, evitan-

<sup>12</sup> En su reunión de junio de 2012, el Fed renovó su política de flexibilidad monetaria extendiendo el programa “operación *twist*”, que, como la *quantitative easing* (QE), implica compras de activos a largo plazo. El monto de la extensión de la operación *twist* es modesto, 267 mmd. Sin embargo, el Fed claramente dejó abierta la puerta a más flexibilidad monetaria en el futuro. Las tasas de los bonos ya son bajas y no pueden bajar mucho más; así, este efecto se ve menguado. Además, el Fed no era el único banco central en acción; la flexibilidad monetaria en otros países atenuó los efectos sobre el dólar. [Roubini *et al.*, 2012]. Sin embargo, el Fed empezó a hablar del retiro de los estímulos monetarios en 2013.

do así que el déficit rebasara los límites en caso de débil crecimiento a plazo medio.

*¿Está realmente en peligro la hegemonía del dólar?*

Así como al principio de este trabajo se dijo que nunca antes tantos países avanzados habían tenido al mismo tiempo relaciones deuda/PIB y déficit/PIB tan altas, aquí es preciso restringir más ese señalamiento para decir que nunca antes los emisores de monedas de reserva habían enfrentado tan severos retos fiscales.

En Estados Unidos, los problemas para elevar el tope de la deuda federal y la degradación de su deuda soberana (agosto de 2011) conmocionaron la economía de ese país y los mercados financieros mundiales. Al explicar la rebaja en la calificación, Standard & Poor's (S&P) aludió a su “débil e improvisada política fiscal” y a que “El plan de consolidación fiscal [...] no basta para estabilizar [...] la deuda pública”. La calificadora dijo que se necesitaba un recorte de 4 billones de dólares en el gasto público entre 2012 y 2021; el acuerdo del Congreso planteaba la mitad de eso. La mayor austeridad fiscal que la calificadora recomendó se traduciría en una mayor declinación económica en Estados Unidos, con las consecuentes repercusiones a nivel mundial.<sup>13</sup>

A raíz de la degradación hecha por S&P surgió la inquietud acerca de que si la suspensión del pago de la deuda de una economía pequeña como la griega podría resultar catastrófica, entonces ¿qué alcance tendría una suspensión de pagos en Estados Unidos? La respuesta es que dicho país nunca dejaría de hacer frente a sus obligaciones; como pide prestado

<sup>13</sup> Como se recordará, las agencias calificadoras tuvieron mucho que ver en la gestación de la crisis iniciada en 2008; ahora crean condiciones que agravan las crisis fiscales en Estados Unidos y Europa. Resulta incomprendible que entidades privadas con tal historial tengan tanta influencia en la economía mundial.

en su propia moneda y el dólar es moneda de reserva internacional, el gobierno puede imprimir tantos dólares como quiera o necesite, lo cual de ninguna manera es conveniente y aceptable, pues también tendría severas repercusiones en la economía mundial; el dólar se depreciaría y, por ende, todas las reservas en esa moneda, erosionando así el valor de cualquier deuda en dólares.<sup>14</sup> Es por eso que China, principal acreedor de Estados Unidos, echó en cara a ese país su “adicción a la deuda” y las disputas entre sus congresistas, y le exigió actuar con responsabilidad.

Pero no hay manera de coaccionar al país hegemónico para que corrija sus déficits fiscal y en cuenta corriente. Puede seguir siendo un deudor global y proporcionar un activo libre de riesgo que facilite la acumulación global; si los países y agentes extranjeros no estuvieran dispuestos a mantener activos denominados en dólares, la Fed monetizaría la deuda [Fields y Vernengo, 2011]

Por los días en que S&P degradó la deuda soberana de Estados Unidos, Warren Buffet manifestó que la deuda de ese país seguía siendo triple A, pero añadió que ni el dólar ni el gobierno estadounidense alcanzaban esa calificación. Y es que como ocurre siempre que Estados Unidos está en dificultades, de nuevo se habla del inminente fin del predominio de ese país en la economía mundial y, sobre todo, del fin de la primacía de su divisa, el dólar; es lógico pensar que la confianza en tal divisa podría bajar bruscamente por las

<sup>14</sup> Podría haber así, por parte de Estados Unidos, un incumplimiento soberano de carácter parcial, recurriendo a la inflación y la depreciación monetaria. Como el dólar carece de respaldo en oro o en otros activos, su adquisición es un préstamo casi sin interés al gobierno de Estados Unidos. La capacidad de pedir prestado en su propia moneda da a ese país una ganancia cuando su moneda se deprecia frente a las de sus socios. En 2010, se calculaba que Estados Unidos se había beneficiado del papel internacional del dólar con un descuento en sus costos de pedir prestado de 80 mil millones de dólares (mmd) [Mateos y Lagos *et al.*, 2009].

dudas acerca de la sostenibilidad fiscal de Estados Unidos. Al respecto, vale la pena citar lo dicho por Bernanke ante el Congreso: “Yo creo [...] que no hay riesgo inmediato para el dólar [...] pero] si no ponemos en orden nuestra casa, eso pondrá al dólar en peligro, siendo el elemento más crítico, la estabilidad fiscal a largo plazo”.<sup>15</sup> Esto lo dijo en 2009 y desde entonces las cosas han empeorado.

En sentido estricto, un país con serios problemas financieros y fiscales, y cuya divisa es la principal moneda de reserva global, pone en peligro la estabilidad del sistema monetario y financiero internacional. Pero no obstante lo ocurrido, Estados Unidos y su divisa mantendrán su predominio por algún tiempo. Su economía está muy debilitada, pero menos que la de otros países de los llamados avanzados; su poder económico ha declinado en términos relativos, pero los problemas de sus rivales son mayores. Ni siquiera la degradación de la deuda de Estados Unidos produjo una huida masiva del dólar. Al contrario, ante la incertidumbre mundial, los inversionistas recurrieron en alguna medida a la deuda alemana, a monedas como el franco suizo e incluso al renminbi (divisa china), pero sobre todo al oro<sup>16</sup> y a la deuda de Estados Unidos. Esto se debe a que el dólar es la moneda mundial clave, “no porque su valor sea estable, sino porque Estados Unidos no incurre en deuda en otras monedas y las instituciones que manejan la política macroeconómica garantizan que no ocurrirá un incumplimiento en dólares, lo que permite a Estados Unidos contraer deuda externa sin un límite razonable” [Fields y Vernengo, 2011: 12]. Así, todo indica que el dólar conservará su preeminencia en un futuro previsible; un cam-

<sup>15</sup> <[www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20091001](http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20091001)>.

<sup>16</sup> El oro llegó a cotizarse por encima de 1 800 dólares la onza, pero en julio de 2012 estaba por debajo de 1 600 dólares.

bio ordenado y coordinado hacia un nuevo sistema llevará varios años.<sup>17</sup>

Al dar primacía a la moneda de un país, el mundo se convierte en rehén de la capacidad de ese país para mantener el valor de su moneda. Esto es una fuente de incertidumbre, como lo demuestran las preocupaciones en torno al dólar y la economía de Estados Unidos. En principio, el resto de los países debería obligar al país centro a fortalecer la regulación financiera y a ser fiscalmente responsable, pero ni actuando de manera conjunta tienen la fuerza y los instrumentos necesarios para hacerlo.

Sólo las divisas de países cuyos sistemas financieros, comercio internacional y PIB sean comparables a los de Estados Unidos pueden competir con el dólar como activo de reserva global. En el futuro, el euro, el yen y el renminbi podrían estar en condiciones de hacerlo, siempre que los respectivos gobiernos resuelvan sus actuales problemas y den los pasos conducentes, como al parecer está haciendo China. Tras la degradación de la deuda de Estados Unidos, China volvió a insistir en que el mundo necesitaba una nueva divisa de reserva global estable para “evitar una catástrofe causada por un solo país”.

El actual deterioro de las finanzas públicas en los países más avanzados constituye un riesgo global, ya que altos y crecientes déficits en esos países reducen los ahorros en el nivel global. Una más alta deuda pública en el largo plazo reemplaza otros activos en los portafolios de los agentes económicos y por tanto excluye el capital productivo. Esto es,

<sup>17</sup> No obstante, hay opiniones como la de Gilman [2012] en el sentido de que el orden monetario global podría colapsarse, pues los países cuya moneda sirve de reserva internacional no actúan con la disciplina necesaria para mantener la integridad del sistema. Incluso afirma que los mercados financieros podrían desarrollar instrumentos adecuados para denominar los precios de las transacciones globales en un numerario distinto al dólar y el euro.

los agentes no aumentan los ahorros privados en la medida necesaria para contrarrestar la caída en los ahorros públicos; por tanto, la inversión baja [Alper y Forni, 2012].

Si el mercado revaluara de forma negativa la sostenibilidad fiscal de Estados Unidos, podrían deteriorarse rápidamente las condiciones del financiamiento global y de los flujos de capital, y habría serias repercusiones sobre las tasas de interés a largo plazo y sobre el valor del dólar. Otros países podrían enfrentar un repentino freno en las entradas de capital por las crecientes necesidades de financiamiento de Estados Unidos; esto cuando se requiere que el capital privado se dirija a estimular la inversión, la producción, el empleo, el comercio y la equidad en la distribución del ingreso. El bienestar de millones de personas en todo el mundo depende de que la comunidad internacional emprenda esta tarea [El-Erian, 2012: 29].

Los mercados desarrollados de activos y de dinero que canalizan liquidez globalmente explican en gran medida el papel central de Estados Unidos en la intermediación financiera. Lo que acaezca en ese país tiene consecuencias muy grandes sobre el crecimiento mundial, debido principalmente al papel central de sus mercados en el descubrimiento del precio de los activos globales; en otras palabras, los activos financieros de Estados Unidos son los “precursores” de los precios globales. Estados Unidos es responsable de un tercio de la capitalización tanto del mercado de bonos como del mercado accionario, sin embargo, la verdadera importancia de los mercados estadounidenses se aprecia en el volumen de transacciones, que representan dos tercios de las transacciones en los mercados accionarios y de bonos gubernamentales [IMF, 2011b].

En consonancia con lo anterior, varios estudios encuentran que lo sucedido en Estados Unidos es el principal determinante de los precios de los activos extranjeros; en cambio, lo sucedido en el extranjero apenas tiene efecto sobre

los precios de los activos de ese país. Análisis de mercado muestran que un cambio en los rendimientos de los bonos de Estados Unidos tiene un efecto significativo sobre los rendimientos en los otros países y el efecto es aún mayor en el precio de las acciones.

Los vínculos con el mercado financiero son el principal conducto de difusión del efecto de las políticas económicas de Estados Unidos al exterior. Se calcula que un punto porcentual de aumento en el crecimiento de dicho país eleva medio punto porcentual el crecimiento en la mayoría de los países del G20; 75% del efecto se debe a los precios de los activos. En contraste, en México y Canadá las consecuencias sobre el crecimiento se calculan en más, 0.8%, 66% del cual se debe a los canales comerciales [IMF, 2011b].

En 2010 se esperaba que la depreciación del dólar estadounidense ayudara a incrementar las exportaciones de ese país y contribuyera al reequilibrio global. Pero eso no ocurrió, lo que indica, entre otras cosas, que se ha avanzado poco en la solución del problema de los desequilibrios globales. Aunque ninguna explicación acerca de ese fenómeno tiene un nivel suficiente de consenso entre los expertos, una de ellas, mencionada por El-Erian [2012: 28], se relaciona directamente con el tema que aquí se trata, pues considera que esos desequilibrios reflejan la estructura cada vez más anticuada del sistema monetario internacional. En lo que sí se coinciden es en la preocupación de que los persistentes desequilibrios expongan la economía global a súbitas detenciones de los flujos de inversión, como sucedió en el último trimestre de 2008, cuando los fondos dejaron de fluir a los países emergentes y se refugiaron en los valores gubernamentales de Estados Unidos, algo que ocurrió de nuevo al agravarse la crisis de deudas soberanas en la eurozona.

Tras la crisis, el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos bajó un poco, pero a partir de 2010 ha vuelto a subir y

se espera que siga haciéndolo durante los próximos años a medida que la demanda interna se fortalezca. La persistencia de los desequilibrios globales<sup>18</sup> aleja la economía mundial de lograr un alto crecimiento y mayores niveles de empleo [El-Erian, 2012]. Por ello, países sistémicos y sobre todo Estados Unidos, cuyas acciones de política económica tienen significativos efectos transfronterizos, deben aplicar un enfoque multilateral al decidir su política económica.

La primacía del dólar se debe al tamaño de la economía de Estados Unidos, a la política monetaria de ese país —que ha determinado las condiciones monetarias globales desde el fin de la segunda guerra mundial—, al desarrollo y liquidez de los mercados financieros de Estados Unidos y al hecho de que el petróleo y otras importantes materias primas se cotizan en dólares. La facilidad y seguridad que implica invertir en los mercados estadounidenses han llevado al resto del mundo a tener niveles masivos de exposición financiera ante ese país; a fines de 2008, el valor de las inversiones de residentes extranjeros en empresas, bienes raíces, mercados de capital y deuda gubernamental de Estados Unidos equivalía a casi la mitad del PIB global excluyendo el de ese país. Por eso los cambios en su política monetaria ese país revisten tan gran importancia para la economía mundial.

El papel central de los mercados del dólar en la economía global se refleja en la composición de los pasivos internacionales netos de Estados Unidos, los más grandes del mundo. Por la situación del dólar como principal activo de reserva global, posee una deuda masiva en bonos, equivalente a casi 10% del PIB, lo que tiene implicaciones importantes. Sus pasivos brutos en bonos, 13% del producto bruto global, com-

<sup>18</sup> Una interesante discusión sobre el tema de los desequilibrios globales se encuentra en Thomas Palley [2011], “Explaining Global Financial Imbalances: A Critique of the Saving Glut and Reserve Currency Hypothesis”, *Working Paper* 13/2011, Washington, D. C., Macroeconomic Policy Institute.

prenden casi iguales cantidades de deuda gubernamental y privada, más una gran cantidad de bonos de “agencias” cuasi-gubernamentales, entre las que predominan las grandes hipotecarias Fannie Mae y Freddie Mac. En contraste, Estados Unidos tiene una posición positiva neta de activos en acciones e inversión extranjera directa [IMF, 2011b].

Desde 2008 China se convirtió en el principal acreedor de Estados Unidos al superar a Japón, que pasó al segundo lugar con 990 miles de millones de dólares (mmd) en reservas monetarias internacionales. Estas, en el caso de China, ascendieron en 2011 a 2.6 billones de dólares (27% de las reservas mundiales, las de Estados Unidos, apenas 1.6%) pero en 2013 eran ya de 3.6 billones [BPC, 2013]. Por ello, cualquier cambio que China haga en sus reservas tendría consecuencias inmediatas en los mercados financieros internacionales. Buena parte de sus cuantiosas reservas están invertidas en bonos del Tesoro estadounidense, cuyo monto aumentó de 618 mmd en septiembre de 2008 a 939 mmd en julio de 2009. Esas tenencias se redujeron en 2010; por ese entonces China poseía 630 mmd en bonos de los países de la eurozona. Aunque antes de que en esta irrumpiera la crisis de deudas soberanas, el gobierno de Estados Unidos temía que China aumentara sus tenencias de títulos europeos, al presentarse esa crisis los inversionistas chinos empezaron a retirarse de Europa para dirigirse a Estados Unidos y, en menor medida, a Japón [Rosales y Kuwayama, 2012]. Fue así como las tenencias de bonos del Tesoro estadounidense en poder de China llegaron a 1.2 billones de dólares en febrero de 2012.

Es preciso mencionar que a raíz de la crisis se han dado cambios geopolíticos y geoeconómicos en el nivel mundial, en virtud de los cuales el dominio y el dinamismo de los países avanzados se están trasladando, en cierta medida, a los emergentes, sobre todo a China. Entre otras cosas, esto se refleja en la actitud de esos países frente al dólar, pues quieren que haya una o varias divisas alternativas.

El monto de las reservas monetarias de China está animando a ese país a iniciar el camino hacia la conversión paulatina del renminbi en una nueva moneda de reserva. Un avance en tal sentido podrían considerarse los acuerdos de permuta monetaria (*currency swap*) que China ha firmado con la Región Administrativa Especial de Hong Kong, Indonesia, Malasia, la República de Corea, Argentina y otros países; el propósito de tales acuerdos es que esos países puedan pagar en renminbis sus importaciones procedentes de China, garantizando así la fluidez de las liquidaciones en las operaciones de comercio si hubiera escasez de liquidez mundial<sup>19</sup> [Rosales y Kuwayama, 2012].

En junio de 2012, Brasil y China, acordaron intercambiar hasta el equivalente a 30 mmd para contrarrestar la crisis financiera internacional e impulsar el comercio. China puede pedir hasta 60 mil millones de reales al banco central brasileño y Brasil hasta 190 mil millones de renminbis al Banco Popular de China para cubrir intercambios comerciales o reforzar las reservas en épocas de crisis. Así, mientras el crédito internacional sea escaso, esos países dispondrán de crédito para sus transacciones. Este tratado se considera un primer paso para crear un bloque financiero entre los países emergentes, sobre todo los del BRICS (agrupación de países integrada por Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica), que quieren depender menos de los países avanzados y del dólar<sup>20</sup> [Yoon, 2012].

<sup>19</sup> Además, en abril de 2009 se lanzó el Esquema (piloto) para la Liquidación del Comercio en Renminbi (RMB Trade Settlement Scheme, RTSS), que permite a las empresas, en especial a las más grandes, canalizar sus fondos entre China continental y Hong Kong. Como resultado, en Hong Kong se creó un mercado extranjero (*offshore*) en renminbi, el mercado CNH, al lado del mercado *onshore*, el mercado CNY. A diferencia de este, el mercado CNH es un mercado libre [Yongding, 2012].

<sup>20</sup> Los bancos de desarrollo de los BRICS han acordado establecer entre ellos líneas de crédito denominadas en sus propias monedas; para empezar, Chen Yuan, jefe del Banco de Desarrollo de China, puso a disposición

China está adoptando otras medidas de apertura, como la puesta en marcha (28 de septiembre de 2013) de la Zona Piloto de Libre Comercio de Shanghai, que convierte esta en la capital financiera y comercial de China, y se augura que en 2020 será uno de los principales centros financieros y comerciales del mundo.

## CONCLUSIONES

Continúa la debilidad del país emisor del dólar, que, como se ha visto, tiene altos niveles de endeudamiento, de déficit fiscal y de déficit en cuenta corriente; con ello se mantienen los problemas derivados de que el sistema económico internacional se base en esa moneda, entre ellos las fuertes fluctuaciones cambiarias en el nivel internacional y, sobre todo, el grave deterioro de la base monetaria sobre la que funciona la economía mundial. Al acumular reservas en dólares, se apoya al dólar y los países poseedores de dichas reservas se hacen más dependientes de él conforme las mismas aumentan.

El atractivo de una moneda de reserva internacional depende de su capacidad para conservar su valor en términos de otras monedas así como su poder adquisitivo, algo que el dólar ha estado perdiendo. Los tenedores de activos en dólares sufren a medida que la relación deuda/PIB de Estados Unidos excede 100% del producto interno bruto.

A mediados de 2012 el dólar se apreciaba en términos reales por las corrientes de capital en busca de puerto seguro, debidas a las preocupaciones sobre el euro, mientras la inver-

---

de sus socios del grupo 10 mrrmb. En su cumbre de 2012 (Nueva Delhi, 28-29 de marzo), hablaron de crear un banco para invertir en proyectos de desarrollo sustentable e infraestructura, no solo en el BRICS sino también en otros países en desarrollo.

sión en los portafolios privados extranjeros seguía concentrada mayoritariamente en valores del Tesoro de Estados Unidos. Al respecto, Romer [2012] hace recordar que los déficit presupuestales altos y persistentes, financiados con grandes entradas de capital, suelen conducir a un crecimiento desequilibrado y a burbujas en el precio de los activos, tal como ocurrió en la década pasada.

A pesar de todo lo que se ha dicho sobre la permanencia del dólar como principal activo de reserva mundial, es evidente que no es sostenible en el largo plazo, pero no hay posibilidad de remplazarlo en el corto plazo. El sistema monetario internacional necesita un nuevo referente y algo tendrá que empezar a hacerse al respecto. El dólar, y más aún el euro, distan mucho de ser referentes confiables; el DEG, compuesto por las monedas que están en riesgo, tampoco puede serlo.

Antes de terminar conviene referirse a acontecimientos importantes en la economía de Estados Unidos ocurridos cuando ya se había cerrado este trabajo.

A fines de 2012, la actitud del Congreso estadounidense estuvo a punto de arrojar al país al “precipicio fiscal”, nombre dado por Bernanke para referirse a drásticos aumentos de impuestos y recortes al gasto que entrarían en vigor a menos que los legisladores llegaran a un acuerdo, algo que ocurrió en las primeras horas de 2013.

Días después, el problema fue el tope de la deuda. A principios de 2013, el PIB de Estados Unidos era de 15.5 billones de dólares y el tope de la deuda, 16.4 billones. En ese año, el gobierno federal necesitaba 17.5 billones de dólares. Los republicanos insistían en discutir el tope de la deuda junto con el presupuesto y los recortes.<sup>21</sup> El 23 de enero, la Cámara

<sup>21</sup> Los republicanos quieren lograr recortes importantes en algunos programas estatales como Medicare y la asistencia sanitaria a los mayores. Desde 2011 han reiterado que no aumentarían el tope de la deuda salvo si eso iba acompañado de igual cantidad de recortes en los gastos.

de Representantes del Congreso de Estados Unidos aprobó la propuesta de ley que prorrogó el techo de la deuda y su debate. En octubre, nuevamente Estados Unidos estuvo al borde del “precipicio” por la falta de acuerdo entre sus legisladores para autorizar el presupuesto al comienzo del año fiscal y para elevar el tope de la deuda. El 1 de octubre, una facción del Partido Republicano, el llamado Tea Party,<sup>22</sup> paralizó la actividad de la administración y los servicios públicos del país. De no elevarse el techo de la deuda, los gastos gubernamentales tendrían que recortarse al menos 4 puntos del PIB; el gobierno tendría que reducir sus gastos en 2014 y gastar conforme a los ingresos que fuera teniendo.

El problema se “resolvió” con “un acuerdo” que dejó en claro que seguirían presentándose episodios de posible incumplimiento de pagos, tal como ocurrió el 15 de enero de 2014. Justo cuando hubiera habido otro cierre de la administración, una ley marco garantizó el financiamiento del gobierno federal a lo largo del ejercicio fiscal 2014. Así se evitó otro cierre de la administración, pero se hizo evidente la disfuncionalidad del sistema político de Estados Unidos.

Lo anterior abre una gran incógnita acerca de la evolución de la posición fiscal de Estados Unidos y su efecto sobre el crecimiento de ese país, el crecimiento mundial y el papel internacional del dólar.

## BIBLIOGRAFÍA

Alper, Emre C. y Lorenzo Forni [2012], “Public debt in Advanced Economies and its spillover effects on Long Term Yields”, *IMF Research Bulletin*, vol. 13, núm. 2, pp. 1-2, junio.

<sup>22</sup> Ese grupo radical apareció poco después de que Obama se convirtiera en presidente (2009). Al Tea Party no le importa la estabilidad política, los riesgos económicos o la imagen de su país en el exterior; solo cumple lo que prometió en campaña: frenar la reforma de salud de Obama.

- Batini, Nicoletta, Giovanni Callegary y Julia Guerreiro [2011], *An Analysis of U.S. Fiscal and Generational Imbalances: who will Pay and How*, IMF Working Paper 11/72, Washington, D. C., International Monetary Fund, abril.
- Bhattacharya, Rina y Sanchita Mukherjee [2012], “Expansionary Fiscal Contractions: The Empirical Evidence”, *IMF Research Bulletin*, 13, núm. 2, pp. 1-4, junio.
- BPC [2013], *Informes trimestrales de política monetaria*, Banco Popular de China., <[www.pbc.gov.cn/publish/english/963/index.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/english/963/index.html)>.
- Cottarelli, Carlo y Laura Jaramillo [2012], *Walking hand in hand: fiscal policy and growth in advanced economies*, IMF Working Paper WP/12/137, Washington, D.C., IMF, 24 de abril de 2012.
- Crotty, James [2012], “The great austerity war: what caused the US deficit crisis and who should pay to fix it?”, *Cambridge Journal of Economics*, Special Issue: Austerity: Making the Same Mistakes Again- Or is this time different?, pp. 79-104.
- El-Erian, Mohamed A. [2012], “Stable Disequilibrium”, *Finance and Development*, vol. 49, núm. 2, pp. 27-29, Washington, D. C., FMI, junio.
- Fields, David y Matías Vernengo [2011], “Hegemonic currencies during the crisis: the dollar vs the Euro in a Cartalist Perspective”, *Working Paper* 666, Nueva York, Levy Economics Institute of Bard College, abril.
- Gilman, Martin [2012], “Can a BRICS monetary arrangement resist the G7 wall of money?”, en Marina Larionova y John Kirto (eds.), *BRICS, New Delhi: Stability, security and prosperity*, Toronto, Newsdesk Media Inc./BRICS Research Group Higher School of Economics and University of Toronto, marzo.
- IMF [2011a], *Global Financial Stability Report*, Washington, D. C., International Monetary Fund, abril.

- \_\_\_\_\_ [2011b], “The United States Spillover Report, 2011 Article IV Consultation”, *International Monetary Fund Country Report* no. 11/203, Washington, D. C., IMF, julio.
- \_\_\_\_\_ [2012a], “The United States 2012 Article IV Consultation”, *International Monetary Fund Country Report* no. 12/213, Washington, D. C., IMF, agosto.
- \_\_\_\_\_ [2012b], *World Economic Outlook*, Washington, D. C., abril.
- Mateos y Lagos, Isabelle, Rupa Dutttagupta y Rishi Goyal [2009], *The Debate on the IMS*, IMF Staff Position Note (SPN/09/26), Washington, D. C. International Monetary Fund, 11 de noviembre.
- Millet, Damien y Éric Toussaint (dirs.) [2011], *La deuda o la vida*, Barcelona, Icaria Editorial.
- OECD [2013a], Action Plan on Base Erosion and Profit Shifting, OECD Publishing.
- \_\_\_\_\_ [2013b], Addressing Base Erosion and Profit Shifting, OECD Publishing.
- Romer, Christina D. [2012], *Fiscal Policy in the crisis: Lessons and Policy Implications*, Washington, D. C., University of California, Berkeley, <<http://elsa.berkeley.edu/~cromer/Lessons%20for%20Fiscal%20Policy>>, 16 de abril.
- Rosales, Osvaldo y Mikio Kuwayama [2012], *China y América Latina y el Caribe: hacia una relación económica y comercial estratégica*, Santiago de Chile, Naciones Unidas, CEPAL, Libros de la CEPAL núm. 114, marzo.
- Roubini, Nouriel, Prajakta Bhide y Arnab Das [2012], “The Fed, Elections and Fiscal Drag: Implications for Growth and Markets”, *Roubini Global Economics*, <<http://www.roubincom/analysis/175695.php?utm>>, 22 de junio.
- Soros, George [2010], “El déficit europeo de Alemania”, *Project Syndicate*, 24 de junio, <<http://.project-syndicate.org/commentary/Soros59/Spanish>>.

- UNCTAD [2012], *World Economic Situation and Prospects 2012*, Nueva York, Department of Economic and Social Affairs, United Nations, United Nations Conference on Trade and Development, 17 de enero.
- Wolf, Martin [2012], “Unregulated financial systems make unstable economies”, *IMF Survey Magazine*. Interview <[http://www.imf.org/ external/ pubs/ft/survey/](http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/)>, 20 de junio.
- Yongding, Yu [2012], “Rattling the Renminbi”, *Project Syndicate*, <<http://www.project-syndicate.org/commentary/rattling-the-renminbi>>, 30 de enero.
- Yoon, Lina [2012], “China y Brasil acuerdan un cambio de divisas por 24 mme”, *El País*, Economía, Madrid, 24 de junio.

## 4. ESPAÑA: ENTRE LA FRAGILIDAD FINANCIERA Y LOS MERCADOS FINANCIEROS

Alicia Girón\*

### INTRODUCCIÓN

En épocas de crisis, las categorías de concentración y centralización refuerzan a las instituciones en quiebra. Hay una clonación de las viejas y emergen nuevas instituciones con mayores ambiciones que las anteriores. La preocupación tanto de la Reserva Federal de Estados Unidos como del Banco Central Europeo son justo los grandes bancos *too big to fail, too big to rescue*, por su significado en la economía. La quiebra de un banco o de varios gigantes bancarios implica

\* Investigadora del Instituto de Investigaciones Económicas (IIEC), tutora del Posgrado en Estudios Latinoamericanos y del Posgrado de Economía de la UNAM. Miembro de la Academia de Ciencias y de la Academia de Economía Política de México.

Los comentarios de la doctora Marcia Solorza fueron muy enriquecedores, así como la participación de los becarios Francisco González y Víctor Cadena del posgrado en Economía del Consejo Nacional de Ciencias y Tecnología. A los alumnos adscritos al proyecto en la modalidad de servicio social Luis Espinosa, Jorge Chagoyan, Eduardo López y Patricia Vázquez se les agradece su invaluable trabajo en la búsqueda hemerográfica de la investigación.

problemas mayores a las autoridades monetarias que imposibilitan la bancarrota y por tanto la necesidad de salvarlos. No hay regulación que evite los grandes conglomerados bancarios, quienes representan, detrás de sus balances billonarios, operaciones bancarias fuera de balance en instrumentos tóxicos, la relación tan estrecha a lo largo del tiempo entre el grupo bancario y el grupo industrial.

En las últimas semanas la economía española se ha visto fuertemente afectada por el recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros del área del euro. Las tensiones condujeron al acuerdo del Eurogrupo del 9 de junio, por el que se decidió atender la petición de ayuda financiera por parte de España, por un importe máximo de 100 mm de euros, con el fin de proceder al saneamiento de las instituciones financieras de nuestro país. Este préstamo, que procederá de la Facilidad Europea para la Estabilidad Financiera (FEFF) o del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), llevará aparejadas determinadas condiciones sobre el sistema financiero. El gobierno efectuó la solicitud formal de ayuda financiera el 25 de junio [Banco de España, 2012].

#### METAMORFOSIS DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL

Uno de los mayores cambios en el curso de la crisis económica ha sido el proceso de fusiones y megafusiones de los bancos durante la crisis financiera. En este contexto existen dos lineamientos importantes que definir: el proceso de concentración y centralización de capital, y la relación al interior de los conglomerados expresados en lo que vendría a ser la categoría de capital financiero.

El proceso de concentración y centralización se ha profundizado mediante las fusiones con mayor énfasis a partir de las primeras manifestaciones de la crisis. Se podría afirmar

que el proceso de concentración y centralización ha creado instituciones bancarias muy grandes, pero también ha fracturado bancos pequeños. Al interior de estos conglomerados se observa una relación muy estrecha entre los diversos grupos industriales, comerciales, de servicios y bancarios. Esto lleva a una confrontación por la disputa de las ganancias al interior de los mercados financieros que involucra a tres grandes representantes: Estado, Banco Central Europeo y los agentes económicos. Sólo basta observar el comportamiento de los mercados financieros, que siguen obteniendo cuantiosas ganancias al inducir el pago de la deuda soberana hacia los fondos privados no obstante la trampa en la que ha caído la economía, cuyo objetivo es el cumplimiento del pago de los créditos acompañado de severos ajustes económicos. Tales ajustes disminuyen la capacidad del consumo de los demandantes de las mercancías. De esta manera se induce la destrucción de la riqueza y de la producción profundizando la recesión económica y con ello el desempleo.

La metamorfosis que está viviendo el sistema bancario en España se desenvuelve a partir de la crisis bancaria en ese país de los años ochenta y principios de los noventa previa la entrada a la Unión Monetaria Europa. Los bancos españoles salieron fortalecidos de la crisis al rearticularse oportunamente frente a la competencia europea. Un resultado de ello fueron el Banco Santander Central Hispano y el Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA), que después de varias fusiones al interior del país durante la crisis de los ochenta se plantearon como estrategia su internacionalización, sobre todo en América Latina. Esa estrategia coincidió con las crisis bancarias y los procesos de privatización financiera en la región latinoamericana durante los noventa. Este proceso condujo a estos bancos a constituirse en entidades financieras muy grandes para quebrar y muy grandes para ser rescatadas. Para 2005, Santander y BBVA habían logrado una

fuerte capitalización y dominaban el mercado de América Latina [Fitch, 2006].

Por otro lado, subsistieron las cajas de ahorro, las cuales iniciaron actividades semejantes a las realizadas por los bancos. Las cajas habían sido entidades financieras cuyo objeto fue siempre mantener una estrecha relación con sus ahorristas y los proyectos de inversión de sus comunidades, por lo que la reforma en España ha inducido a transformar las cajas de ahorro en bancos tratando de salvar de modo erróneo a estos intermediarios financieros. Estos cambios responden a un proceso de garantizar las ganancias de los agentes económicos representados por inversionistas institucionales en el marco de una crisis económica y financiera profunda. Los principales actores *hedge funds*, fondos de pensiones y agencias calificadoras orientan el grado de inversión de los intermediarios financieros y del riesgo país.

A la luz del proceso de reconversión de las cajas en bancos y con la perspectiva de la historia, lo que se ha planteado ha sido arruinar las cajas de ahorro, lo cual significa la profundización de un sendero rentista basado en la financiación y titulización que indujo a las cajas de ahorro, desde que se insertaron en los circuitos monetarios de la moneda única, a perder los objetivos para los que fueron creadas.

Esta metamorfosis del sistema bancario ha sido inducida por la mano del Estado y del Banco Central Europeo (BCE). Estas dos instituciones entraron a salvar el sistema bancario y rescatar los bancos para garantizar las ganancias de los acreedores.

Por último, para España el euro ha significado “una camisa de fuerza” [Parguez, 2011], igual que para el resto de los países que conforman la unión monetaria. El euro es una moneda que responde a la emisión que realiza el BCE, pero este es un banco que no responde a los intereses de un Estado. Por ello, el BCE no puede ser un empleador de última

instancia sino que su objetivo principal es controlar la inflación y ser prestamista de última instancia.

Por todo lo anterior, el interés del presente trabajo es hacer un recuento del proceso de fusiones en el marco de la concentración y centralización de las entidades de ahorro en España, el cual ha originado una reforma financiera centrada en el paso de las cajas de ahorro a bancos bajo la complacencia del Fondo de Rescate Bancario implementado desde el inicio de la crisis. Posteriormente, conforme la crisis se profundiza, el rescate por parte del BCE se realizará a través del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). A este rescate le anteceden diversas medidas de ajuste bajo los lineamientos del Fondo Monetario Internacional (FMI), como la reducción del déficit público, el aumento de las tasas impositivas y el sentimiento de anorexia en las actividades que competen al presente gobierno, o sea, al Estado.

#### DE BONOS RENTABLES A BONOS BASURA

Fitch calificó los bonos de España como “bonos basura” al degradar la calificación a triple B a principios de junio del 2012. Ante el escenario de estrés por el incumplimiento de la deuda soberana y la quiebra bancaria de sus instituciones financieras es importante realizar un recuento de las cajas de ahorro.

Las cajas de ahorro,<sup>1</sup> instituciones financieras, han sido el símbolo del desarrollo económico de España durante su

<sup>1</sup> La definición de las cajas de ahorros está establecida en el Real Decreto-Ley 2532, de 21 de noviembre de 1929, por el que se regula el régimen del ahorro popular. En el artículo 9 se consideran cajas generales de ahorros, las instituciones de patronato oficial o privado exentas de lucro mercantil para sus organizadores, administradores e imponentes, regidas por juntas, patronatos o consejos de carácter social, y de actuación gratuita, que, sin dependencia orgánica de otras colectividades o entidades

historia contemporánea y pilar del desarrollo económico desde la posguerra hasta antes de la crisis de 2007. Una de las virtudes de las cajas de ahorros, a diferencia de los bancos, es haber sido entidades de crédito cuyos derechos de propiedad efectivos son regulados y asignados por el poder de la asamblea.

Las cajas de ahorros españolas cumplen con una función esencial dentro de nuestro sistema financiero y de nuestro entramado social. Desde un punto de vista económico han sido a lo largo de nuestra historia motor del crecimiento impulsando el fomento del ahorro, la movilización de recursos y la inclusión financiera del conjunto de los ciudadanos. Asimismo se han configurado como un elemento determinante en el acceso al crédito de familias y empresas. Por otra parte han actuado en beneficio del interés general a través del cumplimiento de su función social. La dedicación de sus excedentes a la dotación de bienes y servicios sociales en los territorios en los que actúan resulta un complemento indispensable dentro de nuestro Estado de bienestar [Real Decreto-Ley, 9 de julio de 2010].

El soporte de las cajas a la comunidad por medio del Fondo Obra Benéfico Social (FOBS) permitió un mayor acercamiento a los ahorristas y el impacto social siempre fue un baluarte de estas entidades financieras desde su origen y creación.

Las cajas, en opinión de Fitch Ratings [2004], representaban la fuerza más consolidada del sistema bancario español compitiendo con grandes jugadores en su propio mercado.

---

constituidas para objetivos morales, económicos o profesionales, distintos de los del ahorro puro, se propongan una finalidad general en cuanto a este y a sus inversiones, dedicando los productos, si los tuvieren, después de descontados los gastos de administración autorizados, a constituir reservas, sanear el activo, estimular a los imponentes y realizar obras sociales y benéficas, admitiendo el ahorro libre como operación única o coexistente con otras de previsión social, y aceptando como imponentes a todas las personas que dentro de las condiciones reglamentarias lo pretendan.

Las cajas tenían el control de la mitad del sistema bancario y durante los últimos 30 años se habían fortalecido por las estrechas relaciones regionales y locales con los diversos inversionistas, entre los que destacan principalmente el sector público y las autoridades de gobierno. Las cajas habían crecido entre 1977 y 2007 al triplicar su capacidad instalada.

Hoy presentan fracturas importantes en sus estados financieros. Al ser los principales otorgantes de los créditos a las pequeñas y medianas industrias, la fractura en el espacio financiero repercute en la esfera de la producción y circulación. No sólo eso, la profundidad de la crisis se acompaña de la fractura de los circuitos financieros del euro y fuera de sus fronteras.

Las cajas mostraban signos alarmantes por su acelerado fortalecimiento y su relación estrecha con los préstamos inmobiliarios<sup>2</sup> desde principios de la primera década del siglo XXI.

En el curso de la crisis, incluso una de las calificadoras más importantes ha degradado la calificación de los activos bancarios de España a “bonos basura” a mediados de 2012. Los inversionistas institucionales, actores principales en los mercados financieros europeos, han encubierto la trampa

<sup>2</sup> “En el año 2006, un informe técnico del Banco Santander alertaba sobre el auge de las cajas de ahorros españolas, a las que calificaba como “competidoras formidables”. “¿Estamos todavía ahí?” es, en contraposición, el interrogante que otro informe de un banco europeo, ya en marzo de 2011, lanza a dichas entidades. ¿Qué ha ocurrido para que, en tan corto espacio de tiempo, haya podido producirse un auténtico giro copernicano en la situación de tales instituciones, para que, de ser objeto de elogio y admiración, se hayan convertido aparentemente en causa de casi todos los males y se vean abocadas a renunciar a su modelo tradicional? Probablemente sean múltiples los factores explicativos, que tal vez solo puedan apreciarse en su justa medida cuando se disponga de suficiente perspectiva histórica. Con la única pretensión de aportar algunos elementos para una posible reflexión, a continuación se realizan una serie de consideraciones procurando al menos orillar la triple incursión temporal expresada en el título” [Domínguez, 2011].

del financiamiento de las instituciones financieras españolas acompañadas de la pérdida de soberanía monetaria por parte del Banco de España. A ello se agrega la turbulencia enfocada en los límites de las deudas soberanas de los países periféricos como Portugal, Irlanda, Italia y Grecia. Situación que ha debilitado la unión monetaria en torno al debate de una moneda única entre países que conforman una zona monetaria no homogénea.

España ha mostrado una situación de fragilidad financiera muy profunda frente a los mercados financieros desde el inicio de la crisis económica. La quiebra de Bankia, tercer banco español, a menos de un año de su creación profundizó la volatilidad en los mercados financieros y se acompañó de más quiebras bancarias resultado de la conversión del proceso de fusiones de las cajas de ahorro a bancos. No se debe pasar de alto que Bankia es producto de Caja Madrid.

#### PÉRDIDA DE FORTALEZA Y FRAGILIDAD FINANCIERA

Hasta antes de los primeros brotes de la crisis económica en 2007 tanto las cajas de ahorro como los principales bancos comerciales españoles gozaban de una salud financiera aparentemente satisfactoria; incluso las primeras manifestaciones de la crisis de algunos bancos europeos antes de la quiebra de Lehman Brothers hacían impensable una crisis económica y financiera con la profundidad y magnitud manifestada a lo largo del inicio de la segunda década del presente siglo.

A partir de las primeras manifestaciones de fragilidad financiera, en las cajas de ahorro se planteó como solución para su capitalización y erradicación de los activos tóxicos profundizar las fusiones entre las cajas y constituirse como bancos. Esta transformación hizo necesario por parte del Banco de España

y del gobierno español presentar varios decretos que podrían enmarcarse en una reforma financiera paulatina. La reforma financiera no sólo facilitaría el proceso de fusiones entre las cajas de ahorro sino constituiría grandes bancos. Un ejemplo del resultado de la reforma y de las fusiones de las cajas con apoyo del Banco de España fue el nacimiento de Bankia. Su vida fue muy corta; a menos de un año de la salida a bolsa el nuevo banco tuvo que ser rescatado por el Banco de España.

La quiebra de Bankia no sólo significó el rescate más grande de la historia de España,<sup>3</sup> sino desestabilizó los indicadores macroeconómicos del país y ocasionó la fuga de capitales de los bancos españoles y la posibilidad de un “corralito”. Asimismo, la renuncia del presidente del Banco de España propició la profundización de la incertidumbre financiera y conllevó a mayores quiebras de las cajas. Se presentó una situación límite ante la disminución de la calificación de los bonos españoles a “bonos basura” y todos estos movimientos se vieron reflejados en los indicadores de las bolsas europeas y del mercado financiero internacional.

### *Cajas de ahorro*

Las cajas de ahorro fueron el pilar de la fortaleza del sistema financiero español por más de siete décadas. España, a diferencia del resto de los países europeos, quedó no sólo debilitada por una guerra civil previa a la segunda guerra mundial sino que la alianza que mantuvo durante la guerra con Alemania e Italia no le permitió participar en el Plan Marshall para la reconstrucción europea y ser miembro inmediato del Fondo Monetario Internacional (FMI). Por ello, las cajas de ahorro fueron las instituciones financieras que permitieron el crecimiento y fortalecimiento de la pequeña y mediana industria en las diferentes regiones de España.

<sup>3</sup> Bankia fue rescatado el 25 de mayo de 2012.

Estas cajas pertenecían a comunidades pequeñas y muchas de ellas alcanzaron un espacio regional; incluso dos llegaron a ser tan importantes como los bancos comerciales: Caja Madrid y Caixa Catalunya.

La participación de las cajas ahorros en los circuitos crediticios tuvo una relación muy estrecha con el circuito productivo al permitir el crecimiento de pequeños grupos financieros. De acuerdo con Hilferding, los grupos financieros son el resultado de una estrecha relación entre el capital productivo y el bancario. Esta relación ha entrelazado sus intereses en los grupos financieros más grandes de España, pero la posibilidad de acceder a los mercados de capitales de la Unión Monetaria fue causa importante de su debilidad. Las cajas, al igual que los bancos, se financiaron en los mercados de capital aumentando la deuda soberana de España, en tanto que el banco central de este país quedó sin posibilidad de cubrir las necesidades de sus instituciones financieras al perder su soberanía monetaria.

A partir de la firma del Acuerdo de Masstricht se hizo necesario invertir en grandes obras de infraestructura para tratar de alcanzar los niveles de desarrollo de otros países europeos. Es así como las cajas modificaron su forma de financiamiento, lo que implicó que quedaran atrapadas en los mercados internacionales. Por un lado, las cajas realizan junto con empresas españolas, grandes inversiones con una rentabilidad mayor a la tradicional, pero no se pueden fondar en el Banco de España sino que recurren a los fondos de pensiones en los mercados financieros europeos.

### *Refundación de la banca comercial*

A partir de la crisis bancaria en España durante los ochenta, los bancos sufrieron un proceso de concentración y centralización bancaria. Este proceso permitió el fortalecimiento,

al interior de España, de la banca comercial y la transformación de sus operaciones de regionales en nacionales.

En 1988 se fusionaron los bancos de Bilbao y Vizcaya formando el Banco Bilbao Vizcaya (BBV); le siguió en 1991 la unión del Banco Central con el Banco Hispano, estableciéndose el Banco Central Hispano (BCH), y la constitución de la Corporación Bancaria de España (Argentaria); en 1994 el Banco Santander tomó el control del Banco Español de Crédito (Banesto) y en 1998 se fusionaron el Banco Exterior de España (BEX), la Caja Postal y el Banco Hipotecario con Argentaria. A principios de 1999 el Banco Santander y el BCH se unieron, constituyendo una de las mayores entidades europeas, el Banco Santander Central Hispano (BSCH); y en octubre del mismo año el BBV y Argentaria se fusionaron para crear el segundo mayor banco español, denominado Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) [Calderón y Casilda, 2000: 74].

El salto de la banca nacional a banca internacional se conjuga con las crisis bancarias y la profundidad de las privatizaciones en la región de América Latina. La compra de activos de bancos quebrados por parte de BBVA y Santander permitió a estos grandes rivales posicionarse no sólo en la región latinoamericana sino en Estados Unidos, Inglaterra, Europa y hasta China. Este gran salto en el curso de la crisis de los noventa y la fuerte expansión a nivel mundial van a significar en su momento una gran fortaleza pero también un símbolo de debilidad de los bancos.

Tres décadas después de la crisis bancaria en España la historia se repite. Al iniciarse las primeras manifestaciones de la crisis subprime en Estados Unidos y los primeros rescates en la Unión Europea, España negó la fragilidad de las inversiones inmobiliarias de las cajas y los bancos. No obstante, desde los primeros síntomas de la crisis, la cual fue negada por las autoridades monetarias españolas, llámese el Banco Central y los encargados de las finanzas y de economía, se fueron pre-

sentando medidas para ir remendando, sin llamar la atención, la fragilidad en la que se encontraba el sistema bancario. A partir de la caída de Lehman Brothers y su impacto en los circuitos monetarios europeos se reconoció la necesidad de presentar medidas inmediatas para salvar los bancos y las cajas. La primera medida para enfrentar la crisis fue la creación del Fondo de Reordenación y Reestructuración Bancaria (FROB) (Fund for the Orderly Bank Restructuring) por 9 mil millones de euros sólo para apoyar a los bancos con problemas.

Las cajas y los bancos presentaron carteras vencidas crecientes a medida que la crisis se iba desarrollando. No sólo el negocio del ladrillo iba dejando lastres por el camino, sino la interrelación entre las empresas deudoras de las cajas y de los bancos iba encaminándose a una fractura estructural de la propia economía española. A pocos meses de iniciada la crisis había un millón de nuevas casas sin vender, por lo cual las instituciones financieras tuvieron que salir a ser flotadas de inmediato. El último cuarto plan de reordenación bancaria le había costado cerca de 15 millones de euros al gobierno en menos de tres años. A continuación se observan los rescates de las cajas de ahorro.

### *Fusiones y megafusiones*

A partir de 1977, el sistema financiero se modificó con el objeto de tener una regulación semejante al resto de los países de Europa. Se permitió que las cajas de ahorros fueran gradualmente reformadas para que pudieran competir en un mercado liberalizado. En 1988, las cajas, iniciaron operaciones semejantes a la banca comercial y comenzaron una expansión mediante fusiones para fortalecerse en el mercado nacional y lograr ser competitivas. Un gran número de fusiones se llevó a cabo entre 1985 y 2002 cuando se introdujeron reformas del Tribunal Constitucional para regular las cajas. Según el Fondo Monetario Internacional [FMI, 2006],

el número de cajas se redujo de 84 en 1976 a 46 en 2004. Las fusiones durante este periodo responden a problemas y dificultades en sus estados financieros. Incluso el mismo estudio del FMI hace referencia a la fusión de la Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante (Bancaja), la tercera caja más grande por activos absorbe la Caja de Ahorros y Préstamos de Carlet, un pequeño banco con base en Valencia en 2001.

Un número significativo de fusiones entre las cajas a partir de la crisis financiera reduce el número de estas entidades financieras durante los últimos cinco años. En el cuadro 1 se observan las fusiones ocurridas a lo largo de los últimos años. Quizás las fusiones más importantes durante el periodo 2008-2012 corresponden al caracterizado por ser fusiones entre cajas para convertirse en bancos.

Uno de los temas sobresalientes al estudiar las fusiones y megafusiones de estas entidades financieras es la transformación de las cajas de ahorro bajo el formato de “conglomerados financiero-industriales”. Por ello,

no es de extrañarse que las cajas de ahorro recurrieran a los mercados de capitales, principalmente a las emisiones de renta fija como parte de su financiación. Esta situación detonó, en parte, la crisis que tiene el sector y que ha generado toda una serie de expectativas sobre la forma de llevar a cabo su reestructuración [Girón y Cadena, 2012].

Entre los más importantes complejos industrial-financieros estarían, bajo dicha modalidad, Bankia y CaixaBank, que en el siguiente apartado se tocan con mayor detalle.

#### LOS CASOS DE BANKIA Y CAIXABANK

El punto de inflexión de la débil y frágil economía de España se expresaba en los hechos sucesivos entre el quinto

CUADRO 1. RESTRUCTURACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO DE ESPAÑA

2009	2010	2011	2012*
BBVA Caixa Sabadell Caixa Caixa	BBVA Unnim	BBVA Unnim	<b>BBVA</b> 339 300
La Caixa Caixa Girona Cajasol Caja Guadalajara Caja Navarra Caja Burgos CajaCanarias	La Caixa Cajasol - Guadalajara Banca Cívica	La Caixa Banca Cívica	<b>La Caixa</b> 345 000
Banco Santander	Banco Santander	Banco Santander	<b>Santander</b> 337 900
Caja Madrid Bancaja Caja Insular Canarias Caixa Laietana Caja Ávila Caja Segovia Caja Rioja	Bankia	Bankia	<b>Bankia</b> 305 820
Banco Sabadell Banco Guipuzcoano CAM	Banco Sabadell 25 de junio de 2010 CAM	Banco Sabadell 7 de diciembre 2011	<b>Banco Sabadell</b> 161 000
Banco Popular Banco Pastor	Banco Popular Banco Pastor	Banco Popular Banco Pastor	<b>Banco Popular</b> 30 de Marzo 2012 161 000
Unicaja Caja Jaén Caja Duero Caja España	Unicaja 1 de enero del 2010 Ceiss 1 de octubre de 2010	Unicaja Ceiss	<b>Unicaja</b> 79 000
Caixa Cataluña Caixa Tarragona Caixa Manresa	Catalunya Caixa	Catalunya Caixa	<b>Catalunya Caixa</b> 76 000
Caixa Galicia Caixanova	NovaGalicia Banco	NovaGalicia Banco	<b>Novagalicia Banco</b> 76 000
BBK Cajasur Caja Vital Kutxa	BBK Caja Vital Kutxa	Kutxa Bank	<b>Kutxabank</b> 74 000
Caja Murcia Caixa Penedés Caja Ganada Sa Nostra	Banco Mare Nostrum	BMN	<b>BMN</b> 68 000
Ibercaja CAI Caja Círculo Caja Bandoz	Ibercaja CAI Caja Círculo Caja Bandoz	Ibercaja Caja 3	<b>Ibercaja</b> 65 000
Cajasur + CCM Caja Extremadura Caja Cantabria	Cajasur + CCM Caja Extremadura Caja Cantabria	Liberbank	<b>Liberbank</b> 54 000
Bankinter	Bankinter	Bankinter	<b>Bankinter</b> 44 000

\* Las cifras corresponden al valor de los activos en España en 2011, en millones de euros.

Fuente: Boletín Económico del Banco de España, varios números.

y octavo mes de 2012. La quiebra del tercer banco más importante de España a menos de un año de su nacimiento, la incertidumbre del ahorro de los depositantes en las instituciones financieras españolas, la fuga de capitales a otros bancos más fuertes dentro de la misma eurozona y la necesidad de compra de dólares para proteger el dinero hicieron necesario un rescate cercano a 120 mil millones de dólares para todo el sistema financiero. A ello se suma el debate de la salida de Grecia de la zona monetaria y la infinita cantidad en instrumentos tóxicos que no han sido liquidados por los bancos y las cajas.

La noticia generada por la nacionalización de Bankia<sup>4</sup> generó profundos vaivenes en los mercados de capitales del mundo. El banco fue rescatado por una cantidad cercana a 24 mil millones de dólares (19 mil millones de euros). A diferencia de los otros rescates, este banco ha sido capitalizado con deuda pública por el propio banco central de España. La preocupación por parte del Banco de España y del resto de las entidades financieras es el monto real de activos tóxicos resultado de las inversiones contratadas por las cajas de ahorros cuyos créditos están en relación directa con la crisis de las hipotecas. Gran parte de los créditos otorgados por las cajas están ligados a la construcción o, en otras palabras,

<sup>4</sup> Las premoniciones cumplidas ante los anuncios del rescate de Bankia y la disminución de la calificación de Standard & Poor's a los bancos españoles ocasionó un viernes negro en los mercados financieros a nivel internacional el 25 de mayo de 2012. S&P redujo la calificación de Banco Popular Español y Bankinter a BB+; de forma similar, se redujo la calificación de Banca Cívica a BB. Al mismo tiempo bajó los *ratings* de nueve bancos más. La caída del *rating* del BFA a menos B repercutió en todo el sistema bancario. Las preocupaciones de S&P sobre el riesgo de BFA impactaron de inmediato en la zona de Catalunya, donde Caixa Catalunya, hoy banco, subió el costo de sus bonos, los cuales rozaban 0.138%, a 6.295%. Definitivamente, este margen es considerado insostenible en el largo plazo, <<http://www.moneynews.com/FinanceNews/S-P-ratings-spanish-banks/2012/05/25/id/440311>>, consultada 4 de junio de 2012.

a la crisis del ladrillo. Las premoniciones cumplidas ante los anuncios del rescate de Bankia y la disminución de la calificación de Standard & Poor's a los bancos españoles ocasionó un viernes negro en los mercados financieros internacionales.

### *Bankia*

El banco Bankia es el resultado de un proceso de fusiones constituido previamente bajo el nombre de Banco Financiero y de Ahorros (BFA). Se sumaron a la fusión siete cajas de ahorro regionales hasta constituir la megafusión como un nuevo banco en diciembre de 2010. La megafusión integró Caja Madrid (52.06%), Bancaja (37.7%), La Caja de Canarias (2.45%), Caja de Ávila (2.33%), Caixa Laietana (2.11%), Caja Segovia (2.01%) y Caja Rioja (1.34%). Los activos más tóxicos de estas cajas fueron transferidos al BFA a través del Fondo de Reordenación Bancaria (FROB). El Banco Central de España transfirió 4.5 billones de euros. Los bonos alcanzaron una tasa de interés de 7.75% con un periodo de madurez a 2015.

A diez meses de su nacimiento y antes de su nacionalización, las acciones de Bankia en los mercados financieros se habían desplomado cerca de 60%. La nacionalización de la banca marcaba el inicio de una muerte recientemente anunciada. Se hablaba de la necesidad de limpiar 12.75 mil millones de euros relacionados con los créditos otorgados en años anteriores. Los resultados del banco mostraban una pérdida de 2.98 mil millones de euros después de haber anunciado una ganancia de 309 millones.

Probablemente serviría hacer una gráfica (o ruta) del desempeño financiero de Bankia de junio de 2011 a julio de 2012.

### *CaixaBank*

Es una entidad catalana resultado de la fusión de La Caixa, Caixa Girona y Bankpyme. Después se fusionó Banca Cívica,

producto de la fusión de las cajas de Navarra, Canarias, Burgos y Cajasol.

La nueva absorción supone engullir la décima entidad española; fruto de la fusión fría con La Caixa tendrá el control del nuevo grupo con 61% del capital, mientras que las cajas que poseía Banca Cívica se quedarán con alrededor de 3,4%. La entidad catalana no ha requerido ayudas públicas y ha previsto devolver en un año los 977 millones del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB).

La firma CaixaCorp fue resultado, en 2007, de la fusión entre bancos y empresas industriales como el Grupo Port Aventura, Grupo Agbar, Gas Natural y Abertis. A ello se suman las acciones en Repsol YPF y Telefónica.

El empoderamiento de La Caixa como Critería CaixaCorp en 2007 hizo que el grupo fuera uno de los más grandes en España. Los intereses industriales y financieros se juntaron para luego desdoblarse. El grupo hizo su debut en 2007 con una oferta pública como Critería CaixaCorp, que fue la más grande en la historia de España. Después la compañía formó parte del index IBEX el 25 en enero de 2008. En 2011, el grupo se desdobló en Caixabank y Critería Holding. La primera retomó las actividades bancarias y de seguros, la segunda incluyó a Grupo Port, Aventura, Grupo Agbar, Gas Natural y Abertis.

Caixabank anunció su intención de fusionarse con Banca Cívica por la cantidad de 977 millones de euros. Esta fusión vendría a ser la tercera en el primer trimestre de 2012.

#### NUEVOS RESCATES Y PÉRDIDA DE SOBERANÍA

En 2010 se aplicaron las pruebas de estrés a los bancos españoles. El resultado fue que cinco instituciones reprobaron: 1) Caixa d'Estalvis Unio de Caixes de Manlleu, Sabadell i Terrasa (Unnim); 2) Caja de Ahorros del Mediterráneo

(CAM); 3) Grupo Banco Caja3; 4) Caixa d'Estalvis de Catalunya, Tarragona i Manresa (Catalunya Caixa), y 5) Banco Pastor S.A., a pesar de los fondos otorgados para su capitalización por parte del programa instituido para capitalizar los bancos [Fitch, 2011].

La operación de rescate solicitada por el gobierno español estriba sobre 100 mil millones de euros (aproximadamente 120 mil millones de dólares) y se basa en un paquete de fuertes ajustes al gasto público y la pérdida del estado de bienestar, ejemplo para otros países. Rescatar a los bancos es, en principio, rescatar a los acreedores del sistema financiero europeo. La operación de rescate será la más grande en la historia de España, duplicando lo que el país ha gastado hasta ahora para la limpieza de un sector de la banca cuya fragilidad se basó en la burbuja inmobiliaria.

Si bien es importante presentar el rescate, la prima de riesgo se ha triplicado desde que se inició la crisis. Al cierre de este trabajo la prima de riesgo estaba por arriba de los 500 puntos, pero durante algunos días del mes de julio de 2012 llegó a 600. A partir de las primeras manifestaciones se dieron los pasos iniciales para la creación del mecanismo de gestión de crisis y de prestación de apoyo financiero. Los gobiernos de los países de la eurozona acordaron crear, con carácter provisional, el Servicio Europeo de Estabilidad Financiera (SEEF) y establecieron los principios generales de funcionamiento de la institución que la sucederá de manera permanente, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), activo a partir de julio de 2012 (no ha entrado en actividad).

Lo importante es la solución del BCE de comprar bonos de la deuda pública. No obstante, en una encuesta realizada por Fitch (2012) 82% de los inversionistas piensa que los bancos europeos van a necesitar en poco tiempo, quizás dos años, una nueva operación de refinanciamiento en el largo

plazo. Si bien este es el panorama para Europa, los bancos españoles auguran un final no feliz a pesar de la reestructuración de los créditos malos o la posibilidad de crear el banco malo (Sociedad de Administración de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB)).

## CONCLUSIONES

Una de las hipótesis centrales del presente trabajo ha sido presentar cómo las categorías de concentración y centralización refuerzan las instituciones en quiebra en épocas de crisis. Hay una clonación de las viejas y emergen nuevas instituciones con mayores ambiciones que las anteriores. La preocupación tanto de la Reserva Federal de Estados Unidos como del Banco Central Europeo son justo los grandes bancos *too big to fail, too big to rescue* por su significado en la economía. La quiebra de un banco o de varios gigantes bancarios implica problemas mayores a las autoridades monetarias que imposibilitan la bancarrota y por tanto la necesidad de salvarlos. No hay regulación que evite los grandes conglomerados bancarios, quienes representan, detrás de sus balances billonarios, operaciones bancarias fuera de balance en instrumentos tóxicos, la relación tan estrecha a lo largo del tiempo entre el grupo bancario y el grupo industrial. Esto último es quizás el talón de Aquiles en este largo proceso de fragilidad económica.

Se habla del rescate de los bancos españoles por parte del Banco Central Europeo (BCE). Pero también, al igual que se plantea por algunos actores económicos y políticos europeos la salida de Grecia de la zona monetaria del euro, se habla de la salida de España acompañada de Portugal, Irlanda e Italia. A ello se suma la fuga de capitales de las instituciones bancarias tanto de Grecia como de la propia España y, más

allá, la posibilidad de “un corralito” semejante a la situación que vivió Argentina una década atrás.

Afortunadamente otros actores hablan del pacto fiscal reforzado por el BCE ante la necesidad del crecimiento económico, lema del reciente presidente francés para fortalecer la fuerza de Europa como bloque económico y financiero en el concierto de una coyuntura particular por la que atraviesa la economía mundial desde el inicio del presente siglo. Incluso las expresiones de Estados Unidos y China tanto en el G-8 como en el G-20 hacen necesario reforzar la unión monetaria, por supuesto, incluyendo las observaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI): más austeridad, disciplina fiscal y nula recuperación del crecimiento económico, una gran transformación del Estado de bienestar al Estado en “*stand by*”, es decir, estable sin empleo. Se terminaría enfatizando que la [salida a la crisis] no puede ser abaratar el despido, incrementar la inseguridad económica y seguir disminuyendo los salarios. Para salir de la crisis es necesario que el aumento de los salarios reales vaya al compás de los incrementos de la productividad. Este aspecto es clave para mantener la demanda interna sin necesidad de apuntalar el consumo por medio de deuda privada o de ayudas estatales en favor de los estratos sociales más débiles [Casais, 2011].

## BIBLIOGRAFÍA

Banco de España [2012], *Boletín Económico*, Madrid, junio.  
Calderón, Álvaro y Ramón Casilda [2000], “La estrategia de los bancos españoles en América Latina”, *Revista de la CEPAL*, núm. 70, Santiago de Chile Comisión Económica para América Latina.

- Casais, Enrique [2011], “La respuesta a la crisis en la UE: España camino de su ‘Década Perdida’”, *Revista Problemas del Desarrollo*, vol. 42, núm. 166, julio-septiembre.
- Domínguez, Martínez [2011], “Cajas de ahorros: pasado, presente y... ¿futuro?”, <<http://www.laopiniondemalaga.es/opinion/2011/07/06/cajas-ahorros-pasado-presente-futuro/434845.html>>, consultado el 23 de abril de 2012.
- España. Real Decreto-ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las Cajas de Ahorro. Boletín Oficial del Estado (BOE) [2010], “Real Decreto-ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las Cajas de Ahorro”, <<http://www.boe.es/boe/dias/2010/07/13/pdfs/BOE-A-2010-11086.pdf>> , 13 de julio de 2010, núm. 169, pp. 61427..
- Fitch Ratings [2004], “The Spanish Cajas: a consolidated forecast in Spanish Banking”, Special Report, abril.
- \_\_\_\_\_ [2006], Spain’s Largest Bank to Sustain Strong Performance, marzo.
- \_\_\_\_\_ [2011], “Spanish, Italian and Portuguese Banks: EBA Stress Test Results” Special Report, julio.
- \_\_\_\_\_ [2012], “European Investors Say Banks Will Need Another LTRO”. <<http://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/fitch-home.jsp>>, 9 de agosto.
- International Monetary Fund [2006], “Spain: Financial Sector Assessment Program, Technical Note on Regulation, Supervision, and Governance of the Spanish Cajas”, *Country Report* No. 06/215, junio.
- Girón, Alicia y Víctor Cadena (2012), “Cajas de ahorro, bancarización e inestabilidad financiera”, *Revista Ola Financiera*, enero-abril.
- Parguez, Alain [2011], “A short note for the Nov 3-4 Workshop on the Crisis in the Eurozone”, en *Could Euro-bonds stop the public debt black plague which is destroying Eurodom?*,

University of Texas at Austin. <[http://www.utexas.edu/lbj/sites/default/files/file/news/Alain%20Parguez%20Could%20Euro-bonds%20stop%20the%20public%20debt%20black%20plague%20which%20is%20destroying%20Eurodom\\_.pdf](http://www.utexas.edu/lbj/sites/default/files/file/news/Alain%20Parguez%20Could%20Euro-bonds%20stop%20the%20public%20debt%20black%20plague%20which%20is%20destroying%20Eurodom_.pdf)>, consultado el 28 de abril de 2012.

## 5. INESTABILIDAD FINANCIERA EN AMÉRICA LATINA: UNA LECTURA DESDE KALECKI Y MINSKY

*Tsuyoshi Yasuhara \**

### INTRODUCCIÓN

Este trabajo tiene dos objetivos: el primero, es analizar el modo en que el flujo de la inversión extranjera y las fusiones y adquisiciones transfronterizas afectan la economía estadounidense y de América Latina y, el segundo, es establecer el marco teórico de la inestabilidad financiera macroeconómica y aplicarlo al examen de la economía latinoamericana en la década anterior. Elaboramos la interpretación macroeconómica de la teoría de inestabilidad financiera combinando el marco teórico kaleckiano y el minskyano. Concluiremos que los pagos de la utilidad e interés al exterior son uno de los factores que ha promovido la inestabilidad financiera en el tiempo de la alta tasa de crecimiento.

\* Profesor de Economía Internacional y Desarrollo Financiero en el Departamento de Estudios Latinoamericanos de la Universidad de Nanzan, Japón.

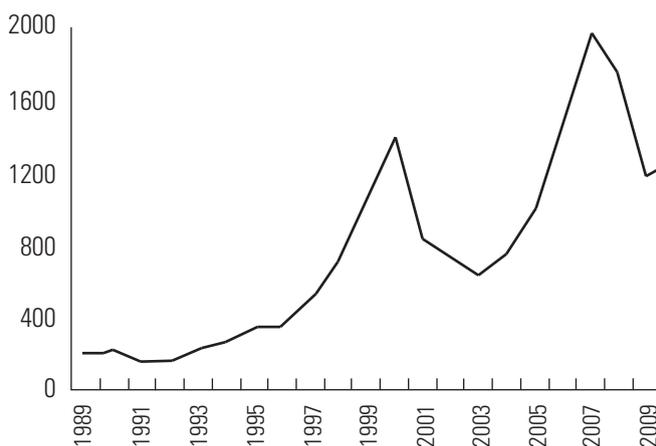
## FUSIONES Y ADQUISICIONES TRANSFRONTERIZAS

La expansión de la inversión extranjera directa (IED) en 1999-2000 es consecuencia del *boom* de las industrias informáticas. La crisis económica y política mundial en 2001 afectó negativamente las actividades empresariales y la IED siguió aumentando a dos billones de dólares en 2007, aproximadamente. Una de las principales características de la IED es la importancia de las fusiones y adquisiciones transfronterizas. El valor de las fusiones y adquisiciones aumentó hasta un billón de dólares en 2000, que constituyeron 75.7% de la IED total en 2005. Las gráficas 1 y 2 señalan la evolución del saldo de la IED en la economía internacional y la evaluación del valor de las fusiones y adquisiciones transfronterizas en porcentaje de la IED total.

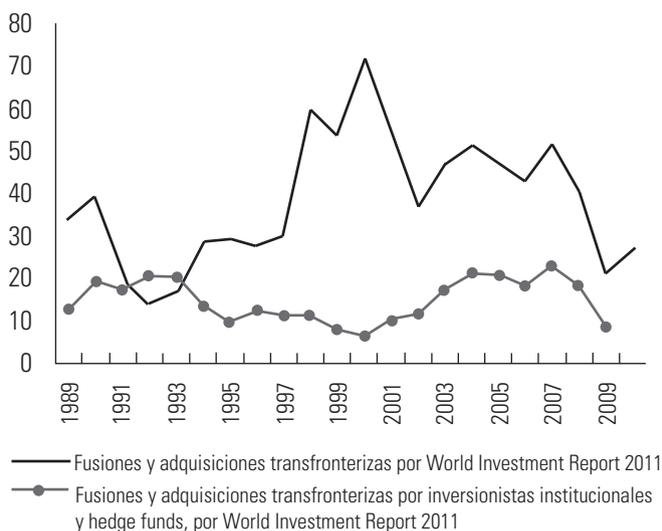
El desempeño de las fusiones y adquisiciones transfronterizas se financia mediante los créditos con hipotecas conocidos como vehículos de *leveraged buyouts*, en los que las hipotecas están constituidas por las ganancias esperadas y el valor del capital de las entidades que van a adquirirse. Los inversionistas institucionales construyen el fondo por colección de los capitales de los inversionistas individuales, por medio de las operaciones de *hedge funds*, y lo invierten en los financiamientos para las fusiones y adquisiciones.

En la gráfica 2, la evolución del valor informado en el documento de 2011 demuestra que la evolución de las fusiones y adquisiciones transfronterizas entre 2002 y 2009 se explica en gran parte por las mismas financiadas por las entidades financieras privadas que han reunido los fondos de los inversionistas privadas y de *hedge funds*. Las fusiones y adquisiciones financiadas por tales actividades alcanzaron 461 mil millones de dólares en 2007 y disminuyeron a 291 mil millones en el año siguiente.

GRÁFICA 1. INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA (MIL MILLONES DE DÓLARES)



GRÁFICA 2. LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES TRANSFRONTERIZAS EN EL PORCENTAJE DE LA IED (%)



Fuente: UNCTAD>UnctadStat>Foreign direct investment>Inward and outward foreign direct investment flows, annual 1970-2010, <<http://unctadstat.unctad.org/TableViewer/tableView.aspx?ReportId=88>>; World Investment Report 2009, pp. 11 y 26; y World Investment Report 2011, pp. 13 y 199.

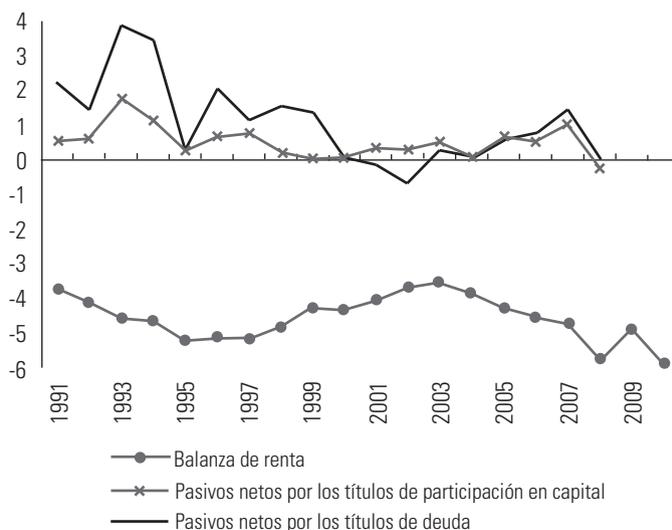
## INVESTIGACIÓN DE LA BALANZA DE PAGOS DE AMÉRICA LATINA

El flujo de entrada de la IED en América Latina se incrementó de 8 mil millones de dólares en 2001 a 99.8 mil millones en 2008. Entre 2002 y 2007, el incremento de los números y el valor de las fusiones y adquisiciones transfronterizas contrastan con la IED de las inversiones en nuevas plantas. No se presentan las estadísticas de las fusiones y adquisiciones transfronterizas en América Latina, ya que las estimamos por medio de los datos de los pasivos netos de inversión de cartera por los títulos de participación en el capital. En la gráfica 3, el porcentaje de estos pasivos netos corresponde al saldo estimado de las fusiones y adquisiciones transfronterizas.

La gráfica 4 señala la trayectoria del superávit de la balanza de capital y financiera, y el mismo del flujo de la IED en el porcentaje del PIB de América Latina y el Caribe. La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), en el documento “Balance preliminar de la economía de América Latina y el Caribe”, presenta los datos de la balanza de pagos, que indican los pagos netos de la utilidad e interés, provocados por las inversiones extranjeras, y la transferencia neta de recursos, definida como el ingreso neto de capital menos los pagos netos de utilidad e interés demostrados en la balanza de renta. De la disminución del superávit de la balanza de capital y la misma variación de la entrada de la IED entre 2003 y 2007 resultará la reducción de los pagos netos de las utilidades e intereses al exterior, la que se ilustra por la evolución ascendente de la balanza de renta. La gráfica 3 muestra, no obstante, el incremento del déficit de la balanza de renta entre 2003 y 2008.

La contradicción entre la evolución del superávit de la balanza de capital y financiera y la misma de la balanza de renta refleja la expansión del otro factor que resulta de los

GRÁFICA 3. BALANZA DE RENTA Y PASIVOS NETOS POR LOS TÍTULOS EN EL PORCENTAJE DEL PIB (%)

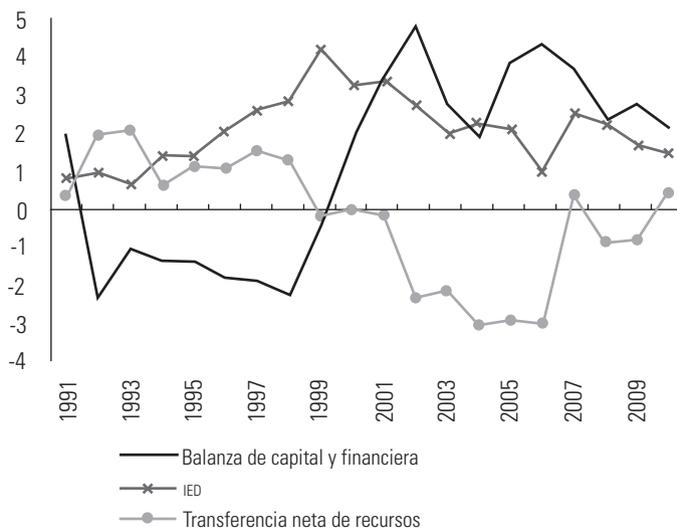


Fuente: CEPAL América Latina y el Caribe: Series históricas de estadísticas económicas>América Latina, Balanza de pagos 1980-2008>Balanza de pagos en dólares a precios corrientes, <<http://www.eclac.cl/deype/cuaderno37/esp/index.htm>>; y Balance preliminar de las economías de América Latina 2011, pp. 99, 110 y 111.

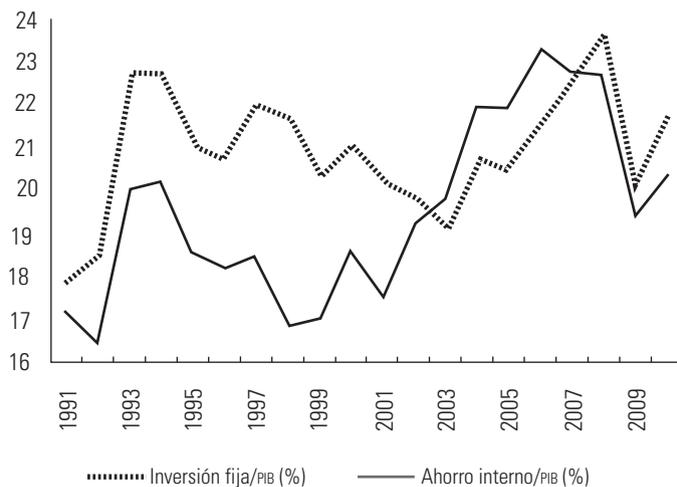
pagos de utilidad e interés. La gráfica 3 demuestra la situación del flujo de los pasivos netos de inversión de cartera por los títulos de participación en el capital y la evolución de los pasivos netos de inversión de cartera por los títulos de deuda en el porcentaje del PIB. Los pasivos de la inversión de cartera cubren los pagos adicionales de utilidad e interés al exterior, razón por la cual el déficit de la balanza de renta sigue aumentando en el porcentaje del PIB.

La gráfica 5 muestra el porcentaje, en el PIB, de la inversión fija y el ahorro interno. Durante la fase de alta tasa de crecimiento, el ahorro excesivo corresponde a 1.5% del PIB. La transferencia neta de recursos en los mismos años alcanza

GRÁFICA 4. BALANZA DE CAPITAL Y FINANCIERA DE AMÉRICA LATINA EN EL PORCENTAJE DEL PIB (%)



GRÁFICA 5. INVERSIÓN FIJA Y AHORRO INTERNO EN EL PORCENTAJE DEL PIB (%)



Fuente: CEPAL, Balance preliminar de la economías de América Latina y el Caribe 2011, p.103; Balance preliminar de la economías de América Latina y el Caribe 2005, p. 170; y Estudios Económicos de América Latina y el Caribe 2002-2003, p. 390.

3%, ya que los recursos pagados al exterior fueron superiores al saldo del ahorro excesivo.

INESTABILIDAD FINANCIERA MACROECONÓMICA:  
LA TEORÍA DE KALECKI Y LA TEORÍA DE MINSKY

La teoría de Minsky explica el exceso y la escasez del flujo de la utilidad adicional (*cash flow*) producida por la inversión, en comparación con el pago de interés para el fondo externo de su financiamiento. Al enfrentarse al riesgo de la cartera vencida, los bancos tienden a cobrar la tasa más alta de interés. Las deudas con alta tasa de interés y las emisiones de títulos conducen a la necesidad de conseguir algún fondo con alta liquidez en la mano de las empresas, antes de que se generen los flujos de utilidad en el balance de ellas. Esto las obliga a refinanciar sus deudas mediante los nuevos financiamientos, lo que se clasifica como el financiamiento *especulativo*. En caso de que la mayor parte de las empresas se ubique en la condición del financiamiento especulativo, algunas de ellas necesitan vender sus activos para tener liquidez, lo que se define como financiamiento Ponzi [Minsky, 1986: 90-196]. El análisis de Minsky se enfoca en el balance de la entidad representativa, por lo que es necesario adoptar otro punto de vista para agregar el modelo a la investigación macroeconómica. Nuestro análisis se apoya en Taylor y O'Connell [1989], y Foley [2003]. Foley [2003] presenta la función de inversión con la variable explicativa de la tasa de interés y explica la deuda externa como la función aumentada de la tasa interna de interés. La alta tasa de interés produce el costo elevado de inversión y el pago elevado para la deuda al mismo tiempo, por lo que Foley concluye que la economía que se caracteriza por una tasa de utilidad inferior a la tasa de interés de pago se encuentra en la condición del

financiamiento Ponzi. Definimos la función de la inversión fija con la variable explicativa de la tasa esperada de utilidad y el ajuste de la tasa de utilidad de capital.

*Modelo de inestabilidad de Kalecki*

El modelo kaleckiano está constituido por la función de la inversión  $I$ , la función del ahorro  $S$  y la tasa de utilización de capital  $u$  [Lavoie, 2010; Hein *et al.*, 2011].<sup>1</sup> La función de la inversión trae las variables explicativas del término constante, la utilidad esperada, y el ajuste de la tasa de utilización de capital:

$$I/K = g = g_0 + g_1 p^* + g_2 (u - \bar{u}) \quad (1)$$

$K$ : formación del capital fijo

$g_0$ : variable exógena que representa la condición económica cíclica

$p^*$ : tasa esperada de la utilidad

$u$ : tasa de utilización de capital, definida como  $u = Y/K$

$\bar{u}$ : tasa “normal” de la utilización de capital

$g_1, g_2$ : parámetros ( $g_1 > 0, g_2 > 0$  cuando  $u < \bar{u}, g_2 > 0$  cuando  $u > \bar{u}$ ),

$$S/K = s = s_0 + s_c r, \text{ donde } r = P/K \quad (2)$$

$$P/K = (P/Y)(Y/K) = \pi u \quad (3)$$

donde  $p$  representa la utilidad realizada y  $r$  es la tasa de utilidad realizada, calculada por la utilidad realizada y el gasto, y  $\pi = P/Y$ .

<sup>1</sup> El modelo kaleckiano estándar no incluye  $s_0$ ; sin embargo, lo tomamos en cuenta para la investigación empírica.

En el caso de  $u > \bar{u}$ , las empresas consideran que el *stock* de capital actual es excesivo, ya que baja la tasa  $u$  en (1). La inversión fija produce la utilidad, que construye una parte del ingreso adicional. El ingreso se divide en el ingreso salarial y la utilidad de los capitalistas ( $P$ ), y en (2) se supone que el ingreso salarial no construye el ahorro.

El equilibrio entre la inversión y el ahorro adicional se obtiene por:  $I/K = S/K$ , que se representa por:  $p^* = r^*$  y  $u = \bar{u}$ . Esta tasa de utilidad  $u$  satisface las siguientes:

$$r^* = \frac{g}{s_c} = \frac{g_0 + g_2(u - \bar{u})}{s_c} \quad (4)$$

$$s^* = s_0 + s_c \pi u \quad (5)$$

Comparando el valor de los coeficientes  $g_0$ ,  $g_1$ ,  $s_0$  y  $s_c$  en (4) y (5) se examina la estabilidad del sistema que garantiza la existencia del equilibrio entre  $r^*$  y  $s^*$ .

En este modelo, la tasa de utilización de capital que corresponde al equilibrio se obtiene como la función con las variables explicativas de  $g_2$ ,  $\pi$  y  $s_c$ , donde  $\bar{u}$  es dada. La teoría kaleckiana supone que la demanda agregada de inversión se ajusta al nivel de equilibrio con el ahorro. En el corto plazo, los empresarios arreglan la inversión por medio del cambio de  $u$  para igualarse con  $\bar{u}$ .

#### MODELO DE LA INESTABILIDAD FINANCIERA EN LA MACROECONOMÍA

En las siguientes líneas analizamos la teoría de la inestabilidad financiera de la macroeconomía. La IED y la inversión extranjera de cartera también contribuyen a producir la utilidad y a financiar la inversión adicional. En el marco teórico

de la economía neoclásica, ignorando el sector público, la inversión excesiva es equivalente al déficit neto de cuenta de capital:  $I - S = -D$ , donde  $D$  es el superávit de la balanza de capital y financiera. La teoría poskeynesiana considera que la inversión fija produce el flujo del ahorro adicional que la financiará, razón por la cual el fondo *ex ante* no marca el límite del financiamiento de la inversión. En la misma línea de análisis del modelo kaleckiano y de Lima [2010], consideramos la función de la inversión (1) y la del ahorro (2). (1) refleja el mecanismo por el que la alta tasa esperada de la utilidad induce la inversión adicional y también facilita el financiamiento de la inversión por deudas y títulos. Para investigar el ajuste dinámico definimos la función derivada por tiempo:  $(I/K) = \dot{g}$ , y  $(S/K) = \dot{s}$ .

El financiamiento del costo de la inversión por la utilidad realizada acumulada en la economía interna se garantiza por:  $\dot{g} < \dot{s}$ . (6)

En el análisis macroeconómico es necesario distinguir dos condiciones que garantizan (6). En el caso de  $0 << \dot{g} < \dot{s}$ , se cumple (6). En cambio,  $\dot{g} < \dot{s} << 0$  también provoca (6), que corresponde a la recesión profunda y la falta la demanda efectiva.

La IED y la inversión de cartera contribuyen positivamente a  $p^*$  y  $\bar{u}$  y al mismo tiempo inducen los pagos adicionales de la utilidad e interés al exterior, ya que consideramos  $V$  como los pagos netos de la utilidad e interés. Una parte de la utilidad generada por dichas inversiones extranjeras se paga al exterior:  $V_1 = v_1 p$ . En cambio, otra parte del pago al exterior proviene del ingreso adicional producido por los altibajos de los precios de bienes e índices bursátiles, y por la variación del tipo de cambio. El pago de utilidad e interés de tal categoría  $v_2$  no necesariamente proviene de la utilidad adicional elaborada por la inversión extranjera, ya que  $v_2$  se define como la variable exógena.

El financiamiento especulativo se realiza cuando se cumple la condición de:

$$[\dot{g}_0 + (g_1 \dot{p}^*) + g_2 \dot{u}] - (s_c \dot{r})_d > 0, \text{ t por eso } g_1 \dot{p}^* \geq (s_c \dot{r})_d > 0, \text{ (7) y}$$

además  $-(v_1 s_c \dot{r} + v_2) < 0$ .

Lo que (7) muestra es que el ahorro interno adicional producido por la utilidad no cubre los pagos de interés para los créditos y títulos. La IED y la inversión de cartera contribuyen a la elevación de  $p^*$ ; no obstante, los pagos de utilidad e interés relacionado con ellas inducen la necesidad de pagar las utilidades e intereses al exterior en el futuro. (7) se interpreta también en distinta línea: la tasa esperada de utilidad  $p^*$  no trae consigo la tasa realizada de utilidad  $r$ . Entonces se presentan los dos mecanismos que establecen el financiamiento especulativo:

1. El financiamiento especulativo introducido por el *boom* de inversión y la alta tasa esperada de utilidad: el incremento del flujo de la IED y de la inversión de cartera afecta positivamente la tasa esperada de utilidad en el mercado, y las empresas desempeñan la inversión fija adicional dependiendo del financiamiento externo. La utilidad realizada no cubre los pagos de interés de la deuda y títulos, y la mayor parte de las empresas enfrenta la dificultad de pagar la utilidad e interés al exterior.
2. El financiamiento especulativo resultado de la falta de la utilidad realizada: como consecuencia de la falla de la intermediación financiera interna y la alta elasticidad de importación respecto al ingreso, el flujo de la utilidad no se acumula en la economía. En este caso también la inversión extranjera elabora los pagos aumentados de la utilidad e interés en el futuro; no obs-

tante, la inversión fija dirigida por la alta tasa esperada de utilidad no resulta la utilidad realizada.

(7) se realiza en el caso de la preferencia de liquidez extremadamente elevada, donde el sector no financiero demanda los créditos adicionales para acumular liquidez y los bancos necesitan los préstamos extranjeros para mantener el nivel requerido de reserva y capital propio. Se confirma el tercer mecanismo del financiamiento especulativo:

3. El financiamiento especulativo en recesión: las empresas no optan por invertir los recursos y elevan la preferencia de liquidez dependiendo extremadamente de los créditos bancarios. El sector bancario necesita captar los recursos extranjeros para mantener su nivel de reserva y capital propio. La IED y la inversión de cartera inducen los pagos de  $v_1 s_c r + v_2$ , aunque no se produce  $s_0 + s_c r$ .

En los tres casos del financiamiento especulativo, el ahorro interno no cubre el costo elevado de la inversión fija y la oferta del crédito obliga al sistema financiero a captar la reserva adicional. Cada sector necesita buscar la fuente foránea del financiamiento, como la IED, la inversión en cartera y la deuda, por lo que surge la necesidad de la transferencia de la utilidad e interés. El financiamiento Ponzi corresponde a cierta expansión del saldo de los pagos al exterior:

$$-(v_1 s_c \dot{r} + \dot{v}_2) > [\dot{g}_0 + (g_1 \dot{p}^*) + g_2 \dot{u}] > (s_c \dot{r})_d (s_c \dot{r})_d \text{ y además} \quad (8)$$

$$0 > g_1 \dot{p}^* \geq (s_c \dot{r})_d$$

El ahorro interno no cubre los pagos de la deuda de la inversión fija ni los pagos de la utilidad e interés de la inversión extranjera. El financiamiento Ponzi que sigue al finan-

ciamiento especulativo (1) o (2) es provocado por la elevación del saldo de los pagos de interés al exterior y por la salida drástica de la inversión extranjera. El financiamiento Ponzi se realiza también por otro mecanismo. Las fusiones y adquisiciones transfronterizas dirigidas por los vehículos de *hedge funds* llevan a cabo la compraventa en el mercado bursátil y elevan el índice, lo que resulta en el auge del riesgo. El alto riesgo en el sector financiero induce la alta tasa de interés que influye negativamente en la formación de la tasa esperada de utilidad, ya que la tasa de variación de la inversión fija se ubica por debajo de la misma de los pagos al exterior.

#### INVESTIGACIÓN EMPÍRICA DE LA INESTABILIDAD FINANCIERA

Las informaciones de la CEPAL presentan los datos de la tasa de inversión  $I/Y$  y de ahorro interno  $S/Y$ , ya que definimos  $g$  y  $s$  como los siguientes:

$$g = I/K = (I/K)(Y/K), \quad s = S/K = (S/K)(Y/K)$$

$Y/K = u$  es la tasa de utilidad de capital. El valor derivado por tiempo se ilustra como:

$$\dot{g} = (I'/K) - (Y'/K) = i - \dot{u}, \quad \dot{s} = (S'/Y) - (Y'/K) = (S'/Y) - \dot{u}.$$

La gráfica 6 muestra la tasa de utilización de capital, cuya evolución disminuye de forma drástica después de 2003. El saldo de  $(v_1 s_c r + v_2)$ , que se constituye por los pagos netos de la utilidad, interés y otros, se confirma por el superávit de la balanza de renta.

La gráfica 7 señala la tasa de variación de los tres términos: la tasa esperada de utilidad  $\dot{p}^*$ , la tasa del ahorro interno

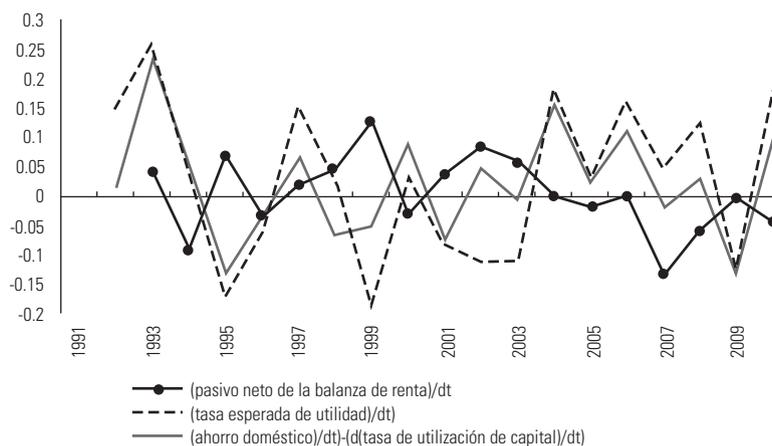
GRÁFICA 6. TASA DE UTILIZACIÓN DE CAPITAL EN AMÉRICA LATINA:  $u = Y/K$  (%)

Fuente: CEPAL América Latina y el Caribe: Series históricas de estadísticas económicas>5. América Latina y el Caribe, Cuentas nacionales en dólares a precios corrientes, 1990-2008 >5.2 Producto interno bruto por tipo de gasto <<http://www.eclac.cl/deype/cuaderno37/datos/5.2.1.xls>>; Balance preliminar de la economía de América Latina y el Caribe 2011, p. 102.

( $S^*/K$ ) y el pasivo neto registrado en la balanza de renta en el porcentaje del PIB. La tasa  $\dot{p}^*$  se obtiene por (1), usando la tasa de utilización de capital  $\dot{u}$ . El signo negativo de la tasa de variación del pasivo neto de la balanza de renta corresponde al incremento del pasivo neto (o disminución del activo neto) de la balanza de renta, conformado por los pagos elevados de la utilidad e interés al exterior.

Comparando las tres se confirma la condición de la inestabilidad financiera demostrada por (6) (7) y (8). En el tiempo de la crisis política internacional de 2001-2002, la tasa de variación del ahorro interno excedió la misma de la tasa esperada de utilidad. El signo positivo de la tasa de variación del pasivo neto refleja la disminución de los pagos de utilidad e interés al exterior, por lo cual se concluye que la crisis provocó la caída de la tasa esperada de utilidad en América Latina, y que la reducción del flujo de la IED produjo la disminución de los pagos de utilidad e interés al exterior. Lo que se observa en estos años se clasifica en el financiamiento

GRÁFICA 7. TASA DE VARIACIÓN DE LOS PASIVOS NETOS DE LA BALANZA DE RENTA, TASA ESPERADA DE UTILIDAD  $p^*$  Y AHORRO INTERNO  $s$  (%)



Fuente: elaboración propia con base en CEPAL, América Latina y el Caribe: Series históricas de estadísticas económicas, 5. América Latina y el Caribe, Cuentas nacionales en dólares a precios corrientes, 1990-2008, 5.2 Producto interno bruto por tipo de gasto, <<http://www.eclac.cl/deype/cuaderno37/datos/5.2.1.xls>>; Balance preliminar de la economía de América Latina y el Caribe 2011, pp. 99 y 102.

por la utilidad realizada acumulada en la economía interna, definido por (6), destacado por el estancamiento de la inversión fija.

Entre 2004 y 2008 se confirma la condición de (7) del financiamiento especulativo, donde la tasa esperada de utilidad trae consigo la tasa realizada de utilidad en el nivel inferior, mientras que el déficit de la balanza de renta, por los pagos netos de utilidad e interés al exterior, sigue incrementándose. El ajuste dinámico del sistema se localiza en el proceso de desequilibrio entre el costo de inversión adicional y el flujo de la utilidad acumulada en la economía interna, y de la entrada de la IED y las fusiones y adquisiciones transfronterizas resulta el incremento del déficit de la balanza de renta. En este lapso la tasa de crecimiento del PIB se ubicó alrededor de 5.0% anual. Sin embargo, el ahorro interno

adicional no cubre el costo de la inversión fija, y los pagos incrementados de la utilidad e interés son resultado de las fusiones y adquisiciones transfronterizas que afectaron al subir la tasa esperada de utilidad. La observación nos permite concluir que la economía latinoamericana se ha encontrado en la condición del financiamiento especulativo destacado por el *boom* de inversión antes de la crisis.

La situación grave se ilustra en 2009. La tasa de variación del ahorro interno (-0.13) es inferior a la variación de la tasa esperada de utilidad (-0.12), y el pasivo neto de la balanza de renta se ubica en el ajuste dinámico aumentado. Los resultados estimados corresponden al financiamiento Ponzi definido por (8).

Se confirma la condición del financiamiento especulativo dirigido por el *boom* de inversión fija entre 2004 y 2008. En la fase del alto crecimiento y fuerte entrada de IED, las fusiones y adquisiciones transfronterizas han provocado los altos pagos netos de la utilidad e interés al exterior, ya que la utilidad realizada en la economía interna no ha cubierto el costo de la inversión fija. La crisis financiera de 2008 ha resultado en el financiamiento Ponzi en América Latina, destacado por el ajuste dinámico disminuido de la tasa esperada de utilidad y la utilidad realizada, y el incremento de los pagos netos de la utilidad e interés al exterior.

## CONCLUSIÓN

La expansión de las fusiones y adquisiciones transfronterizas por medio de los vehículos de *hedge funds* en la década anterior generó el cambio estructural destacado en los desequilibrios globales y la economía latinoamericana. El análisis de la balanza de pagos de América Latina muestra el aumento de los pasivos netos de la balanza de renta a partir de 2003.

Los flujos de la entrada de la IED y las fusiones y adquisiciones transfronterizas han generado la alta tasa de la utilidad esperada, mientras que los mismos han resultado en el incremento de los pagos de la utilidad e interés al exterior. La tasa esperada de utilidad no ha confirmado la tasa realizada de utilidad en el mismo nivel, ya que se ha establecido el financiamiento especulativo macroeconómico antes de la crisis de 2008. La crisis financiera provoca el financiamiento Ponzi en 2009, razón por la cual es necesaria la estrategia política para acumular las utilidades en el ahorro interno, frenando los pagos de la utilidad e interés al exterior.

#### BIBLIOGRAFÍA

- Foley, Duncan K. [2003], “Financial fragility in developing economies”, en Amitava Krishna Dutt, Jaime Ros y Edward Elgar, *Development Economics and Structuralist Macroeconomics Essays in Honor of Lance Taylor*, Nueva York, Edward Elgar.
- Hein, Eckhard, Marc Lavoie y Till van Treeck [2011], “Some instability puzzles in Kaleckian models of growth and distribution: a critical survey”, *Cambridge Journal of Economics*, Inglaterra, Oxford University Press 35, (3): 587-612.
- Lavoie, Marc [2010], “Surveying short-run and long-run stability issues with the Kaleckian model of growth”, Mark Setterfiel (ed.), *Handbook of Alternative Theories of Economic Growth*, Cheltenham/Northampton, Reino Unido, Edward Elgar.
- Lima, Gilberto Tadeu [2010], “Profit sharing, capacity utilization and growth in a post-Kaynesian macromodel,” Mark Setterfiel (ed.), *Handbook of Alternative Theories of Economic Growth*, Cheltenham/Northampton, Reino Unido, Edward Elgar.

Minsky, Hyman P. [1986] *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven y Londres, Yale University Press.

Taylor, Lance y Stephen O'Connell [1989], "A Minsky crisis", en Willi Semmler (ed.), *Financial Dynamics and Business Cycles, New Perspectives*, Nueva York, M. E. Sharpe Inc.

## 6. INDUSTRIA PETROLERA: LOS CAMINOS DE PETROBRAS Y PEMEX

*Carlos Huerta\** y *Flávio Ruiz\*\**

*Agora é assim: Tudo que pode ser feito no Brasil, tem que ser feito no Brasil.*

“Ahora es así: Todo lo que puede ser hecho en Brasil, tiene que ser hecho en Brasil”. Programa de Movilización de la Industria Nacional de Petróleo y Gas Natural de Brasil, 2011.

### INTRODUCCIÓN

Los procesos de financiarización han avanzado de manera muy desigual por regiones, países y sectores económicos.

\* Maestro en Economía por la UNAM con especialidad en Economía Matemática y Economía Internacional. Participó en la elaboración del marco jurídico de la reforma energética de 2008. Actualmente es asesor de Economía Política de la Energía en el Consejo de Administración de Petróleos Mexicanos.

\*\* Consejero profesional del Consejo de Administración de Pemex.

Agradecemos al ingeniero Milton Costa Filho, gerente general de Petrobras en México, por la iniciativa de darnos a conocer y proporcionarnos la información sobre Petrobras y las instituciones alrededor de la industria petrolera de Brasil. Este agradecimiento no lo hace responsable de las cosas olvidadas, mal escritas o mal razonadas que se presentan aquí. Asumimos la responsabilidad plena.

[111]

Incluso cuando pudiera decirse que la industria petrolera ha sido una de las industrias globales con mayor grado de penetración de los intereses de las altas finanzas, también es cierto que este proceso ha sido desigual, puesto que una parte sustantiva de él se corresponde con la acción de las políticas públicas y, por supuesto, de los sindicatos, partidos políticos y las organizaciones ciudadanas.

En este capítulo se estudia la experiencia de una de las empresas latinoamericanas más importantes del sector petrolero mundial, las políticas y los resultados alcanzados.

#### PETROBRAS Y LOS DESAFÍOS DE LA FINANCIARIZACIÓN

Petróleo Brasileiro S. A. (Petrobras) es un referente petrolero internacional que ha desafiado la ortodoxia económica, financiera y operativa para convertirse en una de las empresas de energía más importantes del mundo. En poco más de una década pasó del lugar 27 al 3, con un valor de mercados de casi 229 mil millones de dólares.<sup>1</sup>

Este ascenso se preparó décadas atrás y la intervención del Estado en la política energética nacional fue una pieza clave en él. El éxito de Petrobras es multifactorial y cada uno de esos factores ha completado el rompecabezas para garantizar la seguridad energética para los próximos 25 años.

Sin embargo, la pregunta sustantiva es, ¿cuáles han sido los factores de este éxito que colocó a Brasil entre los grandes jugadores mundiales de la industria petrolera? Los factores de éxito pueden resumirse como sigue:

1. Intervención del Estado en el diseño de una política industrial activa orientada a la sustitución de im-

<sup>1</sup> Fuente: PFC, Energy, 2010. Tomado de Petrobras en línea: <<http://www.petrobras.com>>.

portaciones de bienes y servicios energéticos en un contexto económico de competencia entre empresas nacionales y extranjeras de la industria energética de Brasil.<sup>2</sup>

2. Planificación estratégica de la petrolera brasileña plasmada en su plan de negocios quinquenal.<sup>3</sup>
3. Dejar fuera del presupuesto federal a Petrobras y contar con un sistema fiscal no confiscatorio de los recursos que genera. Esto se traduce en una agresiva política de inversión productiva en la industria petrolera de Brasil.
4. Una robusta legislación que otorga amplias facultades de revisión, fiscalización y sanción a sus órganos reguladores, como la Agencia Nacional del Petróleo, Gas Natural y Biocombustibles (ANP). De esta manera el gobierno federal brasileño puede mantener el control directo de sus recursos naturales pese al sistema de concesiones o de contratos con empresas nacionales o extranjeras.
5. Inversión en capacitación de recursos humanos, investigación y desarrollo tecnológico y alineación del plan de negocios con la Universidad de Petrobras y sus institutos de investigación e innovación tecnológicas.
6. La obligación, con su respectivo sistema de sanciones, de alto contenido nacional en los bienes o servicios que presten las empresas proveedoras de Petrobras, sean locales o extranjeras.

<sup>2</sup> Particularmente, la política industrial del gobierno federal brasileño está alineada con el plan de negocios de Petrobras; esta alineación le permite garantizar la seguridad energética nacional.

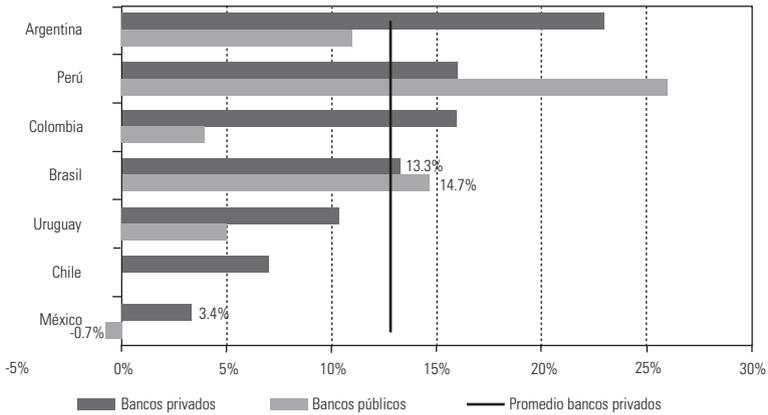
<sup>3</sup> Es menester subrayar que la planeación estratégica es una guía imprescindible. Los ejecutivos y empleados de Petrobras llevan y presentan en cualquier lugar lo que establece el plan de negocios; es una especie de Biblia que guía el actuar de cada uno de ellos. Hay un guión y hay que seguirlo al pie de la letra.

7. Un sistema financiero que otorga facilidades de crédito a las empresas proveedoras de Petrobras y una banca de desarrollo<sup>4</sup> que financia los proyectos productivos de la compañía petrolera brasileña y de las cadenas productivas de las empresas alrededor de la industria. Véase gráfica 1.
8. Una política de internacionalización con el propósito de expandir sus relaciones comerciales con el exterior y una política de transición energética del petróleo hacia los biocombustibles.
9. Apertura a la inversión privada de empresas nacionales o extranjeras a través del sistema de concesiones o contratos de índole diversa (por ejemplo, contratos de producción compartida).
10. Capitalización a través del mercado de valores. Véase gráfica 2.

En suma, el éxito de Petrobras sólo puede explicarse por el conjunto de factores que han impulsado el desarrollo de esta empresa. Tomar uno o algunos factores de manera aislada para explicar este desarrollo nos parece que es un despropósito. Al mismo tiempo, los actores principales de esta política económica de energía –gobierno, empresa e industria– han creado condiciones expansivas mediante un efecto multiplicador en el ciclo económico de los negocios del país sudamericano. Es decir, Petrobras ha servido como palanca del desarrollo económico de Brasil. Todo ello explica el desarrollo industrial que ha conseguido y que se muestra en la tabla 1.

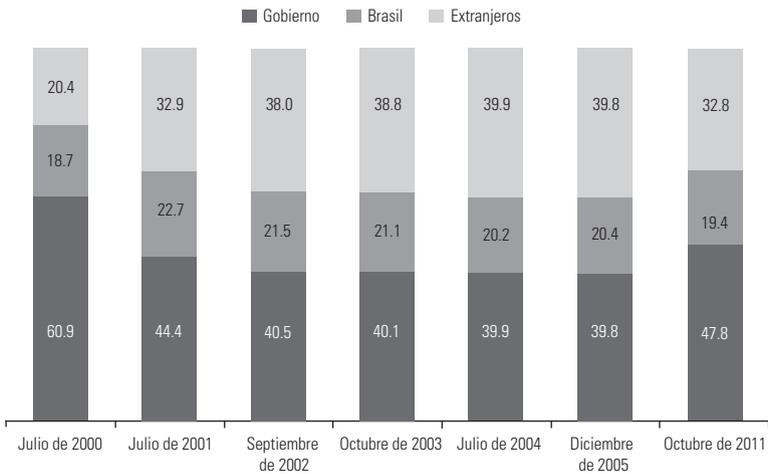
<sup>4</sup> El Banco Nacional do Desenvolvimento, BNDES, o banca de desarrollo, financia proyectos productivos de Petrobras, lo mismo para construcción de plataformas, que transporte de hidrocarburos o proyectos diversos en el Amazonas, así como financiamiento de las micro, pequeñas y medianas empresas relacionadas con la petrolera brasileña y su industria. En línea: <<http://www.bndes.gov.br>>.

GRÁFICA 1. CRECIMIENTO DEL CRÉDITO REAL EN PAÍSES DE AMÉRICA LATINA  
(BRASIL-MÉXICO), 2010 (TASA PROMEDIO)



Fuente: OCDE/CEPAL [2011], *Perspectivas económicas de América Latina 2012: Transformación del Estado para el desarrollo*, OECD Publishing. Reelaboración propia con base en la fuente.

GRÁFICA 2. DISTRIBUCIÓN ACCIONARIA EN PETROBRAS, 2000-2011  
(PORCENTAJES)



Fuente: Petrobras [2011], *Modelo de gobierno corporativo, organización y gestión empresarial*, mimeo, Petrobras, Brasil, octubre de 2011. Reelaboración propia con base en la fuente.

TABLA 1. PETROBRAS

Empresa integrada presente en 28 países, en los cinco continentes.	
3ª mayor empresa de energía del mundo <sup>a</sup>	
4ª empresa más respetada en el mundo	
8ª mayor empresa global por valor de mercado	
1ª empresa más importante en Brasil	
<i>Estructura</i>	
Estaciones de servicio:	cerca de 8 mil
Flota de buques:	172 (52 propiedad de Petrobras)
Ductos:	25 966 km
Refinerías:	16
Fertilizantes:	2 fábricas
Biocombustibles:	5 plantas
Termoeléctricas:	18 plantas
Energía eólica:	1 unidad piloto

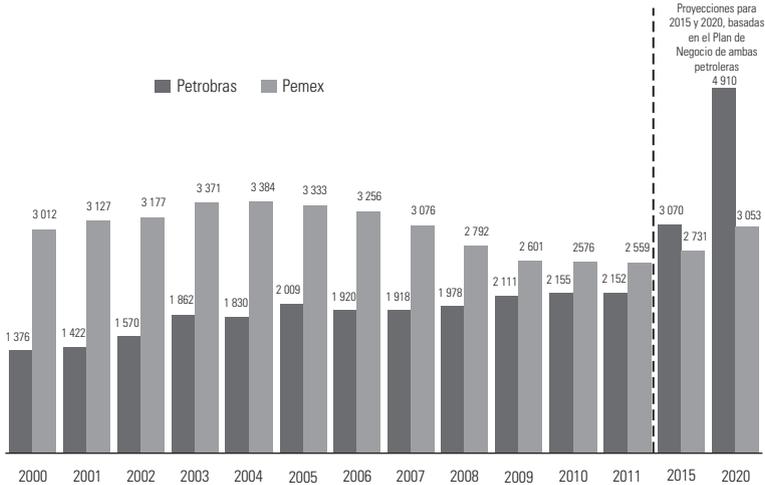
<sup>a</sup> PFC, Energy, 2010. Tomado de Petrobras.

Fuente: Petrobras. En línea: <http://www.petrobras.com>.

Por otra parte, Petrobras ha estado desafiando sus propias capacidades en materia de producción. En 1974 tenía una producción de crudo de 177 mil barriles por día. Brasil se encontraba en una crisis energética de grandes proporciones y tuvo que salir a buscar el aceite que no aún no se había encontrado en su territorio. Exactamente después de la desregulación (1995-1998), Petrobras producía alrededor de 1 millón de barriles diarios. Comenzando el siglo XXI, ha tenido una ascendente producción de petróleo crudo al pasar de 1.4 millones de barriles diarios (mbd) en el año 2000 a 2.1 millones para 2011.

Sin embargo, el haber producido adicionalmente más de 700 mil barriles diarios en sólo una década no es el tema más relevante. Así lo demuestran las proyecciones contenidas en su plan de negocios. Para 2015 tiene proyectado producir

GRÁFICA 3. BRASIL Y MÉXICO: PRODUCCIÓN DE PETRÓLEO CRUDO, 2000-2020  
(MILES DE BARRILES DIARIOS)



Nota: en el caso de Petrobras incluye la producción internacional.

Fuente: Petrobras, Pemex y Secretaría de Energía; varios años. En línea: <<http://www.petrobras.com>>, <<http://www.pemex.com>> y <<http://www.sener.gob.mx>>. Elaboración propia con base en la fuente.

más de 3 mbd y para 2020 más de 5 mbd.<sup>5</sup> Los propios trabajadores, que son una parte fundamental del éxito de Petrobras, lo resumen así: “El 2015 es mañana y el 2020 es pasado mañana y así sucesivamente; de ese tamaño es el desafío.” Véase gráfica 3.

<sup>5</sup> Son más de 5 millones de barriles diarios porque se adicionan los 246 mil barriles diarios que se obtienen en el exterior. Los resultados de producción observados y las proyecciones de Petrobras contrastan de manera significativa con los datos de Pemex. Mientras la empresa petrolera brasileña pretende incrementar su producción en más de 2.7 millones de barriles diarios para 2020, Pemex lo hará en apenas 500 mil barriles de petróleo crudo, prácticamente para llegar a los valores que se tenían en el año 2000. Las extrapolaciones para el caso de Pemex se hicieron con base en su Plan de Negocios 2011-2016 y en la Estrategia Nacional de Energía de la Secretaría de Energía a una tasa de crecimiento promedio anual de 2 por ciento.

Este éxito productivo radica principalmente en una agresiva política de inversión al interior de Petrobras y en recientes e importantes descubrimiento en aguas profundas. El plan de negocios contiene los principales ejes de inversión que a continuación se retoman:

1. Mayor concentración de las inversiones en el segmento de exploración y producción (E&P), cuya participación en el total de las inversiones aumentó de 53% en el plan anterior a 57% en el actual.
2. Concentración (87%) de las inversiones en E&P<sup>6</sup> también en los nuevos proyectos incluidos en la cartera, con énfasis en el desarrollo de las áreas del Presal y de la cesión onerosa.
3. Escenario positivo de la economía brasileña, con un fuerte crecimiento en la demanda de derivados petroleros.
4. Curva de producción continua muy ascendente en función del inicio de producción de campos mayores y más productivos.
5. La empresa espera duplicar sus reservas probadas en 2020.

<sup>6</sup> El segmento de exploración y producción recibirá inversiones por 127.5 mil millones de dólares. De ese total, 117.7 están dirigidos a actividades de E&P en Brasil: 65% al desarrollo de la producción, 18% a la exploración y 17% a infraestructura. Las inversiones en el Presal corresponden a 45.4% del valor total de E&P en Brasil y aproximadamente a 50% del monto destinado al desarrollo de la producción. La participación del Presal en la producción nacional de petróleo pasará de la estimación de 2% en 2011 a 40.5% en 2020.

El aumento de la participación de la producción del Presal en la curva de producción está relacionado con las mayores inversiones en estos activos y, sobre todo, con la elevada eficiencia ya comprobada en los test de larga duración (TLD) y en el proyecto piloto de Lula (calamar en portugués). El primer pozo a producir en escala comercial en el Presal del campo de Lula ya es el pozo más productivo de la compañía. Este último pozo produce 100 mil barriles diarios.

6. Financiamiento respaldado sobre todo en la generación de caja propia y en relación con recursos de terceros, basada sólo en la contratación de nuevas deudas, sin considerar la emisión de acciones. La necesidad de financiamiento neto, descontando la amortización, presenta un valor mínimo de 7.2 mil millones de dólares estadounidenses por año y un valor máximo de 12 mil millones por año, de acuerdo con los escenarios utilizados para el análisis.

El Plan de Negocios 2011-2015 prevé la aplicación de 95% de las inversiones (213.5 mil millones de dólares) en las actividades desarrolladas en Brasil y 5% en las actividades en el extranjero, considerando un total de 688 proyectos. En relación con el total de las inversiones, 57% se refiere a proyectos ya autorizados para ejecución e implementación.<sup>7</sup>

#### PEMEX Y PETROBRAS EN LA GLOBALIZACIÓN PETROLERA

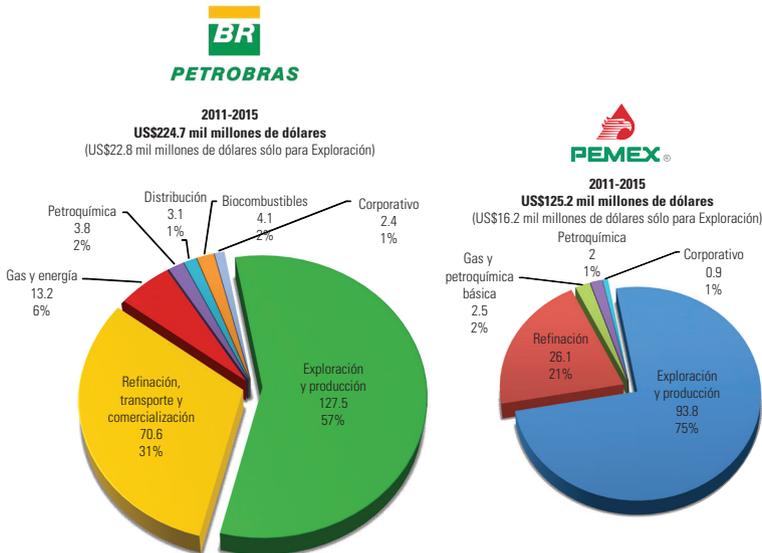
Resulta evidente que la inversión sostenida es una de las piezas claves del rompecabezas de un Petrobras exitoso. La diferencia sustancial entre Petrobras y Pemex son 100 mil millones de dólares para los próximos cinco años. La compañía petrolera brasileña tiene planeado invertir alrededor de 225 mil millones de dólares (mmdd), mientras que nuestra paraestatal lo hará en sólo 125 mmdd. Pero eso no es todo, la forma como se distribuye los recursos también marca una diferencia sustancial. Cincuenta y siete por ciento de total de los recursos se invertirá en exploración y producción, mientras que Pemex invertirá 75% en ese mismo rubro.

<sup>7</sup> Todo lo referente al plan de negocios fue tomado de: Petrobras, Compañía Abierta, Hecho Relevante, Plan de Negocios 2011-2015, Río de Janeiro, 22 de julio de 2011. En línea: <<http://www.petrobras.com>>.

La petrolera mexicana está volcada a la extracción de crudo como materia prima, mientras que Petrobras tienen un mayor equilibrio en sus inversiones. Por ejemplo, esta última invertirá 70 mmdd en refinación, transporte y comercialización, mientras que Pemex sólo desembolsará poco más de una tercera parte si se compara con su contraparte: 26 mmdd. Véase gráfica 4.

En suma, si se consideran los planes de negocios para 2011-2015 de Pemex y Petrobras, se hacen las conversiones de tipo de cambio y se anualizan los montos respectivos, se tiene que mientras que Pemex invertirá alrededor de 335 mil

GRÁFICA 4. INVERSIÓN PRODUCTIVA TOTAL CON BASE EN LOS PLANES DE NEGOCIOS DE PETROBRAS Y PEMEX, 2011-2015  
(MILES DE MILLONES DE DÓLARES Y PORCENTAJES DE DISTRIBUCIÓN)



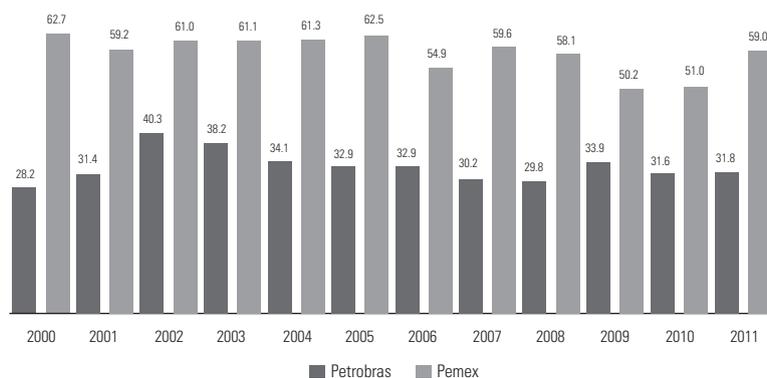
Fuente: Pemex y Petrobras. En línea: <<http://www.pemex.com>> y <<http://www.petrobras.com>>. Elaboración propia con base en la fuente.

millones de pesos por año, Petrobras invertirá casi el doble, 600 mil millones de pesos anuales. Es claro que uno de los factores que explican el éxito de Petrobras se encuentra en su agresiva política de inversión y su alineamiento del plan de negocios con la política económica e industrial del gobierno de Brasil. De manera particular hay que subrayar que la inversión total del sector privado en la industria petrolera de Brasil se aproxima a 25% del total invertido, nada más.

Ahora bien, ¿cómo financia la inversión Petrobras? Para empezar, Petrobras está fuera del presupuesto federal y su carga impositiva es proporcional y acorde con las expectativas de crecimiento productivo plasmadas en su plan de negocios. Véase gráfica 5.

Así, mientras Petrobras tiene una carga impositiva que promedia 33% de sus ventas totales, Pemex entrega al fisco

GRÁFICA 5. CARGA FISCAL EN PETROBRAS Y PEMEX, 2000-2011  
(PORCENTAJES)



Nota: para el caso de Brasil se estima la carga fiscal para el año 2011. En el caso de Pemex, para el mismo año, se tomaron los datos del Segundo informe trimestral, artículo 71 (párrafo primero), Ley de Petróleos Mexicanos, que aparece en la página de Internet de la petrolera, enero-junio de 2011, pp. 107-109.

Fuente: Petrobras y Pemex. En línea: <<http://www.pemex.com>>. Elaboración propia con base en la fuente.

TABLA 2. RÉGIMEN FISCAL DE PEMEX, 2006-2010

<i>Contribuciones</i>		2006 (%)	2007 (%)	2008 (%)	2009 (%)	2010 (%)
1. Derecho ordinario sobre hidrocarburos		79	71.50	71.50	71.50	71.50
2. Derecho extraordinario sobre exportación de petróleo crudo		13.10	13.10	13.10	13.10	13.10
3. Derecho sobre hidrocarburos para el fondo de estabilización		1 a 10				
4. Derecho para fondo de investigación científica y tecnológica en materia de energía		0.05	0.65	0.65	0.65	0.65
5. Derecho para fiscalización petrolera		0.003	0.003	0.003	0.003	0.003
6. Derecho único sobre hidrocarburos		37 a 57	37 a 57	37 a 57		
7. Derecho sobre la extracción de hidrocarburos paleoacanal de chicontepec y campos de aguas profundas				10 a 20		
8. Derecho especial sobre hidrocarburos paleoacanal de chicontepec				71.50		
9. Derecho especial sobre hidrocarburos campos de aguas profundas				60 a 71		
10. Derecho adicional sobre hidrocarburos paleoacanal de chicontepec y campos de aguas profundas					52	52
11. Impuesto a los rendimientos petroleros		30	30	30	30	30
12. Aprovechamientos sobre excedentes petroleros		6.50				

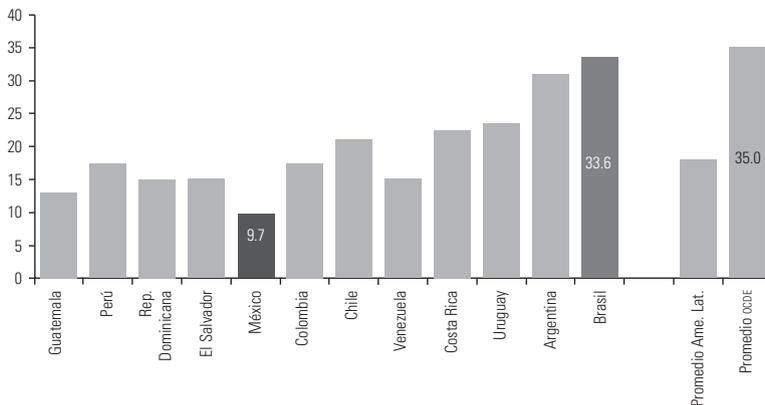
Fuente: Ley Federal de Derechos y Pemex. En línea: <http://www.pemex.com> y <http://www.diputados.gob.mx>

casi 60% de las mismas. Véase tabla 2. Esto se explica por la alta dependencia que nuestro país tiene de los ingresos petroleros y una política fiscal sumamente laxa y de privilegios fiscales que no logra incrementar los recursos del gobierno federal. Así lo muestra el último documento publicado en octubre de 2011 por la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) y la propia CEPAL [2011].

Los ingresos públicos tributarios como porcentaje del PIB en los países de la OCDE son de 35%; en Brasil son de casi 34% y en México de menos de 10%. Esto demuestra cómo México tiene una alta dependencia de los ingresos petroleros y necesita una reforma hacendaria urgente, a diferencia de Brasil, que tiene una economía mucho más diversificada. Véase gráfica 6.

En México, y específicamente en Pemex, lo que se requiere es sacar la paraestatal del presupuesto y descargarla fiscalmente entre 250 mil y 300 mil millones de pesos por

GRÁFICA 6. LA RECAUDACIÓN IMPOSITIVA EN AMÉRICA LATINA ES BAJA (MÉXICO Y BRASIL), 2008  
(INGRESOS PÚBLICOS TRIBUTARIOS COMO PORCENTAJE DEL PIB)



Nota: Para el caso de México, se tomaron los datos de los ingresos tributarios para el 2012 de la Ley de Ingresos de la Federación 2012 aprobada por la Cámara de Diputados en octubre de 2011.

Fuente: OCDE/CEPAL [2011], *Perspectivas económicas de América Latina 2012: Transformación del Estado para el desarrollo*, OECD Publishing. Reelaboración propia con base en la fuente.

año para alcanzar los niveles de inversión en los que se encuentra Petrobras. Esta condición es indispensable y sólo es posible si se efectúa una reforma hacendaria que permita liberar recursos financieros para Pemex.

#### DESARROLLO E INVESTIGACIÓN TECNOLÓGICA Y CAPACITACIÓN DE RECURSOS HUMANOS

La visión de Petrobras hacia la formación de recursos humanos y la inyección de cuantiosos recursos para investigación y desarrollo tecnológico tiene más de 50 años y es uno de los pilares que explican su éxito. Todo comenzó en la década de los cincuenta con la creación del Centro de Perfeccionamiento de Investigación del Petróleo. Una década después se fundó el Centro de Investigaciones y Desarrollo Leopoldo Américo Miguez de Mello (Cenpes). La inversión en investigación y desarrollo tecnológico asciende a más o menos 1.5 miles de millones de dólares cada año (alrededor de 20 mil millones de pesos). Esto representa casi dos veces el presupuesto asignado al Instituto Politécnico Nacional o más de 100% del presupuesto del Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología (CONACYT), con la diferencia de que Petrobras lo invierte únicamente en materia de petróleo y biocombustibles.

Por otra parte, lo que hoy conocemos como Universidad de Petrobras y que lleva este nombre desde 2004 fue fundada en 1966 con el propósito de capacitar al personal de Petrobras. Cuenta con tres campos alrededor de Brasil: Río, Salvador y Araucaria.

La Universidad de Petrobras persigue los siguientes propósitos:

1. Atención única y exclusivamente a los empleados del sistema Petrobras.

2. Alineamiento integral con el plan de negocios de Petrobras.
3. Certificación ISO 9000 para garantizar la calidad de cursos y cónclaves.
4. Elaboración de un portafolio de soluciones educacionales en colaboración con las áreas corporativas y de negocios, el cual debe ser actualizado permanentemente.
5. Atención corporativa a nivel medio.
6. Creación de un plan pedagógico-empresarial.

Su programa de formación fue electo como uno de los cinco mejores programas educacionales para jóvenes del mundo (Petroleum Economist Award) y existen diversos cursos de actualización y especialización de corta duración, así como maestrías y doctorados con la participación de universidades y escuelas de negocios brasileñas y extranjeras. La capacitación es un factor clave para entender el desarrollo de Brasil, pero sobre todo de Petrobras; muestra de ello es la cantidad de recursos y el tiempo que dedican a esta parte y que superan por mucho la tendencia internacional en esta materia. Véase tabla 3.

El programa de ingreso anual a Petrobras por medio de su universidad es muy escrupuloso. Cada año se realizan dos concursos de admisión y se reciben alrededor de 200 mil solicitudes de jóvenes. Sin embargo, la universidad admite solo a 2 mil, esto implica que en las filas de Petrobras concurren los mejores elementos seleccionados. Antes de comenzar a laborar en Petrobras, estos tienen que cumplir una estancia entre seis meses y un año, dependiendo de la especialidad, y después se incorporan de lleno a la operación de la empresa brasileña.

Desde que comenzó a operar como Universidad de Petrobras en 2004 y hasta la fecha ha capacitado a más de 87 mil

TABLA 3. HORAS DE ENTRENAMIENTO PROMEDIO POR EMPLEADO

<i>Media de las empresas</i>	<i>Horas anuales de entrenamiento por empleado</i>
Estados Unidos	30
Asia	30
América Latina	31
Europa	36
ASTD <sup>a</sup>	38
Brasil	37.5
Brasil, grandes empresas	52
Petrobras	100

<sup>a</sup> American Society for Training and Development.

Fuente: Recursos humanos, Universidad de Petrobras 2011.

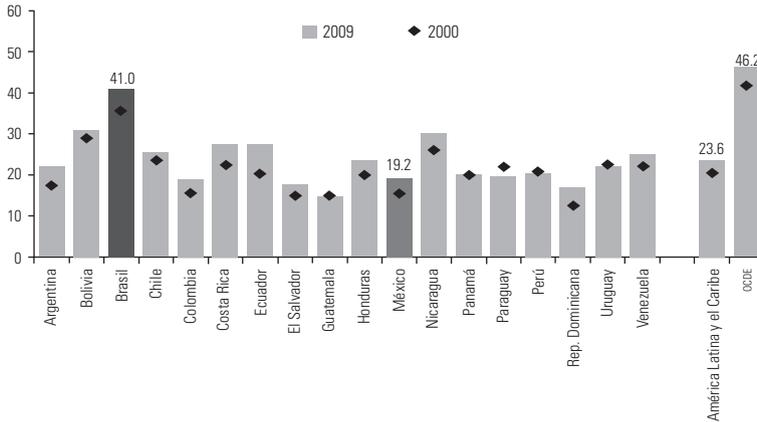
empleados y tiene el compromiso de llegar a más de 250 mil para 2020 de acuerdo con las proyecciones de requerimientos de personal con base en su plan de negocios.

#### EL CONTENIDO LOCAL Y LA INTERVENCIÓN DEL ESTADO EN MATERIA ENERGÉTICA

El gobierno de Brasil no sólo está preocupado y ocupado por el crecimiento de Petrobras, sino que también tiene una preocupación legítima por el crecimiento y desarrollo económico de Brasil, como lo muestran los altos niveles de gasto público en aquella nación. Véase gráfica 7.

Existen múltiples decretos y políticas públicas orientadas a incrementar cada vez más el contenido local de todas las licitaciones en las que participan no sólo las empresas nacionales o extranjeras, sino inclusive el propio Petrobras. El decreto número 4.925/2003 establece como objetivo “Maxi-

GRÁFICA 7. AMÉRICA LATINA (MÉXICO, BRASIL) Y OCDE: GASTO PÚBLICO, 2000 Y 2009  
(EN PORCENTAJE DEL PIB)



Nota: Las estadísticas se refieren a gobierno general en Bolivia, Brasil, Chile, Costa Rica, Nicaragua y Perú y gobierno central en Argentina, Colombia, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Panamá, Paraguay, República Dominicana, Uruguay y Venezuela.

Fuente: OCDE/CEPAL [2011], *Perspectivas económicas de América Latina 2012: Transformación del Estado para el desarrollo*, OECD Publishing. Reelaboración propia con base en la fuente.

mizar la participación de la industria nacional de bienes y servicios con base en la competencia y la sustentabilidad en proyectos de petróleo y gas natural en Brasil o en el exterior; mayor capacitación y desarrollo tecnológico nacional y capacitación y calificación profesional local” [Instituto Brasileiro del Petróleo, 2011].

El contenido local se determina en las concesiones o los contratos de producción compartida que otorga la ANP y se establece en las fases de exploración y desarrollo del yacimiento. La obligación de contenido local mandata que las empresas nacionales brasileñas participen del negocio petrolero, sea con Petrobras, con empresas petroleras nacionales o extranjeras. La modalidad contractual no es relevante dado que la obligación de contenido nacional garantiza que Petrobras sea una palanca que impulse el desarrollo no nada

más de la industria petrolera sino de la economía brasileña en su conjunto. Además, la obligación del contenido local o nacional no es voluntaria ni tampoco se deja a la discreción de los buenos deseos; la ANP tiene la facultad de revisar *ex ante* y *ex post* si se está cumpliendo con esta obligación legal y en caso de no sea así, se aplica una sanción pecuniaria para obligar su pleno cumplimiento. Véase tabla 4.

Sin embargo, esta medida es flexible dado que la intención es lograr en el largo plazo la sustitución de importaciones y la autosuficiencia en materia de bienes y servicios de la industria petrolera nacional en un contexto de apertura a la competencia de empresas nacionales y extranjeras. No importa si es más costoso, si llevará más tiempo o si es necesario desarrollar nueva tecnología nacional. El objetivo de largo plazo es claro: sustitución de importaciones y autosuficiencia de bienes y servicios en la industria energética para garantizar la seguridad energética nacional.

Esta visión de largo plazo tiene un alto componente de intervención del Estado brasileño, que coadyuva al crecimiento de Petrobras y de su industria nacional. El efecto multiplicador que crea este tipo de medidas de política industrial es de proporciones significativas y la visión consiste en sacrificar el corto plazo en materia de precio, tiempo y tecnología para lograr su propósito de largo alcance.

TABLA 4. OBLIGACIÓN DE CONTENIDO LOCAL EN LA INDUSTRIA PETROLERA DE BRASIL

	<i>Exploración (%)</i>	<i>Desarrollo (%)</i>
Tierra	70	77
Aguas someras < 100 m	51	63
Aguas someras 100 a 400 m	37	55
Aguas profundas > 400 m	37	55

Fuente: Instituto Brasileiro de Petróleo, Gás e Biocombustíveis, IBP, 2011.

Como ejemplo tenemos el caso de Petrobras Transporte, S. A. (Transpetro), una subsidiara de Petrobras que se encarga de toda la transportación de hidrocarburos. Hasta el momento tiene 52 buques de su propiedad, varios de ellos hechos nacionalmente con tecnología y piezas propias. Además, se proyecta construir en Brasil 49 buques más en los próximos 10 años e incluso exportar al mercado internacional.<sup>8</sup> El precio por buque en Brasil es 15 a 20% más alto que en el mercado internacional; sin embargo, decidieron asumir el costo adicional con el propósito de conseguir la autosuficiencia en el largo plazo en la construcción de buques-tanque y otros barcos funcionales de la industria petrolera de Brasil, así como desarrollar capacidades propias y generar condiciones de creación de empleo e ingreso nacional.

## CONCLUSIONES

Este documento de trabajo es un primer ejercicio de aproximación que persigue el propósito de coadyuvar a la información relativa a Petrobras y contrastar la experiencia brasileña con la propia en Petróleos Mexicanos.

Los 10 factores de éxito de Petrobras que se presentaron en la primera parte de este ensayo son, a nuestro juicio, un conjunto de elementos que no se pueden disociar para entender integralmente el desempeño exitoso de la empresa petrolera de Brasil. La intención de presentar uno o algunos factores de éxito de manera aislada para adaptarlos al modelo petrolero de Pemex resulta un despropósito, ya que tan importante es la calidad de las políticas públicas que se implementan como la congruencia entre ellas.

<sup>8</sup> Para 2015 se tiene el objetivo sustituir toda la flota que exceda los 10 años de operación.

Dejamos al lector las conclusiones que a su juicio considere, con la promesa de presentar un documento ampliado para seguir contribuyendo al debate sobre el sector energético y el futuro de Pemex.

#### BIBLIOGRAFÍA

Cámara de Diputados [1981], *Ley Federal de Derechos y Pemex*, México, *Diario Oficial de la Federación*.

\_\_\_\_\_ [2011], *Ley de Ingresos de la Federación para el ejercicio 2012*, México, *Diario Oficial de la Federación*.

Instituto Brasileiro de Petróleo, Gás e Biocombustíveis [2011], *Conteúdo local no contexto regulatório do setor de exploração e produção no Brasil*, mimeo Brasil, Instituto Brasileiro de Petróleo, Gás e Biocombustíveis.

OCDE/CEPAL [2011], *Perspectivas económicas de América Latina 2012: Transformación del Estado para el desarrollo*, OECD Publishing.

Petrobras [2011], *Modelo de gobierno corporativo, organización y gestión empresarial*, mimeo, Brasil, Petrobras, octubre.

\_\_\_\_\_ [2011], <<http://www.petrobras.com>>.

Petróleos Mexicanos [2011], “Segundo Informe Trimestral, Artículo 7mo”, *Ley de Petróleos Mexicanos*, México, Petróleos Mexicanos, pp. 107-109, enero-junio.

\_\_\_\_\_ [2011], <<http://www.pemex.com>>.

## 7. BANCA CENTRAL Y GANANCIAS FINANCIERAS

Gregorio Vidal\*

### INTRODUCCIÓN

Los bancos tienen una larga historia. En los tiempos de Babilonia hay billetes de banco. Entre los egipcios, los bancos existen, como en Grecia. Weber, en su *Historia económica general* tiene un apartado sobre las operaciones monetarias y bancarias en la época precapitalista. Entre otros hechos destaca: “En toda la antigüedad, y principalmente en Grecia, encontramos como negocio rancio típico la aceptación de órdenes de pago, y como medio de pago a distancia, la carta de crédito a favor del viajero; además, otros medios de pago que, si no se parecen a la moderna letra de cambio, recuerdan el cheque actual” [Weber, 1942: 221]. Hay otros antiguos fines de los bancos, como la custodia de dinero, importante en Egipto, sitio en el que los banqueros eran grandes administradores de patrimonios. Weber agrega que en Babilonia “el banquero otorgaba profesionalmente *comendas*, es decir, créditos de empresa” [Weber, 1942: 222].

\* Coordinador de Investigación y Posgrado, División de Ciencias Sociales y Humanidades, Universidad Autónoma Metropolitana, Unidad Iztapalapa.

Sin duda, billetes y créditos no tienen el mismo sentido que en el siglo XIX, y menos aún en años posteriores. El punto lo señala Weber mismo, pero la banca existió desde aquellos años y se mantuvo durante la dominación de Roma y en los años posteriores. Había banca en el medioevo y en el renacimiento. En esa época destacan Venecia, Génova y en particular Florencia. Después es en ciudades de Holanda donde cobran fuerza las actividades de los bancos. Comercio y banca van de la mano, con el avance de formas de propiedad mercantil.

Por el contrario, los bancos centrales tienen una corta historia. Con algunas excepciones, que se remontan a más de cuatrocientos años, la constitución y generalización de la banca central en las economías capitalistas se produce en la parte final del siglo XIX. Es el desarrollo de la producción capitalista y del propio sistema de crédito lo que hace necesaria su constitución. El avance de la industrialización, la multiplicación de grandes unidades económicas como el eje de la acumulación de capital y la ampliación del crédito como condición de la formación de capital demandan la constitución de la banca central en cada uno de los países capitalistas. Un dato relevante que obliga a la creación de bancos centrales es el crecimiento del crédito bancario y la proliferación de las transacciones comerciales y económicas que recurren a él. Lo mismo el financiamiento del capital de trabajo, como el comercio exterior y el ejercicio del gasto público se apoyan en el crédito bancario. A principios del siglo XX Hilferding observa: “la cantidad de dinero de crédito está limitada por el volumen de la producción y de la circulación [...] Pero a diferencia del papel moneda, aquí no se ha dado ningún mínimo que no pueda incrementarse. Por el contrario, con la cantidad de mercancías y su precio, el dinero de crédito aumenta” [Hilferding, 1973: 59]. Dinero bancario, crédito que emerge de la producción para hacerla

posible. Es bajo estas condiciones que se necesitan los bancos centrales.

Con el avance de la producción capitalista, la banca tiene un nuevo papel. Para Marx es uno de los contenidos sustanciales de la constitución de la ganancia industrial con base en el mecanismo de la formación de la tasa general de beneficios [Vidal, 1985]. Con el desarrollo del capitalismo los procesos de formación de la ganancia se modifican. La organización de la economía cambia y la plena constitución de las economías monetario-crediticias de producción genera un nuevo contexto para la banca y las finanzas públicas. En ese contexto es imprescindible la banca central, pero como se analiza en el texto, la relación que tiene con las finanzas es diversa. Hay fuerzas sociales, actores, que inciden en el curso de las finanzas y de las instituciones que las organizan, siempre a partir de ser una institución del Estado.

El carácter estatal de la banca central que se estudia más adelante, y que está presente en su propia fundación, es quizá un rasgo en común con los bancos en Babilonia, en Egipto y en Grecia hace más de 20 siglos. Weber destaca: “los bancos de la Antigüedad sólo excepcionalmente eran empresas privadas. Estas tenían que sufrir una ruda competencia por parte de los templos y de los bancos del Estado. [...] en general, el templo era el lugar oficial de custodia de dinero y el otorgante de préstamos particulares y empréstitos públicos” [Weber, 1942: 223].<sup>1</sup> El hecho hace manifiesto que en materia del dinero y de crédito el poder siempre está

<sup>1</sup> Weber agrega que el papel de banquero lo desempeñan: “en Babilonia, el templo del dios solar en Sippar; en Egipto, el de Ammon; la caja de Estado de la Liga marítima griega era el templo de Atenea [...] además, por razones políticas, se consideraba ventajoso controlar el mayor número posible de depósitos de particulares. En casi todas las ciudades helenísticas, y muy especialmente en las de los Tolomeos de Egipto, existió, por este motivo, un monopolio bancario real” [Weber, 1942: 223-224].

presente, por ello incumbe al Estado y al templo en tanto hace parte del Estado.

#### LA BANCA CENTRAL: HISTORIA Y PRESENTE

Los tres primeros bancos centrales se establecieron en 1668, 1694 y 1695. El primero fue el Riksbank, el banco central de Suecia, en cuya acta constitutiva se asienta que el dueño del banco es el parlamento y el banco se denomina Banco de los Estados de la Nación. El segundo banco central, el Bank of England, se funda como una institución privada y por siglos mantiene esa condición. Su origen se da en un contexto de problemas financieros, observándose la necesidad de crear un banco nacional para movilizar los recursos del país. Su condición de banco privado no significa que su creación haya sido una decisión de algún comerciante, empresario o negociante, es desde su origen un acto del Estado en Inglaterra. Por ello, con la sanción de la corona y una rápida suscripción de las acciones nace el Bank of England.<sup>2</sup>

Sin duda el Banco de Inglaterra tiene una condición de banco central y es una institución del Estado. “La estabilidad del Banco de Inglaterra es igual a la de su gobierno [...] En Inglaterra ninguna otra entidad bancaria puede estable-

<sup>2</sup> Un personaje con influencia importante en la creación del Banco de Inglaterra es William Paterson, banquero y comerciante nacido en Escocia con negocios en Holanda e Inglaterra, y un proyecto para fundar una colonia en Panamá. Para la creación del Banco de Inglaterra, Paterson le propuso un crédito de 1.2 millones de libras al gobierno, a cambio de ello fue incorporado por un tiempo como director del banco (Bank of England, History, en: <[www.bankofengland.co.uk/about/Pages/history/default.aspx#2](http://www.bankofengland.co.uk/about/Pages/history/default.aspx#2)>, consultada 19 de octubre de 2012). Posteriormente Paterson influye en la creación del banco central en Escocia, el Bank of Scotland.

cerse por acta del parlamento” [Smith, 1958: 289]. Smith agrega sobre el Banco de Inglaterra que “no sólo actúa en las mismas condiciones que lo hace cualquier banco, sino que opera como un gran mecanismo del Estado” [Smith, 1958: 289-290]. En las líneas siguientes, el nativo de Escocia, con estudios en el Glasgow College, plantea con claridad una condición consustancial a la banca central que no puede ser suprimida. En todo caso hay sustitución. Destaca que el Banco de Inglaterra “recibe y paga la mayor parte de las anualidades que se deben a los acreedores del gobierno, pone en circulación los bonos de Tesorería y anticipa al Estado el producto anual del impuesto territorial y de la contribución sobre la cerveza (*malt tax*), que regularmente no se pagan sino algunos años después” [Smith, 1958: 290]. Smith agrega que descuenta letras comerciales y ha sostenido en diversas ocasiones el crédito de las principales casas no sólo de Inglaterra, sino también de otros espacios del capitalismo como Hamburgo y Holanda. El banco sostiene el sistema de crédito en su conjunto, incluidas las finanzas públicas que deben adelantar gastos para el funcionamiento de la economía que serán cubiertos *a posteriori* por el pago de impuestos. En los años siguientes el Banco de Inglaterra se mantiene como sociedad por acciones, pero desarrollando funciones de Estado. En su historia se registran cambios. Uno notable es su nacionalización, que se efectúa el 1 de marzo de 1946, después de haber concluido la segunda guerra mundial.

En Escocia el banco se establece en el año de 1695. Como en el caso de Suecia y de Inglaterra, la creación del banco es una decisión estatal, tomada por el parlamento de Escocia. Smith destaca que el Banco de Escocia fue establecido por acta del parlamento en el año de 1695 y señala el positivo papel del banco público en el crecimiento de las actividades comerciales. Las operaciones se realizan prescindiendo de la plata y utilizando la fuerza del crédito. “Lo que no puede

dudarse [afirma Smith] es que el comercio y la industria de Escocia han prosperado mucho en poco tiempo, y que ello se debe en gran parte al concurso de los bancos” [Smith, 1958: 269].

En el periodo inmediato a la creación de estos bancos centrales no hay un proceso de creación de bancos en otros países. El Banco de Francia se fundó en febrero del año 1800 como una sociedad por acciones en la que participaron banqueros y comerciantes. La nacionalización del banco se produjo hasta después de la segunda guerra mundial, el 1 de enero de 1946. El acta que creó el banco central en Japón, el Banco de Japón, fue promulgada en junio de 1882. Ambos bancos se crean por una decisión del Estado, de acuerdo con las modalidades que asume en cada país. La Reserva Federal de Estados Unidos se establece por el Senado y la Cámara de Representantes de ese país según acta del 23 de diciembre de 1913. En la fundación del sistema de la Reserva Federal, que desde su origen consideró el territorio de Estados Unidos dividido en distritos con 12 ciudades como sedes de algún banco federal, es importante la grave crisis bancaria: el pánico de los banqueros de octubre de 1907.

En la crisis de ese año, a iniciativa de los más grandes banqueros y de algunos dueños de las grandes empresas de Estados Unidos, se realizó una notable inyección de recursos financieros en algunos de los mayores bancos de Estados Unidos como medio para contender con la corrida bancaria y hacer frente a la caída en el mercado bursátil. En la acción destaca la participación del banquero John Pierpoint Morgan; del comerciante y empresario del petróleo John Davison Rockefeller; del banquero, inversionista en ferrocarriles y acero y fundador a mediados de los años sesenta del siglo XIX del First National Bank (en la actualidad el Citibank) George Fisher Baker; y de James Jewett Stillman, banquero, dueño de tierras y ferrocarriles y presidente del National

City Bank de New York.<sup>3</sup> También participó el gobierno de Estados Unidos, por medio del secretario del Tesoro George B. Cortelyou.<sup>4</sup> Después de la acción de ese comité informal, se constituyó un banquero de última instancia en condiciones de emergencia por la élite financiera de Estados Unidos, que convocó al gobierno en turno para lograr la recuperación del crédito y poner a salvo sus negocios, es así como se decide crear el banco de bancos, la Reserva Federal.

Después de superada la crisis de 1907 el Congreso de Estados Unidos integra la National Monetary Commission con el objetivo de revisar las políticas en materia de banca y crédito en Estados Unidos. La comisión es presidida por el senador Nelson W. Aldrich de Rhode Island. La historia incluye una reunión realizada en noviembre de 1910 en la Isla de Jekyll, con la participación de notables banqueros, en la que se delinea la propuesta que posteriormente es sometida al Congreso por el senador Aldrich para fundar la Reserva Fe-

<sup>3</sup> Para tener una idea del entramado de relaciones que existía en este grupo del gran capital en Estados Unidos considérese que las dos hijas de James Stillman se casaron con los dos hijos del presidente de la Standard Oil, William Rockefeller. En adelante es una acción que se ejercita constantemente.

<sup>4</sup> Los hechos de finales de octubre del año 1907 incluyen una reunión en la biblioteca de la casa de J. P. Morgan a la que asisten John D. Rockefeller, George Baker, James Stillman y George B. Cortelyou, secretario del Tesoro. Este último se trasladó *ex profeso* en tren desde Washington. En la reunión se decide inyectar recursos para poner a flote los bancos que se consideran con buena salud. Los recursos obtenidos comprenden una importante contribución del gobierno de Estados Unidos. Los recursos obtenidos y canalizados a la bolsa de Nueva York fueron insuficientes, por lo que se necesitó la inyección de una cantidad mayor y la realización de algunas operaciones de compras de empresas para evitar la propagación de quiebras. En todo ello sigue siendo relevante la acción de J. P. Morgan (véase: Doctor Zito, "El pánico de 1907", en <<http://drzito.wordpress.com/2008/10/23/el-panico-de-1907/>> y Jekyll Island History, en <<http://www.jekyllislandhistory.com/federalreserve.shtml>>, ambas consultadas el 20 de octubre de 2012).

deral de Estados Unidos.<sup>5</sup> En el acta respectiva se constituye el Sistema de Bancos de la Reserva Federal con el objetivo de contar con flexibilidad monetaria, con la posibilidad de efectuar el redescuento de papel comercial y títulos financieros y para establecer una supervisión más eficaz de las actividades bancarias en los Estados Unidos.

La multiplicación de las operaciones monetarias y crediticias, el avance de las relaciones salariales que implica una creciente monetización de gran cantidad de actividades para la vida humana y la ampliación de la escala de producción y de los tiempos de maduración de diversas inversiones obligan en varios países a crear sus propios sistemas de banca central. Lo notable es que la creación de los bancos centrales no se asocia directamente con el financiamiento de los gobiernos. No hay una relación entre aparición de bancos centrales y finanzas públicas. Lo relevante es la ampliación de la circulación monetaria, el desarrollo de economías fundadas en el crédito y la propia expansión de los bancos.

En Alemania la creación del banco central se realiza en el contexto de la unificación del país, bajo el gobierno de Bismarck. Antes de la unificación, en 1871, existían 31 bancos privados de emisión y cada estado emitía su propio dinero. Después de la unificación del Reich alemán en el año de 1876, se fundó el Reichsbank. La institución operó como el banco central de Alemania desde su creación hasta su disolución en 1945, en el contexto de la derrota de Alemania en la segunda guerra mundial. El actual banco central de

<sup>5</sup> La reunión de noviembre de 1910 tiene como anfitriones a los miembros del Club de la Isla Jekyll, incluidos J. P. Morgan, George F. Baker y James Stillman. En la reunión fue importante la participación de Benjamin Strong Jr., presidente del Bankers Trust Co. de Nueva York (Jekyll Island History, en <<http://www.jekyllislandhistory.com/federalreserve.shtml>>, consultada el 20 de octubre de 2012). Después, en el año 1914, Strong fue designado presidente de la Reserva Federal de Nueva York, puesto que desempeñó hasta su muerte en 1928.

Alemania, el Deutsche Bundesbank, se funda en 1957 como banco central de la República Federal de Alemania. Es un banco central que incluye un criterio de independencia que no está presente hasta esa fecha, en los más importantes bancos centrales.

#### ESTADO Y BANCA CENTRAL

Los datos históricos que se han incluido en el apartado previo permiten concluir que la constitución de los bancos centrales ha sido una decisión estatal. Tanto la lejana experiencia de la creación del banco central en Inglaterra como la más próxima de la constitución del banco central en Estados Unidos tienen en común la acción de los gobiernos en ambos países, que sin embargo, no se produce sin relaciones y acciones de algunos grupos de los propietarios, de los grandes comerciantes y más recientemente de los grandes financieros y empresarios. En Japón y Alemania quizá no se observa con igual fuerza esa relación, pero lo común es la articulación entre banco central, aparición o fortalecimiento de grandes empresarios y desarrollo de las formas de producción capitalistas.

La ampliación de la circulación monetaria, con incremento de las relaciones salariales y multiplicación de las transacciones en dinero entre los más diversos grupos sociales en condiciones en que avanzan grandes unidades económicas que organizan la actividad en industria, comercio y servicios, hace necesario el banco central. El crédito se articula con todos los procesos de la economía, destacadamente el comercio exterior y el avance de las inversiones que hoy podrían definirse como transfronterizas.

El cuadro se vuelve más complejo; considera la constitución de economías en las que el dinero es de curso forzoso. La banca central es aún más importante. En otro punto, las

finanzas públicas cobran más significación y poco a poco el gasto público se constituye en un dato macroeconómico relevante, incluido su proceso de financiamiento. La creación de crédito por los bancos comerciales y su carácter necesario para financiar el proceso de inversiones cuando operan unidades económicas de gran dimensión, algunas de ellas con largos periodos para alcanzar rentabilidades significativas, da lugar a nuevas condiciones para la banca central y su fortalecimiento. Todo este proceso ocurre a lo largo del último siglo y ha contado siempre con la acción del Estado de cada uno de los países capitalistas. Poder legislativo y poder ejecutivo han estado activos en la definición de tareas, características, atribuciones y responsabilidades de los bancos centrales. La relación de los bancos centrales con el resto de las instituciones estatales es un tema que puede discutirse. Sin embargo, el dato relevante es que las tareas y atribuciones de estas instituciones se inscriben en el ámbito estatal y han sido definidas por diversas instituciones; en suma, la banca central es parte del Estado.

En el prólogo de *Modelos de democracia* (2000), Arend Lijphart, su autor, señala que entre ese texto y el previo de su autoría, *Democracies* (1984), los cambios relevantes incluyen el análisis de dos nuevas instituciones: los grupos de interés y los bancos centrales. Lijphart destaca que el estudio de los bancos centrales es una omisión importante en la ciencia política. Según su afirmación, él mismo había incurrido en esa omisión hasta el momento en que publica *Democracies*. “Los bancos centrales son instituciones gubernamentales clave que reciben poca atención en la ciencia política, en comparación con los otros organismos principales de gobierno. En las descripciones de los sistemas políticos democráticos, comparativos o de un solo país, los politólogos siempre tratan el ejecutivo, el legislativo, los partidos políticos y las elecciones y, a menudo, también los grupos de interés, el

sistema de justicia, el proceso de enmienda constitucional y las relaciones entre las administraciones centrales y no centrales, pero casi nunca la forma de operar y el poder del banco central” [Lijphart, 2012: 217]. Como se observa, la enumeración del autor es amplia y comprende instituciones y procesos que son parte del Estado o, para usar sus términos, de la democracia, reconociendo que “existen muchas formas de organizar y gobernar una democracia” [Lijphart, 2012: 13]. La banca central es a la vez parte del Estado y de la economía. En la economía es una institución y ámbito de condensación de procesos sociales y de relaciones de fuerza entre diversos actores sociales.

La indagación histórica da cuenta de que banca y Estado son términos que han estado asociados sistemáticamente. La banca en la antigüedad cambia monedas, recibe depósitos y realiza algún tipo de actividad en materia de crédito. El crédito es en particular restringido y de una naturaleza distinta a la que alcanza en las sociedades capitalistas. Polanyi destaca que en las sociedades alrededor del Mediterráneo en el periodo helenístico hay rastros de depósitos y de cierto desarrollo del crédito [Polanyi, 2009: 396-398]. Sin embargo, no debe exagerarse su importancia. “El banquero griego prestaba su propio capital o colocaba depósitos que habían sido autorizados para tal fin, en cuyo caso había que registrar que el préstamo se había hecho con las monedas de un cierto depositante” [Polanyi, 2009: 398]. Aún cuando estas operaciones fueran esporádicas y tuvieran una importancia menor en el funcionamiento de esas economías, lo destacado fue que las funciones de tasar y cambiar monedas realizadas por los bancos, su actividad principal, “en ocasiones se convirtieron en monopolio expreso del Estado, como en el periodo helenístico” [Polanyi, 2009: 396].

La discusión sobre el alcance de las actividades de comercio y de los bancos en estas sociedades es relevante para

los propósitos de este trabajo en tanto permite observar el vínculo entre banca y Estado como un hecho sistemático en muy diversas sociedades y tiempos. Polanyi señala que el helenismo muestra una combinación de planificación y mercado. La planificación domina en Egipto, cuando desde ese país se organiza un mercado mundial del trigo, a la vez que el monopolio gubernamental interior para el manejo del mismo grano. “Pero ¿quién sino el mayor abastecedor de grano podía conseguir los medios para lograr tan difícil tarea? ¿Cómo podía llevarse a efecto si no era con la clarividencia y el empeño asiduo de establecer agencias de información mundiales y un servicio de transporte con la ayuda del Estado?” [Polanyi, 2009: 408-409]. No se pretende sostener la tesis de la existencia de algún tipo de capitalismo en Babilonia, Egipto y Grecia de la antigüedad.<sup>6</sup> Lo importante es reconocer que en esas sociedades el Estado se hace presente una vez que se multiplican las relaciones comerciales y se avanza en la utilización del dinero. En la Grecia Antigua, como en Egipto, el mantenimiento de la banca, incluso de una que sólo realiza operaciones de tasa y cambio de monedas, se convierte en un espacio del Estado.

En sociedades con economías monetario-crediticias de producción, los bancos son imprescindibles y su propia existencia implica la del banco central como una institución del Estado. La interrogante no es la condición estatal de la banca central, sino: ¿cómo y bajo qué condiciones se establecen las tareas y atribuciones del banco central? Además, ¿cuáles son las razones que explican su relación con las otras

<sup>6</sup> Polanyi considera el punto de vista de Weber, desarrollado en varias obras, de que comercio y banca en Grecia y Roma tienen una naturaleza totalmente diferente a su contraparte moderna. Polanyi cita los siguientes trabajos de Weber: *Die Sozialen Gründe des Untergangs der antiken Kultur*, *Gesammelte Aufsätze zur Social-and Wirtschaftsgeschichte*, Tubinga, 1924. También *Wirtschaft und Gesellschaft*, Tubinga, 1922, capítulo 8; y, *General Economic History*, esp. 331 y ss [Polanyi, 2009: 410].

instituciones de Estado y producto de qué relación de fuerzas entre los actores sociales es que se explica su actuación?

Lijphart destaca que la banca central es parte de las formas de gobierno que se denominan democracia y que la institución y sus dirigentes pueden desempeñar un papel crítico en el proceso político y en el gobierno de esas sociedades. Lijphart plantea que en el periodo del primer gobierno de Clinton, el secretario del Trabajo, Robert Reich, sostiene que Alan Greenspan, el presidente de la junta de la Reserva Federal de Estados Unidos, fue el hombre más poderoso del mundo de su época [Lijphart, 2012: 217]. El poder del presidente o gobernador del banco central en los diversos países tiene relación con las atribuciones y tareas del propio banco y su vínculo con otras instituciones del Estado. En los años posteriores a la segunda guerra mundial, cuando se ha generalizado la constitución de bancos centrales en los países capitalistas, incluidos aquellos que en esos años eran conocidos como en desarrollo, lo normal es que estas instituciones estén en el ámbito del poder ejecutivo o, en el caso de los gobiernos que emanan de los parlamentos, sean parte de los mismos, en lenguaje contemporáneo, no tienen independencia. En esos años, como se ha documentado ampliamente, las economías capitalistas tenían un sostenido proceso de crecimiento. En las economías capitalistas desarrolladas el crecimiento se da con creación sostenida de empleo, mejorando las condiciones de vida de amplios sectores de la población y sin problemas en materia de inflación. En un grupo importante de países en desarrollo, como los de América Latina, también hay un crecimiento sostenido con ampliación del empleo formal y mejoras relativas en las condiciones de vida de diversos grupos de la población. En esos años lo excepcional es la denominada independencia o autonomía del banco central, como en el caso de la República Federal de Alemania. Más excepcional es que los bancos

centrales tengan la exclusiva tarea de mantener la estabilidad de precios y el control de la inflación.

La denominada autonomía de los bancos centrales es relevante a finales del siglo pasado, en particular a partir de los años noventa. Con la aparición de la autonomía se realizan modificaciones en las leyes y reglas que definen las tareas de los bancos centrales estableciendo como tarea única la estabilidad de precios y el control de la inflación, sosteniendo que ambas son función de la política monetaria y lo que es aún más restrictivo e inexacto, de la cantidad de dinero en circulación, aceptando que la misma se produce desde fuera de la actividad económica y por tanto puede ser definida por decisiones tomadas en el banco central y en su caso por un manejo responsable de las finanzas públicas. Lijphart, citando a Sylvia Maxfield [1997: 711], plantea que “los aumentos espectaculares de independencia que muchos países, sobre todo de Europa y América Latina, dieron a sus bancos centrales en los años noventa se debieron en gran parte al Tratado Maastricht de 1992, que exige la independencia del banco central como condición de participación en la moneda única europea, y también a la globalización de las finanzas, la cual establece la importancia para los países en vías de desarrollo de *mostrar su solvencia* a los inversores internacionales” [Lijphart, 2012: 219]. Cuando ha pasado largo tiempo desde que se rompió el sistema monetario y financiero construido con base en la relación estable del dólar con el oro, existen tipos de cambio flexibles y en la mayoría de los países se han modificado las leyes para permitir la apertura en la cuenta de capitales de la balanza de pagos, es que se procede a modificar las tareas de la banca central y a establecer la autonomía. Sin embargo, los gobiernos o los parlamentos modifican las leyes en materia de banca central sin haber presentado a la ciudadanía los proyectos de cambio; por lo menos estos cambios no se presentan como parte

de los proyectos de gobierno que se someten a votación en los procesos de elección; como acontece con las privatizaciones de empresas estatales, su realización no forma parte de las propuestas que son sometidas a los ciudadanos en los procesos electorales. Los cambios efectuados en materia de banca central no implican que deje de ser una institución del Estado. Como se ha demostrado en páginas previas, el dinero es un hecho social que se vincula el Estado y la banca central es necesariamente un órgano del poder público. Su relación con otras instituciones del Estado y sus tareas es el tema que puede discutirse y, en su caso, permite establecer la relación que tiene con algunos de los actores sociales.

#### BANCA CENTRAL Y GANANCIA FINANCIERA

En Francia, la Asamblea Nacional y el Senado modificaron la ley del Banco de Francia en el año de 1993 para dotar a la institución de independencia. En ese año se efectuaron dos cambios legales sucesivos, el primero en agosto y el segundo el 31 de diciembre. La nueva ley establece que a partir del 1 de enero de 1994 el banco central en Francia define y ejecuta la política monetaria con el fin de asegurar la estabilidad de precios. Se reconoce que tal política se instrumenta en el cuadro general de la política económica, pero también que en el cumplimiento de sus tareas el gobernador del banco central, los vicegobernadores y cualquier otro funcionario de la institución no pueden recibir ni solicitar instrucción del gobierno ni de cualquier otra persona [Loi 93-980, diciembre de 1993]<sup>7</sup>. La ley previa fue promulgada en enero de 1973. En ella se estableció que el Banco de Francia es

<sup>7</sup> Las leyes del Banco de Francia que se citan proceden de un archivo en PDF que incluye todas las leyes y decretos desde la creación del banco hasta la fecha. Se localiza en: <<http://www.banque-france.fr/la-banque->

la institución que, en el marco de la política económica y financiera de la nación, recibe del Estado la misión general de velar por la moneda y el crédito. En tanto ello, cuida el buen funcionamiento del sistema financiero. El banco contribuye a preparar y ejecutar la política monetaria definida por el gobierno con la participación, en el cuadro de su competencia, del Consejo Nacional de Crédito [Loi 73-7, enero de 1973]. La diferencia es notable. La política monetaria no existe en un ámbito propio. Es parte de la política económica y las medidas tomadas en la materia afectan el curso general de la economía. La autonomía concedida al banco central en Francia, como sucede en otros países, no invalida esa relación. Establece una modalidad de ejercerla y plantea una jerarquía entre diversos componentes de la política económica. Aunado a esto, el comportamiento de los precios no es función del curso de la moneda y menos aún de las decisiones en materia de política monetaria [Davidson, 1978; Parguez, 1996; Wray, 1998]. Años después, en mayo de 1998, ante la eminente creación del Banco Central Europeo (BCE), se modificó de nuevo la ley del banco central de Francia, estableciendo que la institución es parte del sistema europeo de bancos centrales, de acuerdo con lo que determina la normatividad de la Unión Europea. Se mantuvo el carácter autónomo del banco y el objetivo principal de garantizar la estabilidad de precios.

En otros países de Europa se realizaron cambios legales semejantes en esos años y en 1999 se estableció el BCE, con el único objetivo de garantizar la estabilidad de precios actuando como una institución autónoma. Los funcionarios del banco, en particular el Consejo de Gobierno, presentan ante la opinión pública los motivos en que basan sus decisiones en materia de política monetaria; por ejemplo, me-

---

de-france/histoire/lois-decrets-et-conventions.html>, consultada el 22 de octubre de 2012.

diante conferencia de prensa posterior a la reunión mensual del propio Consejo de Gobierno. Otras acciones semejantes, como conferencias y la publicación de un boletín mensual, se consideran suficientes en materia de rendición de cuentas. No obstante que desde el BCE se señala que el banco y su régimen son expresión de una institución propia de una democracia moderna, no hay otros medios para rendir cuentas y menos aún para tener una efectiva sanción democrática. Existe un argumento circular para intentar fundar la situación creada: se afirma que la independencia de los bancos centrales es el mejor medio para garantizar la estabilidad de precios. Al respecto se alude a la teoría económica y la evidencia empírica sosteniendo que se muestra la relación entre independencia y estabilidad de precios. Aun cuando se acepte que la relación entre autonomía del banco central y estabilidad de precios está efectivamente fundada, ello no elimina que se trata de una institución del Estado. Su acción es parte e influye en el conjunto de la actividad económica al afectar ingresos y condiciones de vida de toda la población. También es importante en la creación de un ambiente macroeconómico propicio o no para las inversiones productivas. Todo ello plantea la necesidad de su efectivo control democrático, incluso en su conducción cotidiana.

Pero, además, el comportamiento de los precios no es función directa de la cantidad de dinero en circulación, en tanto la moneda es generada por el propio proceso de producción [Davidson, 1988]. La economía no funciona a partir de intercambios de producción a los que se agrega dinero. Por tanto, no es posible sostener que hay relación entre estabilidad de precios y la existencia de los bancos centrales como entes independientes del gobierno. La pregunta pertinente es: ¿bajo esas condiciones, qué elementos explican las acciones asumidas por las direcciones de los bancos centrales? Desde hace varios años las mayores economías de-

sarrolladas tienen altos niveles de desempleo y la inflación no es un problema. Los propios bancos centrales han inyectado cantidades significativas de recursos financieros para posibilitar intercambios de deudas por parte de los bancos y otras instituciones financieras. La inyección de recursos financieros no se ha expresado en incrementos importantes en los precios. Por el contrario, economías como la de Japón tienen lustros con procesos deflacionarios crecientes, aun cuando hay inyección de recursos financieros y la deuda del gobierno de ese país duplica el PIB.

En Estados Unidos y Europa no se observan procesos inflacionarios aunque el déficit público ha estado en aumento, a la vez que se continúan inyectando recursos al sistema financiero. En este contexto Stiglitz destaca que “algunos han llegado a formular la sugerencia herética (para los banqueros centrales) de que hasta que no se reduzca sustancialmente el índice de desempleo de la economía, el desempleo, y no la inflación, debería ser el blanco de la política monetaria” [Stiglitz, 2012: 315]. En efecto, para la sociedad, la política monetaria falla si su aplicación implica mantener altos niveles de desempleo y falla más, si propicia un empobrecimiento generalizado de la población a la vez que un reducido grupo de grandes financieros obtiene cuantiosas ganancias. Esto es lo que ha sucedido de manera extrema en años recientes. Sin embargo, es una realidad que de formas menos dramáticas tiene largo tiempo de estar aconteciendo.

En agosto de 2007, el Bundesbank sostiene que no hay problemas mayores en el ámbito macroeconómico y sólo previene sobre un incremento de los riesgos inflacionarios, por lo que es partidario de no modificar las tasas de interés de referencia. El banco central de Alemania compartía el punto de vista del BCE, que en ese momento afirmaba que ante los riesgos inflacionarios era necesario mantener la tasa

de interés de referencia sin cambio, en 4%. En un periodo largo no existieron variaciones, no obstante que no se observaban problemas en materia de incrementos de precios y las economías avanzaban con fuerza hacia la recesión.

Al inicio del siglo XXI, el BCE sostiene que un escenario de inflación ligeramente superior a 2% es compatible con la estabilidad de precios a mediano plazo [BCE, 2001: 2]. El punto de vista se reitera en publicaciones posteriores, incluso hacia el final de la primera década del siglo [BCE, 2008], cuando la recesión es un hecho en curso. En el periodo de 2000 a 2008, el incremento medio del índice de precios al consumidor en la economías avanzadas ronda 2% al año. En Japón hay un proceso deflacionario y en las economías de la zona del euro 2% es el comportamiento medio. Como se destaca en otro texto [Vidal, 2009], los bancos centrales de los países desarrollados mantienen o incrementan las tasas de interés de referencia aduciendo presiones inflacionarias. Sin embargo, el comportamiento de los precios no permite llegar a esa conclusión, las altas tasas de interés de referencia son parte de un mecanismo de formación de ganancias financieras que reportan cuantiosos beneficios para los participantes en los mercados financieros, en particular los que tienen colocaciones en los amplios mercados organizados y no organizados (OTC) de derivados. Como documenta Morin, la esfera económica mundial crece durante la primera década del siglo actual con cargo al mercado de cambios y los mercados de derivados. Los mercados financieros de acciones y obligaciones son una mínima parte de las transacciones financieras realizadas en los mercados financieros alrededor del planeta [Morin, 2011: 28-312]. La explosión internacional de la liquidez no se transforma en incrementos en los precios. Como tampoco el mantenimiento de altas tasas de interés de referencia produce una restricción en la multiplicación del crédito y las operaciones financieras.

Las razones de la acción de los bancos centrales no están en la teoría económica. Se encuentran en el ámbito de los intereses de algunos grupos sociales. Como plantea Stiglitz, hay una captación de la banca central por los financieros. En las palabras de Stiglitz: “un organismo regulador ha sido captado por aquellos a los que supuestamente tiene que regular cuando las políticas que aplica y la normativa que adopta reflejan los intereses y los puntos de vista de aquellos a quienes, supuestamente, el organismo tiene que regular más que al interés general” [Stiglitz, 2012: 314-315]. El ir y venir de miembros de los directorios de los grandes bancos privados a la banca central en diversos países se ha vuelto una constante. En ese ir y venir los mecanismos de selección para formar parte de los consejos directivos de la banca central consideran la adhesión a las ideas de la estabilidad de precios como la tarea sustantiva del banco central y el hecho de que la política monetaria debe estar dirigida únicamente a alcanzar ese objetivo. El resultado ha sido que los bancos centrales, en tanto entidades autónomas, actúan sin atenerse al cuadro general de reglas democráticas que existen en los países. Las cuantiosas ganancias financieras de algunos rentistas encuentran un soporte en sus decisiones y en diversos casos los dirigentes de estas instituciones se han beneficiado de su acción cuando han ocupado puestos directivos en la banca privada o en otras firmas financieras. Las biografías, como se ha documentado ampliamente en la prensa, están a la vista y constituyen sin duda una fuerte evidencia empírica. En los países desarrollados y en gran parte de los países en desarrollo la banca central está operando como una institución del Estado que protege los intereses de un reducido grupo de rentistas, aun cuando ello implica el empobrecimiento de amplios sectores de la población. Su acción es parte de la crisis y no un medio para enfrentarla.

## BIBLIOGRAFÍA

- BCE [2001], *Informe anual de 2000*, Frankfurt, Banco Central Europeo.
- \_\_\_\_\_ [2008], *Boletín mensual. Décimo Aniversario del BCE*, Madrid, Banco Central Europeo.
- Davidson, Paul [1978], *Money and the Real World*, Londres, Macmillan.
- \_\_\_\_\_ [1988], “Endogenous Money, The Production Process, And Inflation Analysis”, *Economie Appliquee*, núm. 1, París, ISMEA.
- Hilferding, Rudolf [1973], *El capital financiero*, México, Ediciones el Caballito.
- Lijphart, Arend [1984], *Democracies: Patterns of Majoritarian and Consensus Government in Twenty-One Countries*, New Haven y Londres, Yale University Press.
- \_\_\_\_\_ [2012], *Modelos de democracia*, Barcelona, Ariel.
- Maxfield, Sylvia [1997], *Gatekeepers of Growth: The International Political Economy of Central Banking in Developing Countries*, Princeton, Princeton University Press.
- Morin François [2011], *Un monde sans Wall Street?*, París, du Seuil.
- Parguez, Alain [1996], “Beyond Scarcity: A Reappraisal of the Theory of the Monetary Circuit”, en E. Nell y G. Deleplace (eds.), *Money in Motion: The Post-Keynesian and Circulation Approaches*, Londres, Macmillan.
- Polanyi, Karl [2009], *El sustento del hombre*, Madrid, Capital Swing Libros.
- Smith, Adam [1958], *Investigación sobre la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones*, México, Fondo de Cultura Económica.
- Stiglitz, Joseph [2012], *El precio de la desigualdad*, Madrid, Taurus.

- Vidal, Gregorio [1985], “Reproducción, ganancia y formación de precios” en *La fase actual del Capitalismo*, México, Editorial Nuestro Tiempo-UAM-UNAM, pp. 146-186.
- \_\_\_\_\_ [2009], “Capitalismo rentista y otras historias”, *Ola Financiera*, núm. 2, México, UNAM, pp. 1-19.
- Weber, Max [1942], *Historia económica general*, México, Fondo de Cultura Económica.
- Wray, L. Randall [1998], *Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability*, Cheltenham, Edward Elgar.

SEGUNDA PARTE:  
FINANCIARIZACIÓN SIN FINANCIAMIENTO  
EN MÉXICO



## 8. CONSECUENCIAS DEL DESORDEN MONETARIO MUNDIAL EN LA INVERSIÓN

*Patricia Rodríguez\**

### INTRODUCCIÓN

Los estudios más sobresalientes de la crisis mundial de 2008 a la fecha están centrados en tratar de explicar –y algunos criticar– cómo fue que se instrumentaron políticas monetarias y financieras tan erráticas por parte de los grandes bloques económicos internacionales, en las que básicamente, los bancos centrales y las corporaciones financieras globales trabajaron conjuntamente para crear una grave complicación de sobreliquidez y profundizar el lacerante problema del desempleo, que debería ser el principal problema a resolver de esta crisis, por lo que no deben aceptarse los análisis del sector financiero por sí mismos, ya que el desempleo rebasa cualquier preocupación, desde el propio crecimiento económico, la disminución del comercio mundial, la inflación y, sobre todo, el aumento de la deuda pública.

\* Académica del Instituto de Investigaciones Económicas (IIEC) de la UNAM. Se agradece el apoyo al becario de investigación Jorge Chagoyan.

Hasta este momento no se reconoce que las políticas instrumentadas por el lado de la oferta, reflejadas en el monoobjetivo de control inflacionario en conjunto con la liberalización del comercio internacional y del sector financiero, fueron la base de los errores monumentales que generaron esta profunda crisis. No se explica que la necesidad de que la demanda agregada crezca consiste en mantener el funcionamiento del sistema y la confianza en los mercados internacionales.

Debido a su excesiva confianza en los mercados libres de restricciones, hicieron la vista gorda a abusos palpables, negaron la existencia de una obvia burbuja. En lugar de eso, los responsables de los bancos centrales se enfocaron unívocamente en la estabilidad de precios, si bien los costos de una inflación un poco mayor hubieran sido minúsculos comparados con los estragos que crearon los excesos financieros que ellos permitieron, por no decir fomentaron. El mundo ha pagado caro su falta de comprensión de los riesgos de la titularización y, en términos más amplios, su fracaso para centrarse en el apalancamiento y el sistema de la banca en la sombra [Stiglitz, 2013:1].

#### REVISIÓN DE ALGUNOS CONCEPTOS TEÓRICOS

Las críticas y el debate teórico sobre la explicación de la crisis y sus posibles salidas, fundamentalmente entre la escuela neoliberal actual conocida como nueva escuela clásica y las de corte keynesiano,<sup>1</sup> se han centrado en temas como: a) la imposibilidad teórica y empírica que tuvieron para antici-

<sup>1</sup> “Aun cuando el pensamiento económico predominante antes de la crisis abarcaba dos vertientes, una de ellas (la neoclásica, bajo el liderazgo del pensamiento de Chicago) sostenía que una economía de mercado nunca puede deslizarse hacia una crisis recesiva, y la otra (la neokeynesiana) defendía la idea de que una economía de mercado puede, de vez en cuando, sufrir un descarrilamiento menor, pero que cualquier desviación

par una crisis de esta magnitud; b) explicar la dimensión, en el espacio y el tiempo, de su impacto global; c) tener propuestas para contener la crisis de manera inmediata, y d) plantear políticas para evitar su profundización o posible repetición. La necesidad de dar respuesta a estas consideraciones, bajo la total destrucción de la confianza en la teoría monetaria y financiera dominante, es que se hace imperioso recurrir y revisar teorías y conceptos que se consideraron obsoletos, “pasados de moda”, pero que en su momento explicaron y sustentaron políticas exitosas, con bajos costos sociales, pero, sobre todo, porque consideraban –dentro de este mismo sistema– la posibilidad de un equilibrio económico con un eventual pleno empleo productivo.

Por lo anterior es necesario atraer la atención sobre conceptos como “estabilidad económica”, que en las últimas décadas sufrió una transformación en el discurso teórico y político-económico hasta quedar reducido a revelar los enormes beneficios de mantener baja la inflación. Así, este periodo reclama una revisión de su fundamento inicial, de otra forma seguirá utilizándose de manera limitada, reflejando sólo esta época fallida.

Durante los años de la posguerra, cuando el pensamiento keynesiano dominó, la noción “estabilidad macroeconómica” significó de forma explícita la búsqueda de un equilibrio económico<sup>2</sup> considerando esencialmente la interrelación entre el sector externo e interno, pero dicho equilibrio debía estar sustentado en crecimientos nominales de la producción con estabilidad de precios, con la idea última de

---

sería corregida por la política monetaria –reducción de la tasa de interés– de la todopoderosa Reserva Federal” [García, 2010: 17].

<sup>2</sup> De acuerdo con Krugman; el equilibrio económico está definido cuando la producción real ( $Y$ ) es igual a la demanda agregada ( $D$ ) de la producción nacional.  $Y = D(EP^*/P, Y-T, I, G)$ . Donde la demanda agregada está en función de tipo de cambio real ( $EP^*/P$ ), renta disponible ( $Y-T$ ), demanda de inversión ( $I$ ) y gasto de gobierno ( $G$ ).

conseguir un “pleno empleo” nacional. Pero a partir de la crisis de deuda, la estabilidad de precios, con equilibrio fiscal, se trasladó al centro de los análisis y de la instrumentación de políticas económicas, sustituyendo el énfasis keynesiano de la demanda efectiva como motor de la actividad económica real. La modificación de objetivos en el análisis económico destacó la reducción de un principio macroeconómico básico, que fue considerar siempre cada una de las fases del ciclo económico para definir prioridades e instrumentar políticas contracíclicas.<sup>3</sup>

Este cambio de política llevó a la minimización e incluso, en los puntos de vista más radicales, la supresión completa del papel contra-cíclico de la política macroeconómica. Aunque este cambio reconoce que la alta inflación y los déficit fiscales insostenibles tienen costos, y que el “ajuste fino” de las políticas macroeconómicas para suavizar el ciclo económico tiene límites, también condujo a una subestimación, tanto de los costos de la inestabilidad macroeconómica real y la efectividad de gestión keynesiana de la demanda agregada [Ocampo, 2005: 1].

Otro concepto olvidado o modificado en su esencia es el de “desarrollo económico”, que incluía aspectos cuantitativos y cualitativos de factores económicos y sociales nacionales. Este término no sólo justificaba la ampliación de flujos de inversión –nacional y extranjera–, el incremento del consumo privado y el aumento de la productividad del trabajo, sino que su esencia consistía en mantener la economía en un constante proceso de creación de estructura productiva nacional, interrelacionando la organización macroeconó-

<sup>3</sup> Es un término que refiere a los instrumentos de política macroeconómica –fiscal, monetaria y cambiaria– que puede emplear el Estado para estimular la economía en tiempos de recesión, intentando mantenerla en su nivel de pleno empleo suavizando sus fluctuaciones [Stiglitz y Walsh, 2004].

mica con el mejoramiento –en número y calidad– de productores directos de los distintos sectores, con énfasis en el agropecuario [Rodríguez, 2013]. Otra expresión que fue perdiendo vigencia y actualmente se omite en los análisis es el “pleno empleo” de tradición keynesiana, el cual ponía énfasis en el equilibrio económico. Este concepto estaba asociado a la expansión de la demanda agregada, con base en la posibilidad de que todas las personas lograran tener acceso al trabajo productivo, apostando por un fuerte compromiso de la política fiscal y no sólo monetaria para lograrlo. De acuerdo con Lerner y Wray, el concepto de pleno empleo keynesiano implica que el Estado asegure, vía gasto gubernamental, un puesto de trabajo remunerado a todo aquel ciudadano que desee y pueda trabajar.

El gobierno debe ajustar sus tasas de gasto e impuestos de tal manera que el gasto total en la economía no sea ni más ni menos que lo que es suficiente para lograr el nivel de empleo total de la producción a precios corrientes. Si esto significa que exista un déficit, o un mayor endeudamiento, o “imprimir dinero”, entonces estas cosas en sí mismas no son ni buenas, ni malas, son simplemente el medio para los fines deseados de pleno empleo y la estabilidad de precios” [Lerner, 1943: 354].

Así, el concepto de pleno empleo que implicaba políticas activas de gasto no dejaba de considerar la estabilidad de precios. “Un balance de los aportes keynesianos al pensamiento económico del siglo xx, bien puede elaborarse a partir de una reflexión sobre el desafío de alcanzar la estabilidad de precios con pleno empleo” [Wray, 2000; 1].

En general, la integración de los términos anteriores creaba un marco analítico de propuestas de políticas económicas activas que intentaban disminuir el riesgo de la insuficiencia de la demanda agregada para que la economía de mercado funcionara mejor y marcar la necesidad de instrumentar po-

líticas fiscales contracíclicas, lo que prueba que la intervención del Estado vía gasto fiscal es definitiva para suavizar los ciclos y evitar la recesión en momentos en que los bancos y corporaciones buscan alta liquidez y el aumento de la tasa de interés no es efectivo.

#### CRISIS DE LIQUIDEZ O DE SOLVENCIA

Un concepto de liquidez remonta a la idea de dinero fiduciario<sup>4</sup> emitido por parte de los bancos centrales nacionales o regionales, los que, de acuerdo con la teoría, definen la cantidad de dinero –lo suministran o retiran– con base en sus objetivos específicos de estabilidad de precios y fase del ciclo económico por la que atraviesa la economía. Pero, realmente, la liquidez está sustentada en la emisión de crédito y la venta de activos de deuda –pública y privada–<sup>5</sup> por parte de los bancos e instituciones financieras, los que la expanden observando sólo el volumen de ganancias que pueden obtener. Por ello, la expansión de liquidez, sin un marco regulatorio riguroso, puede extenderse de modo exponencial, dado que se sustenta en una percepción social de sólida solvencia –confianza– en las instituciones financieras, públicas y privadas, pero, sobre todo, en las políticas monetarias instrumentadas por los organismos oficialmente responsables. Así, el crédito y la venta e intercambio de papeles de deuda son los instrumentos que generan las voluminosas ganancias

<sup>4</sup> Se entiende por dinero fiduciario, siguiendo a Calvo [2012], “los billetes y monedas que circulan diariamente en la mayoría de las economías”. Más información en <[http://www.columbia.edu/~gc2286/documents/PSF104\\_Art\\_Guillermo\\_A\\_Calvo.pdf](http://www.columbia.edu/~gc2286/documents/PSF104_Art_Guillermo_A_Calvo.pdf)>.

<sup>5</sup> Los activos de deuda, en su mayoría, son préstamos que están basados implícitamente en el supuesto, por parte del deudor, de que va a incurrir en otras deudas para pagar lo convenido, es decir, que sólo existe un refinanciamiento extendido, con lo que crea liquidez.

de las compañías financieras, llegando a un punto irreducible de desequilibrio (explota la burbuja) que crea incertidumbre y desconfianza en la capacidad de pago –de los depósitos e inversiones entregadas– de las instituciones privadas y públicas, de tal manera que se paraliza la expansión, se destruye la liquidez (nadie da financiamiento ni crédito y se desploma la venta de activos públicos y privados), se forman recesiones y crisis financieras bancarias y de tipo de cambio que se convierten con rapidez en económicas con alto desempleo.

Por lo anterior, debe reconocerse que las crisis que se denominan “de liquidez” son aquellas que se generan por pérdida de credibilidad en la política económica y monetaria, es decir, cuando la liquidez de expansión privada desaparece y ya no es posible refinanciarse por crédito o deudas; es cuando se esperan corridas contra los bancos y las instituciones financieras en general. Sólo para diferenciar, estas se contraponen con las crisis “de solvencia”, en las cuales la deuda no puede mantenerse dentro de límites razonables aunque las tasas de interés sean bajas [Calvo, 2012].

Si los bancos centrales no marcan regulaciones y límites explícitos para introducir medidas anticíclicas por expansión de liquidez sino, por el contrario, fortalecen su aumento al desregular y sustentar esta demanda de dinero, queda sobrentendido para los agentes que en caso de existir problemas de solvencia los bancos centrales entrarán a cumplir su función de prestamistas de última instancia para salvar los depósitos, créditos y venta de activos de las instituciones bancarias y financieras, absorbiendo sus deudas y capitalizándolas. “Lo importante a tener en cuenta es que el sector financiero tiene fuertes incentivos para producir liquidez pero a costa de posibles corridas. No es un fenómeno nuevo, dado que los bancos han existido por un largo tiempo

y las corridas bancarias son un fenómeno que ha aflorado repetidas veces” [Calvo, 2012: 5].

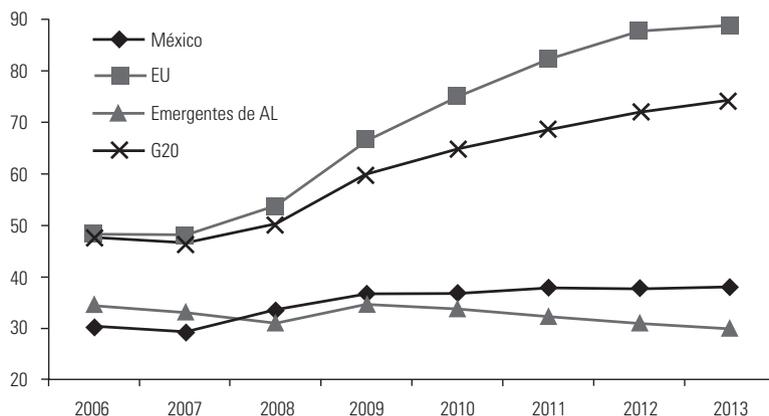
El fenómeno anterior explica que las crisis de liquidez que han proliferado en las últimas dos décadas, que se manifiestan como crisis bancarias y de tipo de cambio –fundamentalmente de los países en desarrollo–<sup>6</sup> sean crisis que se presentaron por expansión de liquidez emitida por instituciones privadas. Por tanto, es importante marcar que la crisis actual no debe observarse como crisis de solvencia, sino de liquidez, y que hoy, los países inmersos en profundas recesiones económicos no tenían deudas públicas inmanejables cuando la burbuja estalló, pero ahora padecen graves inconvenientes sociales y políticos por la imposición de presupuestos austeros.

La gráfica 1 integra datos del FMI sobre deudas públicas netas como porcentaje del producto de Estados Unidos (USA), el grupo de los 20 países más desarrollados (G20),<sup>7</sup> los países emergentes de América Latina (AL) y México. Se observa que hasta el año 2009 las deudas públicas no eran

<sup>6</sup> Países en desarrollo. Según la clasificación del Banco Mundial, son aquellos países con niveles bajos o medianos de PNB per cápita, así como cinco economías de ingreso alto en desarrollo: Hong Kong (China), Israel, Kuwait, Singapur y los Emiratos Árabes Unidos. Estas cinco economías se consideran en desarrollo, a pesar de su elevado ingreso por habitante, debido a su estructura económica o a la opinión oficial de sus gobiernos. Varios países con economías en transición se agrupan, en algunas ocasiones, dentro de los países en desarrollo en función de sus niveles bajos o medianos de ingreso por habitante y, en otras, dentro de los países desarrollados en vista de su gran industrialización. Más de 80% de la población mundial vive en los países en desarrollo, que superan el centenar. Fuente: <<http://www.worldbank.org/depweb/beyond/beyondsp/glossary.html#63>>, consultada el 27 de septiembre de 2013.

<sup>7</sup> El grupo de los 20, o G20, está integrado por 19 países miembros (Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, República de Corea, Estados Unidos, Francia, India, Indonesia, Italia, México, Reino Unido, Rusia, Japón, Sudáfrica, Turquía) y la Unión Europea. Fuente: <<http://www.g20mexico.org/index.php/es/ique-es-el-g20>>, consultada el 5 de octubre de 2013.

GRÁFICA 1. DEUDA PÚBLICA NETA DE ESTADOS UNIDOS, G20, ECONOMÍAS EMERGENTES DE AMÉRICA LATINA Y MÉXICO (COMO PORCENTAJES DEL PIB)



Fuente: Fondo Monetaria Internacional <<http://elibrary-data.imf.org/ViewData.aspx?qb=8a9f67d121fdb12dfc8b632ec1a6990b>>.

significativas –la más alta correspondía a Estados Unidos y representaba menos de 50% de su PIB–, pero a partir de la crisis, los datos de deuda neta se agrandan de forma significativa, aumentando velozmente el promedio de Estados Unidos, que llega a significar 90% de su PIB, y el del G20, que alcanza 70%. Por lo que los riesgos-país de estos países desarrollados aumentan de modo importante y con ello las tasas de interés de acceso a nuevo financiamiento, lo que sustenta la generación de una crisis de solvencia, que es otro canal para transferir dividendos, ahora vía deudas públicas, a las instituciones financieras privadas.

La teoría macroeconómica y financiera ha profundizado poco en los resultados de la expansión y destrucción de la liquidez privada tanto para la explicación como para las propuestas de salida a las reiteradas crisis –bancarias y de tipos de cambio– que han afectado desde la década de los noven-

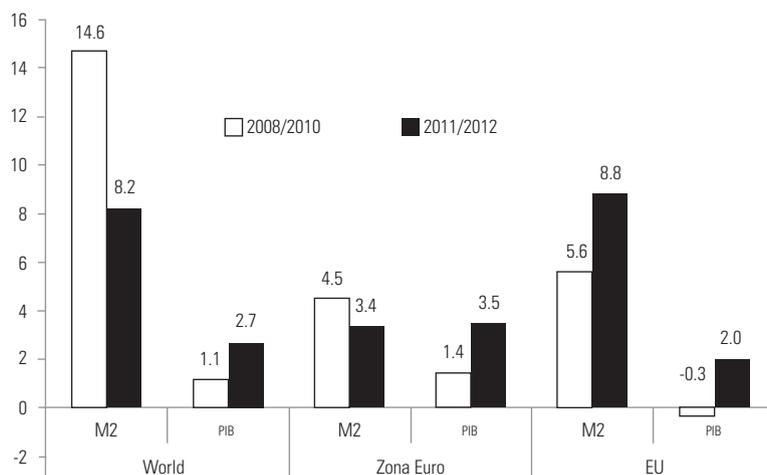
ta a los países atrasados como ahora a los desarrollados. Sólo habría que recordar las quiebras, en los años noventa, de los países llamados emergentes, que desencadenaron inestabilidad mundial por los procesos devaluatorios en sus tipos de cambio, los cuales fueron un reflejo de su sensibilidad a los niveles de liquidez internacional.

La asimetría entre los países con resultados de balanza exterior excedentarios y deficitarios, así como entre las naciones que emiten monedas internacionales de reserva –sobre todo Estados Unidos– y el resto de los países, ha creado profundos desajustes que afectan la decisión de conservar cotizaciones reales de cada una de las monedas, debiendo mantenerlas sobrevaluadas con el fin de impedir el traspaso a la inflación.

La gráfica 2 muestra cómo intentando solventar los efectos de la incertidumbre que se ha generado a partir de la crisis de 2008, los países emisores de monedas duras han generado un importante volumen de liquidez y fracasado en la reactivación de los canales de financiamiento que sustentan el crecimiento económico y el empleo. Así, de 2008 a 2010, mientras el agregado monetario M2<sup>8</sup> de Estados Unidos creció 5.6%, el PIB disminuyó 0.3% y para 2011-2012 el M2 aumentó 8.8% y su producción sólo 2.0%. En el nivel mundial, el mismo agregado monetario presentó una tasa de crecimiento de 14.6 y 8.2% para los periodos de 2008-2010 y 2011-2012, respectivamente, pero alcanzó sólo una tasa de crecimiento porcentual del PIB de 1.1 y 2.7%, en ese

<sup>8</sup> En Estados Unidos el M2 está compuesto por M1 más depósitos de ahorro (incluidas las cuentas de depósito de mercado), depósitos de baja denominación a plazo (depósitos a plazo fijo por montos inferiores a 100 000 dólares), cuenta de jubilación menos individual (IRA) y saldos Keogh en entidades de depósito y los saldos en fondos mutuos al por menor, menos los saldos IRA y Keogh en fondos mutuos. Fuente: <<http://www.federalreserve.gov/releases/h6/current/h6.htm>>, consultada el 5 de octubre de 2013.

GRÁFICA 2. PIB Y M2 DEL MUNDO, LA ZONA EURO Y ESTADOS UNIDOS, 2008- 2012  
(VARIACIÓN PORCENTUAL)



Fuente: FMI.

orden. Es decir, que la emisión de dinero que los bancos centrales están realizando, específicamente la FED<sup>9</sup> y el BCE,<sup>10</sup> no ha tenido una correspondencia con la economía real en un periodo de casi cuatro años.

La utilización del dólar y el euro como unidades de cuenta y de valor internacional explica en mucho las debilidades del sistema monetario internacional y su incapacidad para

<sup>9</sup> El Sistema de la Reserva Federal, conocido como la Reserva Federal o, a menudo, simplemente “la Fed”, es el banco central de los Estados Unidos. Fuente: <[http://www.federalreserve.gov/faqs/about\\_12594.htm](http://www.federalreserve.gov/faqs/about_12594.htm)>, consultada el 5 de octubre de 2013.

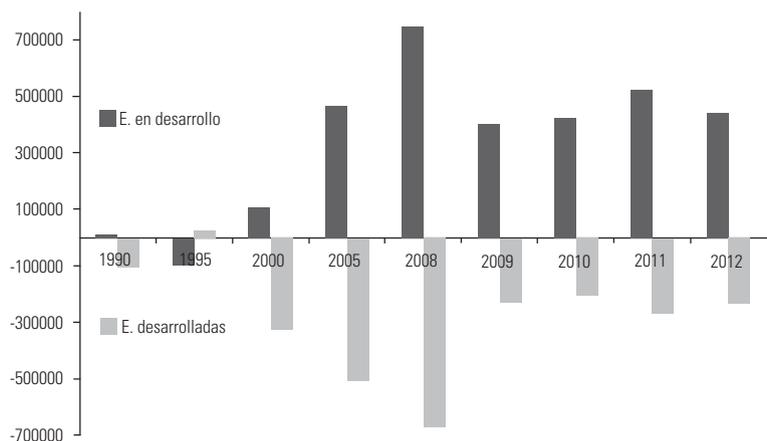
<sup>10</sup> El Banco Central Europeo (BCE) es el banco central de la moneda única europea, el euro. Su función principal consiste en mantener el poder adquisitivo del euro y, con ello, la estabilidad de precios en la zona del euro. La zona del euro comprende los 17 países de la Unión Europea que han adoptado el euro desde 1999. Fuente: <<http://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.es.html>>, consultada el 5 de octubre de 2013.

solucionar el problema de sobreliquidez a las que ahora se enfrentan todos los países y que tiene repercusión directa en los crecientes volúmenes de activos internacionales que acumulan los países emergentes y en la variación de los tipos de cambio, así como en el incremento de riesgo de estas economías al atraer grandes volúmenes de capital de muy corto plazo que sólo buscan coyunturalmente captar ganancias de mejores tasas de interés. “Sostenía –Keynes– que cuando el desarrollo del capital de un país se transformaba en un subproducto de las actividades de un casino de juego, es muy probable que la tarea de desarrollar el capital del país sea efectuada muy mal. Por ese motivo estaba a favor de una carga para detener la especulación de divisas que afectaba el comportamiento de los tipos de cambio” [García, 2010; 23].

La gráfica 3 muestra los valores de la cuenta corriente, en millones de dólares, de dos grandes grupos de países, “economías en desarrollo” y “economías desarrolladas”, de 1990 a 2012. Se observa que las primeras tienen superávit sostenidos desde el año 2000 al 2012, en contraposición con las segundas, que presentan déficit crónicos. Esto explica por qué los ajustes siempre se dan por parte de los países internacionalmente deficitarios, es decir, los países con déficit en cuenta corriente deberían consumir menos y ahorrar menos, mientras que los países superavitarios deberían consumir más y ahorrar más, pero no es así porque existe una imposición por parte de los países desarrollados que emiten sus monedas –nacionales y regionales– para financiar sus déficit internacionales [Rodríguez y Ruiz, 2012].

La política monetaria internacional y por tanto el valor de las monedas de reserva dependen de la política macroeconómica de las economías desarrolladas, sobre todo Estados Unidos y Europa, es decir, que la emisión de su moneda –nivel de liquidez– responde a sus ciclos o decisiones económicas, que se reflejan en sus déficit nacionales e internacionales.

GRÁFICA 3. CUENTA CORRIENTE DE REGIONES ECONÓMICAS, 1990-2012  
(MILLONES DE DÓLARES)



Fuente: UNCTAD.

Los principales bancos centrales de las economías avanzadas se basan en su capacidad para emitir moneda dura a fin de proporcionar credibilidad de liquidez. En contraste, los gobiernos latinoamericanos no emiten activos en divisas y por tanto, no pueden proporcionar a sus sistemas financieros activos realmente seguros. En particular, la experiencia reciente en la región apunta a la importancia de contar con un amplio *stock* de reservas internacionales y la imposición de requisitos de liquidez a los bancos (expresado como una fracción de los pasivos a corto plazo) invertidos en divisas activos de alta calidad.

#### MÉXICO EN LA CRISIS GLOBAL

México, como país emergente latinoamericano, se integró de manera profunda al mercado financiero internacional

manteniendo una esforzada demanda de ahorro externo, convirtiéndola en una intención en sí misma y por la que justifica sus políticas procíclicas. Junto con lo anterior sobresale la subordinación de su política monetaria para alcanzar la mal entendida e instrumentada “estabilidad económica”. Ambos aspectos explican en esencia la falta de una estructura económica nacional que permita a este país crecimientos económicos sostenidos y la creación de empleos formales.

La determinación a toda costa de control inflacionario y entradas de ahorro externo observa claramente la determinación de tipos de cambio administrados, con el único fin de mantenerlos sobrevaluados, lo que lo condena a aplazar su desarrollo tecnológico y ampliar su dependencia económica hacia las economías de monedas duras, dada la sobreoferta mundial de mercancías, bienes de consumo y manufacturas baratas.

Así, los tipos de cambio sobrevaluados han profundizado la dependencia al convertirse en casi la única herramienta antiinflacionaria de los países emergentes y subdesarrollados. “Los altos precios de las materias primas y la sobreoferta de manufacturas baratas han empujado a los términos del intercambio a su nivel más favorable desde 1900. Pero cuando el ciclo se acabe, la región podría descubrir que no puede sostener su nivel de gasto y consumo” [Merino *et al.*, 2012: 1].

Los cuadros 1 y 2 reflejan algunas realidades de nuestra economía para el periodo de 1995 a 2012: la primera es que la formación bruta de capital fijo (FBCF) de México se mantiene entre 19.97 y 21.78% como porcentaje del PIB, la cual es una relación mayor que la de otras economías latinoamericanas emergentes, como Brasil, que en el mejor de los casos llega a 20.24% de su PIB. Lo anterior llama la atención si se comparan sus crecimientos económicos; México, con una mayor relación FBCF-PIB, obtiene en todos los casos menores

crecimientos económicos (cuadro 2). La FBCF mexicana está dividida en los rubros de construcción y maquinaria y equipo; este último sólo representa de 6.9 a 9.8% del PIB, pero quizá lo más relevante para ejemplificar la dependencia externa estructural de nuestra economía es que la mayor parte de maquinaria y equipo es importada, de 4.5 a 6.7% del PIB, mientras que la de origen nacional sólo es de 3.1 a 4.4%. Es decir, la mayoría de la inversión de capital físico es de importación, lo que explica la necesidad de sostener tipos de cambio subvaluados (cuadro 1).

CUADRO 1. FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO POR ORIGEN Y DEUDA EXTERNA DE MÉXICO POR SECTOR PÚBLICO Y PRIVADO 2003-2011 (COMO PORCENTAJE DEL PIB)

Año	Formación bruta de capital fijo/PIB			Maquinaria y equipo/PIB <sup>a</sup>		Deuda externa por sector/PIB		
	FBCF total (a+b)	Maquinaria y equipo (a)	Construcción <sup>b</sup>	Origen nacional	Origen importado	Total	Sector público	Sector privado
2003	19.01	6.91	12.10	2.43	4.48	18.45	11.04	7.03
2004	20.49	7.92	12.57	2.71	5.21	18.23	11.03	6.74
2005	21.24	8.59	12.65	2.79	5.80	16.60	9.28	6.75
2006	22.20	9.23	12.96	2.82	6.41	14.85	6.83	7.33
2007	22.84	9.57	13.27	2.81	6.77	15.45	6.68	8.20
2008	23.23	9.89	13.34	2.80	7.09	16.12	7.09	8.56
2009	21.48	8.91	12.57	2.38	6.53	25.52	14.82	10.00
2010	21.03	8.72	12.31	2.76	5.97	27.22	15.20	10.27
2011	21.58	9.24	12.33	2.87	6.38	27.47	15.20	10.40
2012	21.78	9.82	11.95	3.13	6.69	30.13	17.07	11.50

Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI y del Banco de México.

CUADRO 2. PIB Y FBCF DE BRASIL Y MÉXICO, 1995-2012  
TASAS DE CRECIMIENTO Y COMO PORCENTAJE DEL PIB

	<i>Brasil</i>		<i>México</i>	
	<i>PIB</i>	<i>FBCF/PIB</i>	<i>PIB</i>	<i>FBCF/PIB</i>
1995	4.42	18.03	-6.22	19.97
2000	4.31	18.25	6.60	23.87
2005	3.16	16.21	3.21	21.24
2008	5.17	20.69	1.19	23.23
2010	7.53	20.24	5.28	21.03
2012	0.87	17.64	3.92	21.78

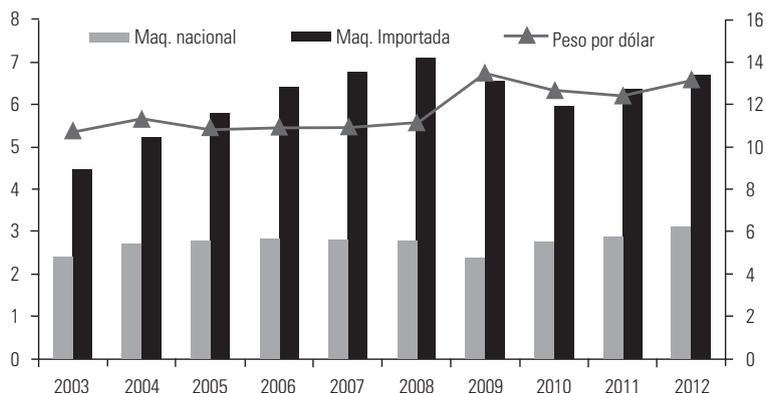
Fuente: Banco Mundial e INEGI.

Cuando observamos la gráfica 4 es claro que el tipo de cambio subvaluado incide en la importación de maquinaria y equipo, ya que en 2008, cuando el tipo de cambio tuvo valor bajo y estabilidad en 11.15 pesos por dólar, ésta aumentó históricamente a 7.1% del PIB, con una disminución posterior ante la persistente devaluación del peso.

Aunado a lo anterior, la política monetaria debe cumplir con su compromiso explícito de baja inflación, por lo que debe administrar el tipo de cambio y la tasa de interés para continuar aparentando que es una economía internacionalmente “competitiva”, prolongando la atracción de ahorro externo, de corto y largo plazos, lo que ha ocasionado un alto costo por financiarización, el cual proviene de la economía real, y perpetuado la dependencia económica y financiera con respecto al mundo desarrollado.<sup>11</sup>

<sup>11</sup> Los actuales fundamentos de América Latina son más débiles que antes de la quiebra de Lehman Brothers en 2008, ya que su superávit en cuenta corriente ha desaparecido en la mayoría de los países y los saldos fiscales se han deteriorado.

GRÁFICA 4. FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO DE MAQUINARIA Y EQUIPO POR ORIGEN NACIONAL E IMPORTADO (COMO PORCENTAJE DEL PIB) Y TIPO DE CAMBIO NOMINAL (PESOS POR DÓLAR)



Fuente: INEGI y Banxico.

Otra variable relevante es la deuda externa del sector público y el sector privado, la cual mantiene una estrecha relación con el tipo de cambio porque en periodos de estabilidad, la deuda privada aumentó significativamente al pasar de 6.7% del PIB en 2005 a 8.7% en 2008, mientras que esa deuda externa para el sector público bajó de 9.3% a 7.0% del PIB para los mismos años. A partir de la crisis existe una mayor volatilidad del tipo de cambio y un aumento de la deuda externa (sobre todo del sector público) con respecto al producto, hasta alcanzar en total 30% del PIB en 2012. Es decir, es tan clara la política procíclica que sigue el gobierno ante la oferta de capital externo en economías emergentes como la de México, que sólo le queda esperar que cambie el ciclo de estos flujos de capital y se generen de nuevo fugas voluminosas que incrementen la volatilidad del tipo de cambio.

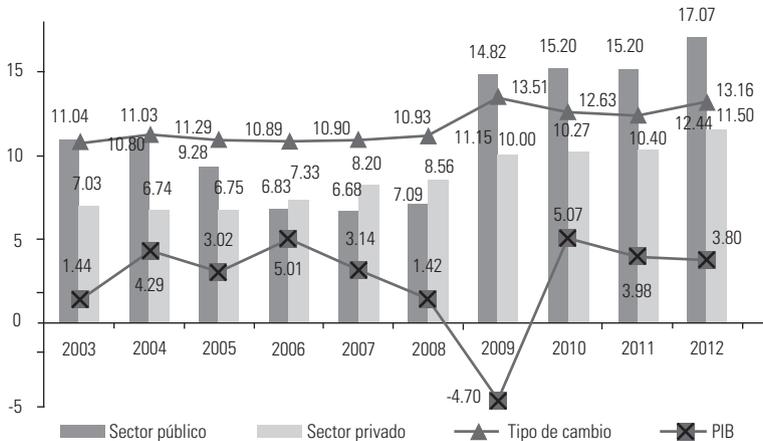
La gráfica 5 muestra el comportamiento de la deuda pública por sectores público y privado, así como el tipo de cam-

bio; también señala el crecimiento anual del producto, el cual se observa que, independientemente del nivel de deuda, en promedio no ha avanzado más allá de un promedio de menos de 3% anual.

Así, mientras la mayoría de los estudios y propuestas académicos y oficiales de política económica para México registran el concepto de “estabilidad económica” como el resultado único de mantener una baja inflación, es decir, conseguir un crecimiento de precios de 3% promedio anual, la versión oficial habla sólo de los múltiples beneficios de la estabilidad económica, convirtiéndola en éxito económico internacional no para mostrar crecimiento y aumento del empleo, sino para la negociación de préstamos internacionales y anuncios a los capitales extranjeros. Así de acuerdo con el Banxico:

México tiene fundamentos económicos muy firmes y un sólido marco de política económica. A lo largo de los años se han lo-

GRÁFICA 5. MÉXICO: DEUDA EXTERNA DEL SECTOR PÚBLICO Y PRIVADO (% DEL PIB), TIPO DE CAMBIO (PESOS/DÓLAR) Y TASA DE CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB



Fuente: Banxico e INEGI.

grado avances importantes en el fortalecimiento de los balances de los sectores público y privado, y en el reforzamiento de la capacidad de resistencia del sector financiero. La credibilidad de las políticas y la estabilidad económica han estado respaldadas por un amplio conjunto de políticas basadas en reglas; entre ellas, la regla de presupuesto equilibrado, el marco de objetivos de inflación y el régimen de tipo de cambio flexible [Lipsky, 2011: 1].

## CONCLUSIONES

La política de tipo de cambio tiene graves repercusiones económicas en el mediano y largo plazos para México, ya que responde a los principios de política económica de orientación procíclica. Anteponer en los análisis y políticas económicas el falso concepto de “estabilidad económica” únicamente como control de precios conlleva a profundizar la dependencia que históricamente se tiene del ahorro extranjero y a posponer la decisión de crecer con un impulso a sectores que produzcan maquinaria, equipo y tecnología para la industria nacional, así como de poner el énfasis en el crecimiento económico y el pleno empleo con una participación fiscal activa. Actualmente el problema fundamental es el desempleo y el empleo de mala calidad. Las políticas anticíclicas pueden ser instauradas con el objetivo de lograr el pleno empleo.

## BIBLIOGRAFÍA

Calvo, Guillermo A. [2012], Creación y destrucción de liquidez. “Claves de la coyuntura y las crisis financieras en general”, *Perspectivas del sistema financiero*, núm. 104.

- Ocampo, José Antonio [2005], “A broad view of macroeconomic stability”, *DESA Working Paper*, núm. 1 ST/ESA/2005/DWP/1, octubre.
- García, Norberto [2010], *La crisis de la macroeconomía*, Madrid, Marcial Pons, pp. 191.
- Lerner Abba (1943), “Functional Finance and the Federal Debt”, *Social Research* 10, <<http://es.scribd.com/doc/29435145/Functional-Finance>>
- Lipsky, John [2101], Comunicado de prensa núm. 11/4 (S), Fondo Monetario Internacional, 10 de enero, <<http://www.banxico.org.mx/informacion-para-la-prensa/comunicados/politica-cambiaria/comision-de-cambios/%7BFAE0C8F7-E1A6-65DD-9E7A-DD75F87FC914%7D.pdf>>.
- Merino, Marlene, Jenny González y David Santa Cruz [2012], *Moneda febril*, <<http://www.americaeconomia.com/revista/moneda-febril>>.
- OT [2013a], Oficina Internacional del trabajo, Elizabeth Tinoco, Conferencia de la Directora Regional para América Latina y el Caribe. Foro Económico Político Laboral 2013. Cultura de la Legalidad LXXXIV Asamblea COPARMEX. Monterrey, Nuevo León, 5 de marzo de 2013, <[http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/--americas/--rolima/documents/statement/wcms\\_206037.pdf](http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/--americas/--rolima/documents/statement/wcms_206037.pdf)>.
- \_\_\_\_\_ [2013b], Oficina Internacional del trabajo, Novena Reunión Regional Europea. Empleo, crecimiento y justicia social. Informe del Director General. Oslo, abril de 2013.
- Rodríguez, Patricia [2013], “Desarrollo económico y pleno empleo”, en E. Correa, A. Girón, A. Guillén y A. Ivanova, *Opciones frente a la crisis global: estrategias para un desarrollo sustentable*, México, Miguel Ángel Porrúa.
- Rodríguez, Patricia y Omar Ruiz [2012] “Acumulación de Reservas Internacionales en países emergentes con tipos

de cambio flexibles”, *Problemas del desarrollo revista latinoamericana de economía*, vol. 43, núm. 169, ISSN 0301-7336, Pp. 51-72, Instituto de investigaciones económicas-UNAM, México.

Stiglitz, Joseph E. [2013], “Cambio de guardia monetario”, *Project Syndicate*, <<http://www.project-syndicate.org/commentary/guidelines-for-new-central-bankers-by-joseph-e-stiglitz/spanish#jA07mLErfyXt80wH.99>>.

\_\_\_\_\_ y Carl E. Walsh [2004], *Macroeconomía*, España, Ariel economía.

Wray, Randall [2000], “Keynes y el pleno empleo: una lectura contemporánea” *Revista Comercio Exterior*, vol. 50, núm. 12, México, diciembre.



## 9. FINANCIARIZACIÓN Y CRISIS

*Sergio Cabrera\**

### INTRODUCCIÓN

#### *La crisis de la financiarización*

El modelo económico basado en la hegemonía del sector financiero bien podría situar su génesis en la crisis de los años setenta, con la violación de Breton Woods; ya en los ochenta tomó una imagen más definida, hasta que en los noventa su fuerza quedó totalmente constituida, lo que le permitió un auge desaforado en la primera década del siglo XXI. Su mecanismo impuso una baja tendencial del salario respecto al producto interno bruto (PIB), menor empleo, reducción de ingresos del Estado, acompañada de un estancamiento del gasto social, lo que generaría una ampliación de la pobreza y una caída del índice de Gini, para, finalmente, redoblar la contracción del gasto y el ingreso.

Este modo de regulación entró de lleno en crisis en 2007; algunos de sus fanáticos y promotores vaticinaron que pasa-

\* Profesor de la División de Estudios de Posgrado de la Facultad de Economía, UNAM.

ría rápido y sin dejar huella. Sin embargo, desde entonces se ha mostrado cada vez más destructor, incluso de lo que pensaban sus más acérrimos críticos. Cuando sus mecanismos se desplegaron se hizo evidente la profundidad y complejidad de la crisis. Ese cuadro fue adquiriendo mayor nitidez al final del 2006, al comprobar que se estaban tomando decisiones económicas y políticas que configuraban una estrategia que beneficiaba a un sector financiero altamente concentrado; decisiones que no eran producto de las llamadas fuerzas del mercado, sino impuestas por la hegemonía totalitaria del sector financiero.

### *La financiarización en crisis*

La crisis atacó su centro emisor, el sector financiero, de manera virulenta; su efecto se transmitió a la economía real, que hacia 2008 generó un movimiento centrípeto con una dinámica destructora de tendencia ascendente. La economía real, sobre todo las ramas con cierta cercanía y estrecha relación con el sector financiero, enfrentó un fuerte estremecimiento que se fue redoblando al calor de las dificultades del sector financiero que parecían no tener fondo. La volatilidad económica se disparó en el mundo, de manera especial en Estados Unidos y la Unión Europea, mientras el débil e insuficiente crecimiento se mantuvo en pocas regiones, países, sectores y ramas. Por otro lado, la productividad tendió a estancarse en diversos ámbitos, mientras que las instituciones y su imagen, casi de manera generalizada, se deterioraban, su credibilidad se fue a pique y el malestar, repudio político y social de diversos segmentos de las poblaciones se hizo evidente hasta el estruendo desde Londres hasta París, pasando por España, Portugal y, por supuesto, Irlanda y Grecia. La economía mundial se vio contaminada, con lo que se amplió su fuerza y profundidad.

En esta situación se impuso a los gobiernos salir al rescate del sector financiero, otra prueba más de la fuerza, influencia y penetración de ese sector sobre el público. Esta estrategia impuso que la crisis expresada en la descomposición del sistema financiero se fuera transformando en endeudamiento de los gobiernos, contexto que empeora la situación; este proceso ocasionó que los costos de la crisis se socializaran. Si bien el mecanismo revelaba el dominio del sector financiero, la estrategia adoptada le dio más poder y, súbitamente, los gobiernos quedaron en una posición del todo subordinada, hecho que se constituyó en un golpe de Estado por el sector financiero. La situación reveló la debilidad y sobre todo, la complicidad de los gobiernos con dicho sector. Si bien podría percibirse como una expresión de lucha entre lo público y lo privado, revelaba un turbio colaboracionismo.

La dotación de recursos por parte de los gobiernos al sistema financiero, desde la caída de Lehman Brothers en otoño de 2008, se convirtió en el mayor obstáculo para crear las condiciones para salir de la crisis y al mismo tiempo, significó su profundización con mayor energía y potencia. La Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos y el Banco Central Europeo (BCE) de la Unión Europea han otorgado hasta hoy quizá más de 3 billones de euros (bde); por lo menos se habla de que el BCE ha contribuido con 1.6 bde, según Almunia [*El País*, 2012a], a tasas ridículamente bajas. Tal liquidez, como se ha visto, sólo ha servido para contener de forma momentánea y fragmentaria los ataques especulativos, pero dio al sector financiero mayor fuerza y poder de destrucción contra la economía real y la sociedad, ya que no sólo no ha acudido en su auxilio, sino se ha ensañado contra ella y contra los gobiernos. Los recursos del rescate –la deuda pública– han servido para someterla al campo de la especulación a niveles cada vez más altos, impulsados, además, por

el mecanismo y la complicidad de las agencias calificadoras mediante los bonos de riesgo. Es decir, un voraz círculo vicioso que ha marginado de modo absoluto a familias, empresas y gobiernos. Lo que resulta desde todo punto de vista condenable es que los recursos públicos se han convertido en beneficios privados y en un mecanismo de sometimiento y fuente de especulación en complicidad con las agencias calificadoras.

El proceso especulativo impuesto sobre la deuda gubernamental ha financiarizado la crisis; esto es, mecanismos, agentes y recursos han quedado sometidos a las necesidades del sector financiero. Tal circunstancia permite construir argumentos a los enemigos de la presencia del Estado en la economía y su papel emblemático en la seguridad social para expulsarlo o minimizar su participación. La crisis de la deuda de los gobiernos no fue resultado de una enérgica política social ni de la derrama de recursos al bienestar de la sociedad, sino del poderoso sistema financiero, lo que colapsó la economía y la sociedad de un gran número de países.

Los gobiernos han ido alimentando de manera desmesurada al monstruo que produjo la crisis, a pesar de que el *mainstraim* afirmó que el Estado es un obstáculo para el buen funcionamiento del mercado (el mismo discurso que se impuso en América Latina en los años ochenta). Ahora el rescate evidencia que el mercado no sobrevive sin el Estado, sin embargo, el rescate y su procedimiento están impidiendo su funcionalidad mínima. En síntesis, el mercado sobrevive a costa del Estado, lo que pone al descubierto que el “mercado” está gobernando y usando de modo parasitario al Estado, de forma directa y sin mediaciones. La diferencia con los últimos sesenta años es que esa dominación tenía mediaciones y legitimidad. No obstante, los mercados financieros se han apoderado de la voluntad de los gobiernos, los cuales se

habían mantenido, en alguna medida, respetuosos de principios básicos económicos, sociales y de representatividad.

En ese contexto de pronunciada recesión, todos los agentes económicos quedaron atrapados en la crisis, en la que también, de forma dramática, están los gobiernos. El contexto significaba menores ingresos tributarios por varias vías y menor recaudación de impuestos directos e indirectos, lo que deterioraba aún más su débil situación dada la creciente derrama de recursos de los rescates bajo las formas y procedimientos más variados, así como de los estímulos otorgados sin efectos positivos en la economía.

Ante este contexto de crecimiento vertiginoso de la deuda pública se impuso el argumento, como verdad única, de que la crisis era resultado del excesivo gasto estatal, intentando ocultar que el endeudamiento era resultado tanto de los enormes flujos dinerarios al sistema financiero, como de la reducción de sus ingresos como resultado de una política económica equivocada. Una mirada al horizonte permite confirmar que desde el inicio de la unidad monetaria, el déficit de los gobiernos tendió a la baja e incluso, hasta 2007, el déficit promedio de la zona euro alcanzaba 0.6%, mientras que en la actualidad está sobre 7% y en algunos países aún más alto. La tendencia se vio desfigurada a partir de la crisis y estimulada por la estrategia impuesta a los gobiernos. El nivel de deuda en que el mundo ha incurrido es cercano a 95 trillones de dólares (tdd), mientras que el PIB alcanzó apenas los 63 tdd de 2010. Tal situación, si bien revela un alto grado de vulnerabilidad (150% de deuda respecto del PIB), lo más dañino ha sido la vorágine especulativa en que la deuda soberana y la privada entraron. La deuda pública de diversos gobiernos es de 44% y el resto, 56%, privada. Pero hasta ahora el blanco de los ataques especulativos son los fondos soberanos y nada impide que las siguientes olas especulativas puedan ser contra la privada. Sin duda existen

países que presentan un alto nivel de deuda con respecto a sus ingresos e incluso al PIB, pero lo que ha causado mayor daño es el acoso especulativo al que se les ha sometido, al grado de imponer un estado de excepción financiero. A Grecia, aunque su PIB represente 0.5% del producto mundial y su deuda 0.7%, lo que la ha puesto en el abismo es la presión especulativa.

#### ESTABILIDAD FINANCIERA BASADA EN LA DEPRESIÓN DEL EMPLEO Y LOS SALARIOS

Durante el proceso en que la crisis mudó de piel, de la deuda privada a la pública y social, los efectos negativos se dejaron sentir en el mundo del trabajo. Los salarios se contrajeron y las condiciones laborales cayeron en franco deterioro. Parecía evidente que se estaba aplicando una estrategia que imponía la tendencia a empobrecer a las sociedades mediante el ataque sistemático a sus condiciones salariales, laborales y de seguridad social. Si bien es cierto que antes de la crisis amplios sectores de trabajadores estaban fuera del mercado formal, sobre todo en la agricultura, y un amplio sector se encontraba bajo el régimen de trabajo precario y sin prestaciones de seguridad social, lo que suponía que dos de cada cinco trabajadores en el mundo vivieran por debajo del umbral de la pobreza, dos dólares al día por persona [OIT, 2011], lo más dramático es el desempleo juvenil, que alcanza cerca de 80 millones, con una tasa dos o tres veces superior a la de los adultos [OIT, 2011]. La combinación de ello ha construido las condiciones para el florecimiento de la pobreza entre los jóvenes, que serán los pobres de mañana, aunque varios ya lo son hoy. De continuar la misma dinámica se está ante uno de los mayores desastres: la existencia de por lo menos una generación perdida en el caso más conservador. Además, un

amplio número de personas, que llegan a millones, si bien tiene trabajo, carece de derechos básicos de protección social, lo que ha llevado a que en 25 países se realicen protestas demandando empleo y salario digno. Pero son muchos más países y muchas más personas, dado el deterioro de las condiciones de vida, que ya expresan su descontento social y político de manera cada vez más activa e incisiva.

Si la crisis de la financiarización impuso ataques constantes contra el salario y las condiciones laborales, la financiarización de la crisis está haciendo cada vez más violentos dichos ataques al provocar la proliferación del trabajo precario e informal. Aunque es cierto que ha estado presente, su tendencia se generaliza y profundiza. Un fenómeno que ha tomado la escena de manera radical es el desempleo, que junto con los otros aspectos va conformando un torrente que acelera las causas directas de la pobreza que impone la exclusión social.

El desempleo, bajo sus diversas formas, afecta ya a cerca de 200 millones de personas [OIT, 2011]. Sin embargo, por las circunstancias en que está orientándose la economía, podría suponerse que esa cifra se incrementará aún más en 2012, ya que varios elementos lo alientan, como la contracción de consumo e inversión que estimula la tendencia a una segunda recesión. La errática dinámica del empleo en condiciones de crecimiento casi nulo es del todo insuficiente para reincorporar a más de 30 millones de trabajadores que se han sumado desde que explotó la crisis a fines de 2007. De los 118 países que proporcionan datos, la población de 69 de ellos aceptó que su nivel de vida empeoró en 2010 en comparación con 2006 [OIT, 2011], lo que se acentúa con la proliferación de trabajos de tiempo parcial que no logran paliar el deterioro.

Este proceso ha dado frutos amargos, en la “Unión Europea, en 2009 había 115 millones de personas en riesgo

de pobreza y exclusión social en territorio de los Veintisiete (23.1% de la población)”, lo que evidencia el creciente deterioro y la dificultad para detenerlo. También se advierten “otros 100 o 150 millones en el filo de la navaja”, explica Nuño, dado el hecho de un cada vez mayor tiempo en el desempleo, lo que mella los fondos de las personas e instituciones. “En 2007, antes de que la coyuntura económica diera muestras de deterioro, eran 85 millones (17% de la población) los que se hallaban por debajo del umbral de pobreza relativa”, lo cual se ha ampliado. En la lista figuran países como Grecia, España o Irlanda, “pero también Francia, Alemania o Austria”, apunta Nuño, así como otros países que aunque parecen estar alejados de ese dramatismo, en realidad están inmersos, como el Reino Unido, “con una tasa de pobreza infantil tan abismal que figura en el puesto 22º de los 27 [Rowntree, 2011; Aldridge *at al.*, 2011]. Londres es una urbe con un nivel muy alto de menores de edad en situación de pobreza en Gran Bretaña. La herencia social tatcheriana, elevada al cubo por la crisis, tiene hoy contra las cuerdas a 22% de la población británica (13.4 millones de personas) [*El país*, 2012b].

La pobreza ha irrumpido en otros países, alcanzado altos niveles como en “Bulgaria (46.2%) y Rumania (43.1%), según Eurostat. En el otro extremo se hallan República Checa (14%), Países Bajos (15.1%) y Suecia (15.9%). España ocupa un lugar intermedio, el 23.4%”, y a lo largo de estos cinco años de crisis se ha profundizado y ampliado. En los regímenes exsocialistas, cuya transición a la economía de mercado se aletargó, sus dificultades cualitativas y de tamaño han ampliado, como es el caso de “Letonia con 37.4% de riesgo de pobreza y exclusión; Lituania y Hungría, con algo más del 29%, y los citados Bulgaria y Rumania” [*El país*, 2012b]. La reconversión de esos países les ha traído nuevos y difíciles retos sociales y políticos, pero sobre todo económicos.

La pérdida de condiciones de vida no se reduce desgraciadamente al deterioro salarial y condiciones laborales o a la contracción de la protección social y ampliación del empleo precario, parcial y desempleo, para caer finalmente en el trabajo informal y precario, lo que los pone en el umbral de la pobreza y marginación. A ello hay que sumar el mecanismo de la especulación inmobiliaria, cuyo número de desahucios llega a cerca de los 7 millones. Todo ello revela los ataques sistemáticos contra el mundo del trabajo, incluso antes de que las autoridades de China instaran a abaratar la fuerza de trabajo europea al grito de “¡hay que castigar a esa clase obrera europea tan burguesa!”.

Otra de las razones por las que el deterioro de las condiciones del trabajo se profundizará no sólo radica en la ampliación del tiempo trabajado para recibir una pensión, sino que además los mecanismos macroeconómicos, como el incremento de los impuestos, afectarán los ingresos de las pensiones y jubilaciones, por ejemplo, el incremento de los impuestos hará que los que tengan pensiones pagarán más a partir de un nivel dado. Por otro lado, hay que agregar que la inflación atenta siempre contra los ingresos fijos, por ejemplo, en 2011 se comió parte de las pensiones, ya que estas no aumentaron. Claro, la inflación también devoró parte de los salarios en todos los países de la Unión Europea y el mundo entero. Se ha mantenido presente la posibilidad de que la inflación se acelere –quizá podría tornarse violenta–, lo que activará una pérdida más acelerada del poder adquisitivo de amplios sectores de las sociedades. Los únicos vencedores serán, de nuevo, algunos grandes consorcios, fundamentalmente financieros, en particular de Alemania y Francia, aunque, sin duda, varios sectores de esos países serán perdedores. La inflación se ha caracterizado por ser más agresiva en los bienes salarios y de uso generalizado, mientras que en los bienes suntuarios es menos pronunciada.

MAYOR CONCENTRACIÓN ECONÓMICA Y POLÍTICA:  
LAS SALIDAS DE LA CRISIS

Los promotores de la financiarización, el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Central Europeo (BCE) y la Comisión Europea (CE), han logrado hacer rehenes a varios países de la Unión Europea, igual que a América Latina en los ochenta. La imposición de dicha estrategia económica tiene, en buena medida, el objetivo de promover las exportaciones. Pero al imponer esta política en casi todos los países, la estrategia no asegura el éxito. La estrategia de reducir los salarios para construir ventajas competitivas para exportar parece no ser lo suficientemente consistente, ya que por el momento todas las economías se encuentran en las mismas condiciones de contracción de sus mercados. En las condiciones actuales es preciso fortalecer sus mercados internos y ciudadanos, por lo que es imprescindible detener la política de contracción de sueldos y salarios y, por el contrario, mejorar empleos y salarios así como incrementar inversiones.

Por otro lado, este proceso ha generado un crecimiento de las ganancias ya muy concentradas en el sector financiero, en una perspectiva poco eficiente para la economía en su conjunto. Entre 2000 y 2009 más de 80% de los países declaró ganancias al alza de sus grandes corporativos, aunque, como se ha dicho, el nivel de inversiones en el ámbito productivo ha tendido a la contracción [ORT, 2001]. Además, un alto porcentaje de países desarrollados manifestó un ascenso en el pago de utilidades en actividades no financieras, mientras que en 2000 alcanzó 29% y en 2009 llegó a 36%, pero lo sorprendente es que las actividades financieras en 1995 llegaban a un nivel de 81.2% del PIB, en tanto que en 2007, antes de la crisis, alcanzaron 132.2% [ORT, 2011]. Esto está estrangulando la dinámica que las clases medias impri-

men a la economía y con ello está por terminar la era del capitalismo de la edad dorada, “democrático”. Las clases medias han entrado en un proceso de empobrecimiento económico, social y político; el motor del crecimiento que estas habían sido cayó en un estado de parálisis. Las sociedades están siendo arrastradas a la polarización radical, echando por la borda 50 años de logros y luchas reivindicativas, pero también de cierta paz social y racionalidad política.

No es una coincidencia que la época de hegemonía del sector financiero en constante crecimiento describiese al mismo tiempo una constante y cada vez más amplia desigualdad en los ingresos y la riqueza. Este panorama permite entender mejor las tensiones económicas, sociales y políticas que se han ampliado. La concentración entorpece el crecimiento e impone no sólo el incremento de costos, sino menor regulación, afectando por varias vías la posibilidad recaudatoria de los gobiernos. Por ello, a las presiones sobre el gasto, el déficit y la deuda pública seguirá una creciente imposibilidad de los gobiernos de orientar la economía mínimamente, lo que traerá mayor concentración y anarquía económica.

Un amplio balance apunta a que, pese a los estímulos de los gobiernos para combatir la recesión –la orgía de liquidez administrada por los bancos centrales–, las dificultades de los bancos se mantienen latentes, ampliando el radio de especulación y devorando riqueza en escala ascendente, y por supuesto, magnificando la posibilidad de crisis en la crisis, mientras el modelo en funciones acelera la concentración del ingreso, la riqueza, la producción, etc. La hegemónica presencia del sector financiero que inmoviliza los recursos en los últimos tiempos está haciendo más abyecta la economía real por la falta de inversión. En ese contexto, las soluciones a las que recurrieron los gobiernos durante la crisis en curso aceleraron la concentración en favor del

mismo sector. A dicho error se suman otros; los gobiernos, de manera individual y en bloque, imponen programas de ajuste, como los que se instauraron en América Latina durante los años ochenta y noventa. Además de los graves efectos que dicha política provoca de modo general en la economía, repercute de forma negativa en las condiciones de vida de la población, no sólo en el ámbito del empleo y los salarios, sino en la seguridad social, en particular las condiciones de salud como en las pensiones y jubilaciones.

Se ha impuesto una receta totalitaria que es muy probable que conduzca a retrocesos en todos los niveles en estas sociedades. Porque, como se ha documentado, se trata de un modelo económico que en lugar de resolver un problema ha creado más, entre los más negativos están la desaceleración económica, el crecimiento distorsionando e insuficiente, la destrucción del mercado laboral y una cada vez mayor concentración de la riqueza, es decir, justo todo aquello que debe combatirse. Además, esta situación atenta contra el objetivo central de la economía de mercado y capitalista: el crecimiento, que está impedido por la hegemonía del sistema financiero, con la anuencia y complicidad de los gobiernos. Organismos multinacionales han instaurado una política de austeridad en contra de las sociedades, instrumentada por los gobiernos y con la presión de los “mercados financieros”, lo que imposibilita aún más crear condiciones para dejar atrás la crisis; lo que hace madurar condiciones para desacelerar y estancar la economía y refuerza el retorno redoblado a la crisis. La austeridad y el desempleo como método para combatir el déficit no harán más que volver endémico el desempleo, los bajos salarios, la informalidad y la vulnerabilidad económica en general, dado que no se combate de manera estructural e integral.

La imposición de la política de austeridad a la que se ha llevado a los más diversos gobiernos estrangula aún más las

posibilidades de crecimiento y condena a la insolvencia, el desempleo y el empobrecimiento. Las políticas destructivas de austeridad fiscal y recortes de la política social no sólo atentan contra la salida de la crisis al imponer el estancamiento y la contracción económica, sino además, aceleran el crecimiento desmesurado de la desigualdad social y la fuerte concentración a todos los niveles. Sin embargo, uno de los aspectos de mayor peligro de tales políticas de austeridad impuestas autoritariamente a diversos países por organismos multinacionales, como el FMI, el BCE y la CE, es una franca agresión contra la soberanía nacional.

Ante este acto antidemocrático es preciso estimular y sostener una dinámica económica responsable y sustentable que a su vez aumente el ingreso de los gobiernos, con el fin de mejorar las condiciones para mantener una política de gasto público sólida y responsable. De lo contrario el Estado quedará totalmente preso de los objetivos de la financiarización. Hay que advertir que la austeridad sienta las bases para el rápido desmantelamiento del estado de bienestar e inhibir, hasta la exclusión, su presencia en la economía, dejando a la sociedad sometida al autoritarismo del sistema financiero. Sería mejor y menos costosa, social, política y económicamente, una reforma fiscal que permita generar más recursos, con una clara orientación distribuidora de la riqueza y la responsabilidad de promover el desarrollo, con la convicción de revertir la hegemonía de la financiarización.

La posible salida de la crisis en los diversos bloques económicos es compleja. Estado Unidos ha perdido potencia y energía; su capacidad, desde cualquier ángulo, se ha estancado y deteriorado, a nivel interno, en el que uno de los grandes retos como el desempleo, no cede, y en el que la crisis económica también atenta contra la democracia política. Así se ha puesto en evidencia [Klein, 2007] al señalar que el objetivo de la retórica de los políticos e ideólogos del

mercado absoluto, basada en evaluaciones extremistas de las dificultades, es imponer como única salida aquellos cambios que durante decenios impidió la resistencia social y política. La única salida instrumentada es la imposición a la clase política que legisle a favor de la total ausencia del Estado en la economía para que los mercados dejen de crear inestabilidad y vulnerabilidad, a pesar de que el principio de menor regulación ha sido más peligroso, como se comprueba tanto en estos casi cinco años de crisis como en los anteriores. Estas condiciones han sentado las bases para promover el desmantelamiento del Estado social y la seguridad social con el fin de reducir costos y, de manera más integral, obligar a Estado y gobiernos a dejar de participar en la orientación e intervención en la economía.

### *Política social*

Las pérdidas del poder adquisitivo han llevado a redoblar la política social, pero el contexto en que esa política se ha dado la hace cada vez más errática, ineficiente y vulnerable. Lo paradójico y contraproducente es que al ampliar dicho gasto, este tiende a ser insuficiente e ineficiente. Primero porque no hay una estrategia integral, sino que es cada vez más desarticulada, fragmentaria y focalizada; y segundo porque el deterioro económico demanda un redoblado volumen de recursos, que en tales condiciones no pueden generarse. Los recursos que en principio servían para ayudar a los grupos de alta vulnerabilidad, al calor de la crisis tendieron a repartirse entre un número mayor de necesitados, sobre todo desempleados. Pero también la política de austeridad y contraofensiva a las prestaciones y la seguridad social en general reduce los recursos cuando la situación de deterioro genera crecientes necesidades.

La descomposición de las condiciones económicas y los reiterados ataques al mundo del trabajo como medio para

resolver la crisis están llevando a la descomposición social y política. El deterioro de las condiciones de vida conduce a sectores sociales a la desesperación ante la frustración de no poder salir de la debacle. Ello lleva a aceptar políticas cada vez más conservadoras, bajo cualquier condición laboral que los expongan a mayor riesgo y deterioro, así como una xenofobia cada vez más rampante, tanto en lo que toca al empleo y el salario, como a la seguridad social.

Parte de la descomposición se revela en la imposición de programas de ajuste diseñados por el FMI, el BCE y la CE contra las sociedades, lo que evidencia que los ciudadanos ya no están gobernados por los representantes que eligen; se podría decir que tampoco por los mercados financieros o los intereses del eje Berlín-Paris, sino por un grupo reducido que representa los intereses del banco central alemán a favor de un reducido grupo del sector financiero.

Las relaciones entre ciudadanos y representantes, no libres de conflictos pero con cierto grado de certidumbre y confianza en el pasado, han entrado en un terreno de conflictividad acrecentada, donde el rechazo, la desconfianza y finalmente, la descalificación invaden casi todos los espacios, con lo que los principios básicos de la construcción política de los últimos 60 años vive una fuerte fractura al desautorizar a las instituciones, los mecanismos y agentes. La ciudadanía, sobre todo el mundo del trabajo –tanto los que aún se encuentran en él, como los que han sido arrastrados al desempleo, así como aquellos a los que se ha impedido el acceso–, muestra nula credibilidad hacia el sistema político, social y económico. Esta descomposición se ha ampliado y profundizado en algunos espacios de algunos países, lo que se ha trocado en choques más radicales y violentos entre sociedad y autoridades.

La desacreditación del contrato social y político construido desde los años cuarenta tiene el objetivo de asegurar el

poder a favor de los sectores hegemónicos a costa de mayor deterioro de la sociedad para crear condiciones de recuperación, la cual tardará más, será corta y poco sólida. Los mercados se estrecharán y se impondrán los artículos producidos en China, cuyas características son precios bajos y mala calidad, y cuya producción se basa en la extenuación de la población china por las autoridades “socialistas”, quienes desprecian el mundo del trabajo de la Unión Europea por considerarlo parásito y retribuido por encima de sus capacidades productivas y necesidades, además de que puede ser un pésimo ejemplo para el mundo del trabajo chino al exigir condiciones laborales y salariales dignas.

En este contexto, no nada más la política económica sino la política misma se han puesto al servicio del sector privado, en beneficio del capital.

## PROPUESTAS

No hay argumentos para afirmar que después del año de 2012 se inició la recuperación. Las opciones elegidas por los gobiernos están apostando, en el mejor de los casos, a una lenta y prolongada salida de la crisis, por lo que podría existir una recaída de alto riesgo. En consecuencia, resulta imprescindible realizar un esfuerzo para revertir la situación económica y construir mecanismos para enfrentar el deterioro social y político, lo que debe iniciar con un cambio radical en la política de austeridad haciendo inversiones útiles de largo, mediano y corto plazos que puedan superar por lo menos 10%, inversiones en infraestructura que incentiven el empleo, los salarios y las condiciones de trabajo dignos con un principio ético hacia el mundo del trabajo. Además, se debe optar por un apoyo decidido a las pequeñas y medianas empresas, que en la mayoría de los países de la Unión

Europea representan más de 70% y que además son las que contratan la mayor parte de la fuerza de trabajo; pero, sobre todo, deben crearse condiciones crediticias para un financiamiento que les permita un fortalecimiento tecnológico. Un aspecto central que debe enfrentarse es la incorporación al trabajo de los jóvenes bien formados y de los jóvenes en general; este es un sector en el que se deben aplicar políticas dinámicas de inserción. Asimismo han de impulsarse esquemas de protección social no sólo para detener la pobreza, sino para revertirla e impulsar condiciones de desarrollo social integral que incorporen desde servicios médicos, promoción y capacitación laboral, hasta educación y atención especial a población menor y de edad avanzada.

Un elemento que no debe soslayarse de ninguna manera es la inmediata y urgente reorientación del sector financiero, cuya principal tarea ha de ser el financiamiento de la economía real. Ello debe ser bien orientado mediante una legislación precisa por parte de las autoridades locales, nacionales e internacionales [OIT, 2002]. Al mismo tiempo hay que exigir a las autoridades nacionales y locales que asuman la representatividad de las sociedades con políticas socialmente responsables. Entre estas acciones los gobiernos deben transparentar la deuda a la que han sido arrastrados y limpiarla, de tal manera que sólo se asuman las deudas que estén alineadas a las necesidades de las sociedades y despejar las dudas sobre aquellas que nada más han beneficiado a un pequeño grupo, especulando contra las deudas soberanas.

## CONCLUSIONES

Se vive una época en que las posibilidades de la democracia son reprimidas por los efectos nocivos de la especulación,

por lo que la democracia está quedando secuestrada y convertida en su contrario, al punto de que en la sociedad se privilegian los intereses exclusivos de un selecto grupo. La especulación y la concentración de la riqueza están poniendo al borde del abismo tanto el desarrollo sostenible como a la juventud formada y preparada, arrastrándola a empeorar sus condiciones de vida y destruyendo su futuro al reducir sus perspectivas de desarrollo profesional, social y humano, obligándola a abandonar las conquistas de los últimos 50 años en el campo económico, político, social y cultural.

#### BIBLIOGRAFÍA

- Aldridge, H., Parekh Y., A. Tom MacInnes y Peter Kenway [2011], December, <<http://www.jrf.org.uk/publications/browse/category/s>>, consultada el 20 abril de 2012.
- El país* [2012a], <<http://elpais.com/buscador/efe>> junio de 2012.
- \_\_\_\_\_ [2012b], <<http://elpais.com/tag/fecha/20120129/>>, abril de 2012.
- Klein N. [2007], *La doctrina del shock, El auge del capitalismo del desastre*, España, Paidós.
- OIT [2011], Informe sobre el trabajo en el mundo 2011: los mercados al servicio del empleo, <[http://www.ilo.org/global/about-the-ilo/press-and-media-centre/news/WCMS\\_166396/lang-es/index.htm](http://www.ilo.org/global/about-the-ilo/press-and-media-centre/news/WCMS_166396/lang-es/index.htm)>.
- \_\_\_\_\_ [2002], Los convenios fundamentales de la Organización Internacional del Trabajo, 2002, <[http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/-ed\\_norm/-declaration/documents/publication/wcms\\_095897.pdf](http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/-ed_norm/-declaration/documents/publication/wcms_095897.pdf)>.
- Rowntree, J. [2011], John Rowntree Foundation. Monitoring Poverty and Social Exclusion 2011, <<http://www.jrf>

org.uk/publications/monitoring-poverty-2011>, abril de 2012.

Sojo A. y Andras Uthoff (comp.) [2006], *Desempeño económico y política social en América Latina y el Caribe: Los retos de la equidad, el desarrollo y la ciudadanía*. México, CEPAL, Flacso-México, Indesol y gtz.



## 10. FINANCIAMIENTO Y FINANCIARIZACIÓN EN LA INDUSTRIA MINERA

*Elizabeth Concha\**

### INTRODUCCIÓN

El proceso de financiarización de las economías, y en particular de la economía mexicana, no se expresa de manera preponderante ni única en los cambios en el sistema financiero, sino, precisamente, en las formas de operación de las grandes firmas, la estructura de propiedad y las diferentes fórmulas de financiamiento. El caso de la industria minera es uno de los más notables, pues se trata de un sector con elevado vínculo entre su expansión y los precios. Como veremos en este trabajo, las grandes firmas mineras están articulando sus estrategias de inversión con el comportamiento de los precios internacionales, al tiempo que los grandes inversionistas en el sector también participan en la formación de dichos precios.

Aquí se busca mostrar cómo se ha configurado un proceso en el que la administración de recursos financieros, las

\* Profesora del Departamento de Economía de la Universidad Autónoma Metropolitana, Unidad Iztapalapa, y profesora de asignatura de la Facultad de Economía de la UNAM.

inversiones y la deuda en instrumentos financieros exóticos determinan el precio de los metales, y no la demanda y oferta de los minerales. Este trabajo no pretende dar una explicación total al párrafo anterior, si no sólo mostrar los resultados que hasta el momento están obteniéndose. ¿Por qué se inicia con los pasivos?: son deuda e identifican la necesidad de financiamiento para llevar a cabo inversiones, y la negociación con estos instrumentos financieros sofisticados no es garantía de que ya se tenga la producción real, sino de que se compromete una producción que aún está en proceso, no en su etapa final, y se especula con un precio sobre el proceso de producción y no con la producción en sí misma.

El interés de estudiar estos aspectos surge de reflexionar acerca de la determinación de los precios de los granos básicos y preguntarse si eso mismo pasa en los precios de los minerales. El argumento del empresario Joel Suárez Aldana (Gruma) ilustra de una manera sencilla ese fenómeno: “La especulación de firmas financieras con materias primas alimentarias ha jugado ‘un papel bastante importante’ en el aumento de los últimos años en el precio de granos básicos como maíz y trigo [...] La especulación con todos estos instrumentos financieros complejos hace que se mueva el precio y crea todavía más volatilidad en las materias primas” [*La jornada*, 2012]. Asimismo, los argumentos de los científicos sociales especialistas en temas financieros Eugenia Correa, Wesley Marshall y Roberto Soto<sup>1</sup> señalan que no creen que la crisis alimentaria sea resultado de los desequilibrios en la oferta y la demanda, si no, que la reciente volatilidad y aumento del costo de los granos básicos se deben a los altibajos del capital especulativo y no a cambios fundamentales en la oferta y la demanda de alimentos.

<sup>1</sup> Documento de investigación presentado en The Critical Development Studies (CDS) Network Conference, agosto 13-15, 2009, Zacatecas, México.

El documento está compuesto por tres apartados más. El segundo describe el estado de la industria minera en los años 2010 y 2011. En el tercero se analiza la estructura de capital y la composición de los pasivos de las empresas Grupo México, Goldcorp y Grupo Peñoles. Finalmente, se presentan las conclusiones.

#### IMPORTANCIA DE LA MINERÍA EN MÉXICO

México es considerado uno de los países más importantes de la minería mundial. La industria minera ha sido sinónimo de crecimiento y desarrollo económico. En el pasado, el presidente de la Cámara de Minería de México señaló: “Es innegable la influencia que ha ejercido [la minería] en la creación de centros de población, en el fomento de la agricultura y la ganadería, en la construcción de caminos y líneas ferroviarias, en el comercio exterior y, en suma, en el desarrollo industrial de México” [Campillo, 1964].

En años recientes, a pesar de la crisis que experimentó la economía mexicana y mundial, la primera registró crecimiento y expansión. La expansión del sector se sustentó sobre todo en el auge de las industrias de los metales preciosos, en especial el oro. En una descripción general de la industria minera en el periodo 2010-2011, según datos del Banco de México, el producto interno bruto (PIB) de la minería no petrolera representó 9.8% del PIB total, 2.6 veces más que el PIB de las actividades primarias. La inversión total en el sector minero-metalúrgico fue de 4 731 millones de dólares, de la cual 88% fue nacional y 12% extranjera. Los minerales producidos en México se encuentran entre los 12 primeros lugares en el mundo. Destaca que la producción de plata ocupa el primer lugar, la de bismuto el segundo, la de celestita el tercero, la de oro el decimoprimer y la de co-

bre el decimosegundo. Cabe señalar que son los principales minerales que producen las grandes empresas nacionales y extranjeras en territorio mexicano. En el nivel federativo, los estados representativos del total de la producción de oro son Sonora (32.3%), Chihuahua (18.2%) y Zacatecas (13.5%); en plata, Zacatecas (46%), Chihuahua (11.7%) y Durango (11.7%); y en cobre, Sonora (67.7%), Zacatecas (14.5%) y San Luis Potosí (8.3%) [Banco de México, 2012; Camimex 2011; Secretaría de Economía, 2012; INEGI, 2010].

#### ESTRUCTURA DE CAPITAL DE GRUPO PEÑALES, GRUPO MÉXICO Y GOLD CORP

Hablar de la estructura de capital de la minería es dar razón de la composición de la deuda de corto y largo plazos y el capital de las empresas mineras. La parte a analizar es lo que en finanzas corporativas se conoce como la estructura de capital de una empresa, es decir, qué combinación de deuda y capital es la mejor o cuál es la mezcla específica de deuda de corto y largo plazos y capital. Además se busca identificar composiciones y cambios de los pasivos; sin duda alguna, esta necesidad de financiamiento respalda su contraparte interna de inversión, el presupuesto de capital, pero también una contraparte externa que corresponde a los agentes económicos ansiosos de invertir y obtener altas rentabilidades. También se pretende evidenciar los procesos financieros actuales.

La industria minera no tendría razón de ser sin la actuación de las empresas tanto mexicanas como extranjeras. Los documentos de la Cámara Minera de México (Camimex) de la industria minera en México permiten presentar el resumen que se muestra en el cuadro 1.

CUADRO 1. PRINCIPALES EMPRESAS MINERAS EN MÉXICO, 2011

<i>Empresas mexicanas</i>	<i>Minerales</i>	<i>País</i>
Grupo México	Cobre, molibdeno, zinc, plata y oro	
Fresnillo Plc	Oro, plata	
Industrias Peñoles	Zinc, plomo, cobre y plata	
Empresas Frisco	Cobre, plata, zinc, plomo, oro	
Minera Autlán	Magnesio, Fe, MN, Si	
Grupo Alfin		México
Minas de Bacis		
Materias Primas		
Las Encinas		
Grupo Acerero del Norte	Fierro, carbón, acero	
Ternium Hylsa	Fierro, acero	
<i>Empresas extranjeras</i>	<i>Minerales</i>	<i>País</i>
GlodCorp	Oro, plata	
Gammon Gold	Oro, plata	
Alamos Gold	Oro, plata	
Panamerican Silver	Oro, plata	
Faralio Resources		Canadá
Agnico Eagle		
Teck Cominco		
F Majestic		
Glamis Gd		
Silver Eagle		
ArcelorMittal	Fierro, acero	India
Kings Minerals		Australia
Minco PLC		Reino Unido
Constelation		
Hecia Minig		Estados Unidos

De todas ellas se tomarán dos grandes empresas con capital privado mexicano, Grupo México y Grupo Peñoles, y una de capital extranjero Goldcorp.

Lo que se realizó fue un análisis de la composición de la estructura de capital, y en particular, de la deuda en un periodo de siete años (2005-2011), buscando dar respuestas a las siguientes preguntas: ¿cuales son los principales componentes?, ¿qué porción se destina a instrumentos derivados? y ¿cómo se comportan en el periodo de crisis? De manera general, se intenta encontrar la dinámica que esos conceptos han mantenido para dar movilidad financiera a la empresa.

## LOS GRUPOS DE LA INDUSTRIA MINERA EN MÉXICO

### *Grupo México*

Es una empresa controladora cuyas principales actividades son: la minería, en la que es uno de los más grandes productores integrados de cobre en el mundo; el servicio ferroviario y los servicios de ingeniería, procuración y construcción. Dichas líneas de negocios están agrupadas bajo las siguientes subsidiarias:

1. Americas Mining Corporation (AMC) es una sociedad americana controladora que agrupa las operaciones mineras de exploración y explotación de minerales en México, Perú y Estados Unidos. En México se encuentra en San Luis Potosí con las mineras Charcas y San Luis Potosí; en Zacatecas con San Martín; en Chihuahua con Santa Eulalia y Santa Bárbara; en Guerrero con Taxco; en Sonora con Buenavista del Cobre (antes Mexicana de Cananea) y La Caridad; y en Perú con Toquepala, Cuajone e Ilon. En Estados Unidos:

Arizona con Mission, Ray, Hyden y Silver Bell; y en Texas con Amarillo.

2. Infraestructura y Transportes México (ITM) agrupa las actividades del sector ferroviario de carga y multimodal.
3. Compañía Perforadora México realiza las operaciones de perforación y prestación de servicios a pozos petroleros.
4. México Proyectos y Desarrollos agrupa actividades del sector construcción e infraestructura pública y privada.
5. Grupo México Servicios realiza los servicios administrativos y de personal. [Grupo México, 2011].

La actividad principal de Grupo México es el sector minero. En el periodo de estudio, la actividad minera representó más de 80% de las ventas, utilidades, activos y pasivos del grupo; por la falta de información desglosada por industria se considerarán los datos totales del grupo para el análisis.

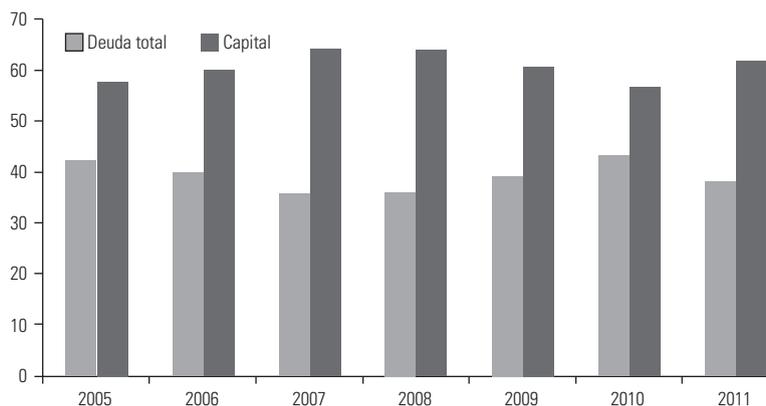
La estructura de capital del Grupo México, como lo muestra la gráfica 1, estuvo compuesta por 60% de capital y el restante 40% fue deuda; ambos porcentajes son respecto a los activos totales, periodo 2005 a 2011 [Bolsa Mexicana de Valores, 2005-2011].

En la composición de los pasivos, de manera general (gráfica 2), el concepto que sobresale es el de bonos y papeles de corto y largo plazo (37% en promedio de la deuda total); le siguen deudas financieras de corto y largo plazos (17%), proveedores (7%) e instrumentos derivados (1%). Sin embargo, haciendo una lectura año por año se identifican cambios importantes en los pasivos, que reflejan el actuar de Grupo México en el periodo de crisis, marcado el año de 2009, cuando sus deudas financieras alcanzan 34.1%, superior a los otros conceptos.

Las deudas financieras, bonos y papeles constituyen más de 50% de los pasivos totales. Grupo México emitió bonos

GRÁFICA 1. GRUPO MÉXICO: ESTRUCTURA DE CAPITAL

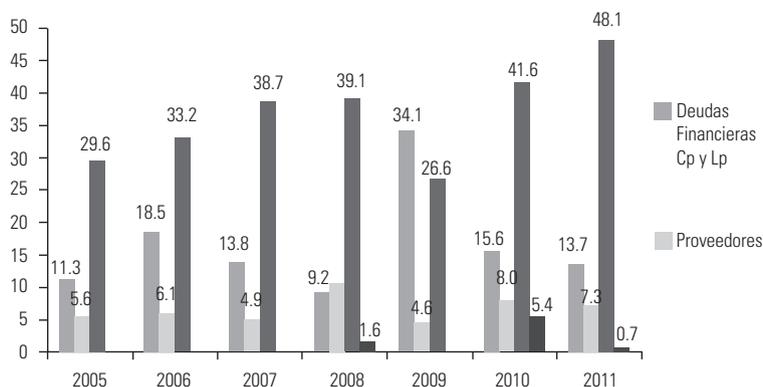
PORCENTAJE DE LOS ACTIVOS TOTALES



Fuente: Elaboración propia con información de Grupo México. Informes Anuales 2005-2011. BMV. Grupo México, Informes Anuales y resultados 4T 2011, edición electrónica, [www.gmexico.com.mx](http://www.gmexico.com.mx) y [www.bmv.com.mx](http://www.bmv.com.mx), consultado 2011 y enero-marzo 2012.

GRÁFICA 2. GRUPO MÉXICO: COMPOSICIÓN DE LA DEUDA

PORCENTAJE DE LOS PASIVOS TOTALES



Fuente: Elaboración propia con información de Grupo México. Informes Anuales 2005-2011. BMV. Grupo México, Informes Anuales y resultados 4T 2011, edición electrónica, [www.gmexico.com.mx](http://www.gmexico.com.mx) y [www.bmv.com.mx](http://www.bmv.com.mx), consultado 2011 y enero-marzo 2012.

Yankee, contratos de pagarés y préstamo y créditos sindicados. Entre las instituciones financieras involucradas se encuentran Citibank, BBVA Bancomer y Wells Fargo Bank National Association. Las garantías incluyen cuentas por cobrar respecto a toneladas de mineral (cobre), garantía de las principales propiedades y subsidiarias, garantías de pagarés de las ventas de exportación de minerales, etc. Las fechas de vencimiento son 2008, 2012, 2014, 2015, 2020, 2028, 2035 y 2040. El pago de los cupones generalmente es trimestral y semestral. Las tasas de interés van de 8.25%, 9.25%, LIBOR más un margen de 4 a 6.5 puntos para dólares y TIE (tasa de interés interbancaria) más un margen de 4 a 6.5 puntos para pesos. Se ha caracterizado por el uso de innovación financiera como Tranches, obligaciones preferentes “notas no garantizadas senior” y los mismos créditos en dólares incluían el uso de, por ejemplo, *swaps* para cubrir la exposición del riesgo de las tasas de interés con respecto a su crédito sindicado. La emisión de esta deuda a través de deuda financiera y bonos se utilizó para el pago de créditos de bonos emitidos con anterioridad en México y en otros países para realizar nuevas inversiones y plantas, así como la modernización de las plantas existentes.

La deuda de instrumentos derivados ha sido mínima, como se aprecia en la gráfica 2. Los contratos celebrados son: a) contratos de intercambio de cobre con objeto de proteger un precio fijo del cobre de una parte de sus ventas de metales; b) contratos de cobertura para fijar los precios de la energía de una parte de sus costos de producción; c) contratos de intercambio de tasas de interés para cubrir la exposición al riesgo relacionado con las tasas de interés en algunas de sus obligaciones bancarias con tasas de interés variable; d) contratos de intercambio de divisas para garantizar el tipo de cambio entre el peso mexicano y el dólar [BMV, Grupo México, 2005-2011].

*Goldcorp Inc.*

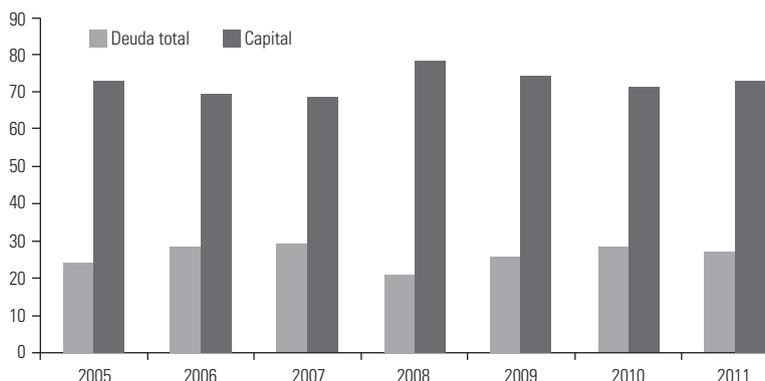
Es un productor de oro dedicado a la operación, exploración, desarrollo y adquisición de propiedades de metales preciosos en Canadá, Estados Unidos, México y América Central y del Sur. Respecto a México, las propiedades mineras de oro son Los Filos (Guerrero) y El Sauzal (Chihuahua); y de oro, plata, zinc y plomo, El Peñasquito (Zacatecas). Los proyectos de desarrollo significativos incluyen oro y plata en Noche Buena y Camino Rojo (Zacatecas).

Los resultados de operación por segmentos en 2011 mostraron que las minas de oro en México representaron 33.5% de los ingresos, 43.6% de los activos totales y 39.42% de los pasivos. La minera que destaca es El Peñasquito, cuyos antecedentes se remontan a la aprobación del desarrollo por la empresa Glamis Gold de Reno, pero que en noviembre de 2006, al fusionarse con Goldcorp, pasó a formar parte de los yacimientos de esta última; se señaló como el proyecto estelar que se perfilaba como la mina de oro e inversión más importante en el sector minero de las dos últimas décadas en Latinoamérica, con una inversión de más 1,500 millones de dólares [Goldcorp, 2011].

La estructura de capital de Goldcorp, como lo muestra la gráfica 3, estuvo compuesta por 70% de capital y el restante 30% de deuda; ambos porcentajes son respecto a los activos totales, periodo 2005 a 2011.

En la composición de los pasivos, los impuestos sobre la renta y minería por pagar fueron de alrededor de 70% de los pasivos totales (gráfica 4). Goldcorp paga impuestos proporcionales a la ganancia obtenida. Por ejemplo, en Canadá los impuestos sobre minería se aproximan a 26% y en Chile a 5 a 14% según la explotación minera. A diferencia de lo que ocurre en estos países, en México hoy día la industria minera sólo paga un “dere-

GRÁFICA 3. GOLDCORP: ESTRUCTURA DE CAPITAL  
PORCENTAJE DE LOS ACTIVOS TOTALES



Fuente: Elaboración propia con información de Goldcorp. Informes Anuales 2005-2010 y Quartely Report 2011, edición electrónica, [www.goldcorp.com](http://www.goldcorp.com), consultado 2011 y enero-marzo 2012.

cho” de explotación que va de 5 a 111 pesos por hectárea concesionada.

La deuda de largo plazo ha llegado hasta 18%, con excepción de 2008, que fue 0.13% (gráfica 4). Goldcorp ha contratado líneas de crédito y emitido obligaciones preferentes convertibles “*convertible senior notes*”. Estos instrumentos financieros tienen una característica peculiar: se componen de una porción de deuda y otra de capital. Por ejemplo, en 2009 se emitieron obligaciones por un monto de 862.5 millones de dólares, de los cuales 81.6% fue pasivo y el restante 18.4 % fue capital; además, dicha porción de capital representa el valor de las opciones de compra de los tenedores con derecho de convertirlas en acciones ordinarias de la compañía.

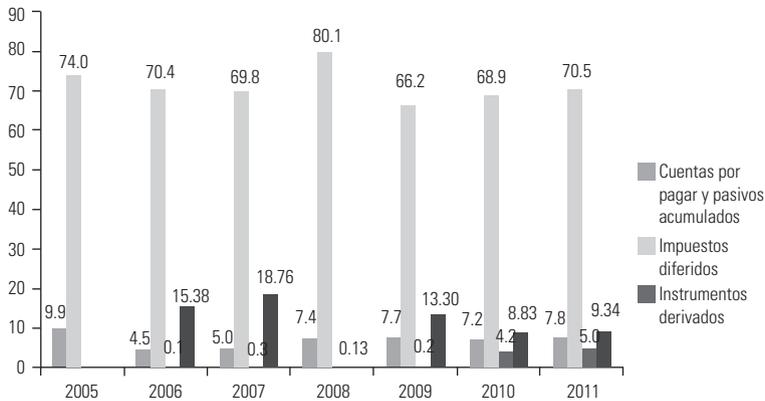
Estos instrumentos financieros “exóticos”, también conocidos como híbridos, presentan muchas características de los instrumentos de capital, pero se consideran instrumen-

tos de deuda. Su uso tiene que ver con la consideración de los pagos de impuestos. Por tanto, la razón por la que las empresas tratan de crear un instrumento de deuda que sea en realidad un instrumento de capital es obtener los beneficios de capital en caso de quiebra.

En la gráfica 4 es notable un comportamiento diferente de la deuda en 2008, cuando sólo fue de 5.3 millones de dólares, 0.13% de los pasivos totales; la razón fue el contrato de riesgo compartido “Joint-Venture” con Terrane Metals, empresa minera británica. Terrane pidió crédito al Banco de Montreal y Goldcorp garantizó la línea de crédito a cambio de la emisión de una opción por única vez para convertir la participación accionaria de Terrane en el emprendimiento conjunto en el proyecto Mt. Milligan.

Los instrumentos derivados han representado 5% de los pasivos y son: a) opciones de compra y venta y contratos *forward* en moneda extranjera para manejar su exposición

GRÁFICA 4. GOLDCORP: COMPOSICIÓN DE LA DEUDA  
PORCENTAJE DE LOS PASIVOS



Fuente: Elaboración propia con información de Goldcorp. Informes Anuales 2005-2010 y Quartely Report 2011, edición electrónica, [www.goldcorp.com](http://www.goldcorp.com), consultado 2011 y enero-marzo 2012.

a las fluctuaciones de los tipos de cambio en moneda extranjera, b) contratos de aceite de calefacción y de cobre para manejar su exposición a los precios del combustible y el cobre, c) instrumentos derivados implícitos como *warrants* opciones de compra sobre su misma acción. En este último punto la emisión de *warrants* de compra es sobre su propia acción y después las adjunta a la emisión de bono con el fin de hacerlo más atractivo para los inversionistas.

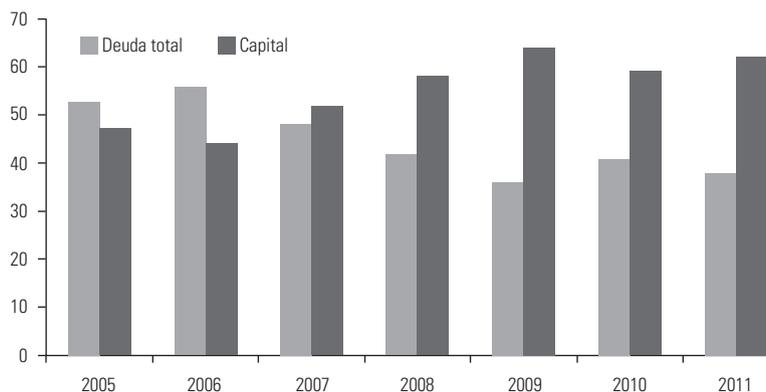
### *Grupo Peñoles*

Peñoles es un grupo minero que agrupa a más de 69 sociedades dedicadas a la exploración, extracción, beneficio y venta de concentrados y minerales, fundición y afinación de metales preciosos e industriales, así como la elaboración de productos químicos inorgánicos. Grupo Peñoles es el mayor productor mundial de plata afinada y bismuto metálico, líder latinoamericano en la producción de oro y plomo afinados, y uno de los principales productores mundiales de zinc afinado y sulfato de sodio. Grupo Peñoles está presente en los estados de Sonora, Chihuahua, Coahuila y Zacatecas, y en diversos países de Latinoamérica entre los que destacan Chile y Perú [BMV, Grupo Peñoles, 2005-2011].

La estructura de capital de Grupo Peñoles, como lo muestra la gráfica 5, estuvo compuesta por 55% de capital y el restante 45% fue deuda; ambos porcentajes son respecto a los activos totales, periodo 2005 a 2011 [BMV, Grupo Peñoles, 2005-2011].

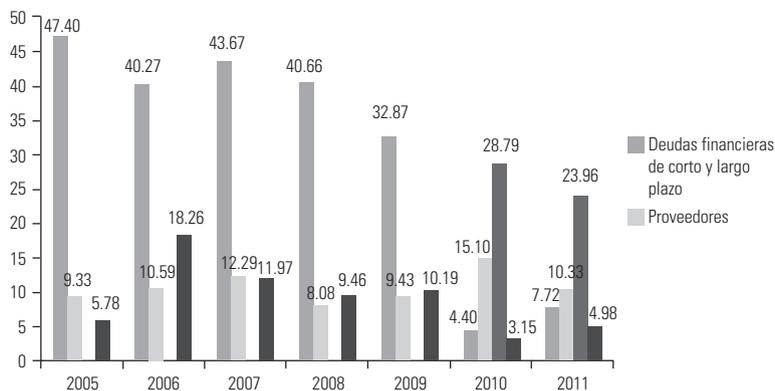
Entre los componentes más importantes se encuentran las deudas financieras de corto y largo plazos, que representan alrededor de 40% de los pasivos totales hasta 2009; en los años siguientes cayeron a 4.4 y 8% (gráfica 6). Grupo Peñoles ha emitido pagarés quirografarios, como *structured silver payables notes* y *unsed senior notes*; créditos sindicados por 15 bancos nacionales y extranjeros y otro con 13 bancos; y

GRÁFICA 5. GRUPO PEÑOLES: ESTRUCTURA DE CAPITAL  
PORCENTAJE DE LOS ACTIVOS



Fuente: Elaboración propia con información de Industrias Peñoles. Informes Anuales 2005-2011. *bmv*, Industrias Peñoles. Informes Anuales y resultados 4T 2011, edición electrónica, [www.penoles.com.mx](http://www.penoles.com.mx) y [www.bmv.com.mx](http://www.bmv.com.mx), consultado 2011 y enero-marzo 2012.

GRÁFICA 6. GRUPO PEÑOLES: COMPOSICIÓN DE LOS PASIVOS  
PORCENTAJE DE LOS PASIVOS



Fuente: Elaboración propia con información de Industrias Peñoles. Informes Anuales 2005-2011. *bmv*, Industrias Peñoles. Informes Anuales y resultados 4T 2011, edición electrónica, [www.penoles.com.mx](http://www.penoles.com.mx) y [www.bmv.com.mx](http://www.bmv.com.mx), consultado 2011 y enero-marzo 2012.

crédito simple celebrado con el Banco Nacional de Obras y Servicios Financieros y Ecoagua de Torreón. Es a partir de 2009 cuando en la deuda de largo plazo aparecen los certificados bursátiles denominados en dólares estadounidenses, emitidos el 7 de septiembre de 2010 mediante dos emisiones: PEÑOLES10D por 130 millones de dólares y PEÑOLES 10-2D por 400 millones de dólares (ambas suman 530 millones de dólares), dejando a un lado otros pasivos como el crédito sindicado.

La deuda de instrumentos financieros derivados de Grupo Peñoles en comparación con las dos empresas anteriores analizadas mantiene porcentajes representativos que van de 3 a 18%, pero se reducen en el periodo de crisis por la emisión de bonos. El objetivo de usarlos es reducir su nivel de exposición al riesgo de movimientos adversos en las variables cubiertas y de las fluctuaciones en los precios de los metales que se producen y procesan, los cuales se apoya en cuatro programas:

1. El programa de protección de precios de Metales Peñoles contrata instrumentos de cobertura de *“forwards”* y opciones *“put”* y *“call”* en donde se cubre el precio de los metales de producción futura presupuestada y la variabilidad de los ingresos en dólares asociados al movimiento en el precio en el mercado internacional conforme a la cotización de London Metal Exchange de Londres. Los informes señalan que la emisión de un año específico cubre la producción de años futuros, por ejemplo, la emisión de 2010 cubre parte de la producción de 2011 y 2012.
2. El programa de protección de divisas establece periódicamente: operaciones de venta de futuros de dólares, venta de opciones de compra de dólares (*calls*) y compras de opciones de venta de dólares (*puts*).

3. El programa de protección de tasas de interés establece operaciones de *swaps* como parte de cobertura sobre los créditos denominados en dólares o en pesos con pago de interés de tasa flotante.
4. Finalmente, en el programa de protección de energéticos se realizan operaciones de *swaps* y opciones exclusivamente de gas natural para controlar los costos derivados de su consumo.

## CONCLUSIONES

1. La estructura de capital de las empresas analizadas presentó un menor porcentaje de deuda que de capital.
2. La forma de financiamiento ha sido la titulación. A pesar de que los porcentajes en instrumentos derivados son bajos, su uso está implícito en las transacciones financieras de cada empresa.
3. Cada empresa considera instrumentos financieros con características muy particulares, es decir, configura una ingeniería financiera propia y adecuada para los mercados financieros actuales, en periodo de crisis recurre más a las deudas financieras y la emisión de bonos de largo plazo.
4. Los programas de protección de los precios de los metales se dan a través de instrumentos derivados *forwards* y opciones *put* y *call*, aunque señalan que el mecanismo de estos instrumentos cubre el precio de los metales de la producción futura presupuestada o que sea probable.
5. Se logra dar elementos sobre la composición y cambios de los pasivos, así como confirmar el uso y manejo de instrumentos financieros complejos, o que hace

que el precio se mueva, creando más volatilidad en los precios de los minerales.

6. A pesar de que la industria minera mexicana se considera una de las más importantes en el mundo, no ha ejercido una influencia en el crecimiento y desarrollo de la economía del país. El aprovechamiento de las tierras, minerales y toda la infraestructura construida en el pasado permanece en manos de unos cuantos capitales de propiedad privada nacionales y extranjeros, que aumentan su riqueza, sin importarles la destrucción de la naturaleza y los conflictos laborales.

#### BIBLIOGRAFÍA

- Banco de México, Estadísticas, *Producto interno bruto*, edición electrónica, <[www.banxico.gob.mx](http://www.banxico.gob.mx)>, consultado marzo 2012.
- Bolsa Mexicana de Valores, Grupo México, *Informes anuales 2005-2010*, edición electrónica, <[www.bmv.com.mx](http://www.bmv.com.mx)>, consultados 2011 y enero-marzo 2012.
- Bolsa Mexicana de Valores, Grupo México, *Reporte 4T 2011*, edición electrónica, <[www.bmv.com.mx](http://www.bmv.com.mx)>, consultado febrero 2012.
- Bolsa Mexicana de Valores, Grupo Peñoles, *Resultados 4T 2011*, edición electrónica, <[www.bmv.com.mx](http://www.bmv.com.mx)>, consultados 2011 y enero-marzo 2012.
- Camimex [2010], *La Industria Minera de México: retos y oportunidades*, Cámara Minera de México, edición electrónica, <[www.camimex.org.mx](http://www.camimex.org.mx)>, consultados enero 2011 y 2012.
- Campillo, José [1964], *Influencia de la minería en la industrialización y en el desarrollo económico de México*, México, Ediciones de la Cámara Minera de México.

- Economática, Base de datos, edición electrónica, consultada en la base de datos de la Biblioteca de la Universidad Autónoma Metropolitana Unidad Iztapalapa, 2012.
- Grupo México, *Informes anuales 2005-2010*, edición electrónica, <www.gmexico.com.mx>, consultados 2006 a enero-marzo 2012.
- Goldcorp, *Annual Reports, 2005-2010*, edición electrónica, <www.goldcorp.com>, consultados 2011 y enero-marzo 2012.
- Goldcorp, *Quartely Report 2011*, edición electrónica, www.goldcorp.com, consultados 2011 y enero-marzo 2012.
- INEGI [2010], *La minería en México 2010*, Serie de Estadísticas Sectoriales, edición electrónica, www.inegi.gob.mx, consultado enero 2012.
- Industria Peñoles, *Informes anuales 2005-2011*, edición electrónica, <www.penoles.com.mx>, consultados 2011 y enero-marzo 2012.
- La Jornada* [2012], “Busca Gruma expansión en Alemania en el ramo cervecero. La especulación en alimentos encareció los precios de granos”, edición electrónica, <http://www.jornada.unam.mx/2012/02/29/economia/033n1eco>.
- Secretaría de Economía [2012], *Inversión en el Sector Minerometalúrgico*, edición electrónica, <www.economia.gob.mx>, consultado febrero 2012.

## 11. FINANCIARIZACIÓN, EMPLEO, SALARIOS Y ENDEUDAMIENTO

*Alejandro López\**

### INTRODUCCIÓN

A finales de la primera década del siglo XXI, el capitalismo financiero entró en una aguda crisis luego de años de especulación y volatilidad en los mercados de valores, los cuales permitieron el crecimiento de cuantiosas fortunas concentradas en pocas manos, mientras que millones de personas alrededor del planeta fueron condenadas a la pobreza, la exclusión social y la marginación.

Con el desarrollo de la crisis, creció el número de desempleados por todo el planeta, incluso en países centrales y emergentes que mantuvieron altos estándares en su calidad de vida y en el número de personas ocupadas y remuneradas. Pese a que la crisis se identificó inicialmente como un problema exclusivamente financiero, sus efectos sobre la economía real cada vez son más evidentes y demandan

\* Doctor en Estudios Latinoamericanos. Miembro del Grupo de Análisis de Coyuntura de la Economía Mexicana (GACEM), adscrito al Instituto de Investigaciones Económicas de la UNAM, y profesor en la Facultad de Ingeniería.

la reflexión acerca de cómo el sector financiero se apropió cada vez más de los beneficios del trabajo, al grado de que pareciera que el capital necesita ahora los salarios de la clase trabajadora para financiarse y tener un mecanismo adicional que permita revertir la caída de la tasa de beneficios empresariales.

El trabajo aborda los cambios en la economía capitalista de los últimos 30 años, describiendo el concepto de financiarización y sus implicaciones para el mundo del trabajo y la organización de las empresas. Después se analiza el funcionamiento de la economía mexicana y su inserción dependiente de la economía mundial, con el objetivo de demostrar que de nuevo las economías centrales requieren los recursos provenientes de la periferia para solventar la crisis internacional en marcha.

#### CONCEPTO Y EXPRESIONES DE LA FINANCIARIZACIÓN

Entre 1950 y 1971 las políticas económicas adoptadas por los países tanto del bloque capitalista como del socialista fueron eficaces para promover un crecimiento económico sostenido, incluida la consolidación del Estado de bienestar en los países centrales que comprendía seguro de desempleo, protección social y servicios médicos y educativos de alto nivel.

En esos años, las grandes empresas nacionales generaban altos niveles de empleo y mantenían políticas de reinversión de una parte importante de sus ganancias, con lo que persistía la expansión de la economía, que reflejaba en gran medida, la capacidad de los gobiernos nacionales para regular a las empresas, de tal manera, el crecimiento y la estabilidad no dependían exclusivamente de la evolución del sector privado, sino también de la participación y regulación econó-

mica estatal, lo que comprendía restricciones a la distribución de ganancias hacia los accionistas de las grandes firmas.

Como lo menciona Marichal [2010], el denominador común entre Estados Unidos, Europa y Japón era la aceptación de políticas keynesianas que ponían énfasis en la importancia de la inversión pública para asegurar el crecimiento y el pleno empleo. Por este motivo era preponderante que los Estados contaran con ingresos regulares y sostenidos, por lo cual fue necesario reformar los sistemas de recaudación tributaria de manera progresiva.

Pero el gremio tradicional de los banqueros privados internacionales perdió protagonismo debido al bajo nivel del flujo de capitales y a la fuerte regulación de los mercados financieros. La profunda crisis económica que siguió a los choques petroleros de 1973-1974 y 1980-1981 marca el final de los llamados “años dorados” del capitalismo. La tasa de ganancia disminuyó en las economías centrales, básicamente Estados Unidos, exigiendo su recomposición a partir del uso extensivo de los mecanismos financieros antes sujetos a fuertes restricciones y regulaciones. Al mismo tiempo, para hacer eficiente esta propuesta era fundamental modificar el modelo de economía orientado por el Estado mediante la imposición de un orden basado en la apertura irrestricta de los mercados y nuevas, pero condensadas, articulaciones entre los sistemas monetarios y los mercados financieros nacionales, lo que convirtió el capital financiero en el principal protagonista de la acumulación capitalista.

La liberalización y la desregulación de los sistemas financieros, acompañadas de la apertura comercial, modificaron el régimen de finanzas administradas hacia un régimen de mercado, lo que implicó un cambio en las dinámicas de acumulación centradas en el dinamismo financiero en detrimento de las actividades productivas, proceso al que se ha denominado financiarización de la economía. Es importante

mencionar que este es una de las expresiones más destacadas de la denominada mundialización financiera, descrita por Françoise Chesnais [2001: 19-43] como un proceso que integra los sistemas nacionales de las periferias a los requerimientos del gran capital financiero monopolista, pero de manera imperfecta e incompleta, conformando así un sistema financiero mundial jerarquizado, además de carente de instancias y mecanismos reales de supervisión y control de las prácticas especulativas.

Para Lapavistas [2010], la financiarización, más que un concepto novedoso que ejemplifique la importancia del sector financiero en la economía, es una expropiación financiera, porque el proceso implica la extracción de ganancias directamente de los ingresos de los trabajadores y de los recursos del Estado, pues los bancos comerciales se distancian cada vez más del capital industrial y comercial, usando los ingresos personales y los activos del Estado como fuente de ganancias.

David Harvey [2007] comenta que el sistema de crédito y capital y el capital financiero se han convertido en palancas importantes de depredación, fraude y robo. Las promociones fraudulentas de títulos, los esquemas piramidales Ponzi, la destrucción deliberada de activos mediante la inflación y su volatilización por fusiones y absorciones entre compañías, y el fomento de los altos niveles de endeudamiento reducen a poblaciones enteras, hasta en los países capitalistas avanzados, a la servidumbre por deudas.

#### FINANCIARIZACIÓN, CAMBIOS EN EL MUNDO DEL TRABAJO

Para que la financiarización se convirtiera en el modelo predominante de la acumulación capitalista fue necesario transformar el mundo del trabajo. La reducción de costos

mediante la flexibilización laboral permitió a las corporaciones apropiarse de una masa creciente de trabajo impagado que se valorizó en los mercados financieros, de tal modo, el desplazamiento de las inversiones de dicho excedente hacia la esfera financiera provoca una fuerte caída de la actividad económica, en consecuencia se comprime la tasa de ocupación y se presionan a la baja los salarios. El actual modelo es polarizante y excluyente al crear un incesante ejército industrial de reservas entre amplios sectores de trabajadores cercenados por la dominación del capital financiero.

Como lo señalan Antunes y Alves [2004: 335-351], la mundialización abarca la reproducción del espacio comercial y financiero, por ello hay nuevos mecanismos para la expresión de la ley del valor trasladada a la esfera financiera, de tal modo que la transformación del capitalismo no modificó lo esencial del sistema –la explotación del trabajo vivo–, por el contrario, requiere hoy más que nunca la superexplotación para mantener el nivel de acumulación y concentración observado en las últimas tres décadas.

La política fiscal complementa el proceso, pues al recortar gasto público (sobre todo el gasto social) y privatizar empresas, da prioridad al equilibrio fiscal, que es una de las principales señales de estabilidad para las inversiones. No conforme, el capital monopolista exige la eliminación de impuestos e intervenir en actividades ajenas a una auténtica naturaleza mercantil (como la educación, la salud y los servicios públicos) con el objetivo de incrementar sus ganancias. Es por ello que los estados nacionales carecen de recursos y tienen que incrementar la base tributaria mediante mayores gravámenes a un sector medio de la población, además de ceder sus funciones sociales a los agentes privados, lo que condena a las poblaciones a la servidumbre por deudas, sin que lo anterior sea un proceso exclusivo de los países periféricos.

Apoyada en las operaciones de los inversionistas institucionales, la mundialización financiera ha llegado a atrapar a los asalariados, pues una porción creciente de los ahorros de trabajadores se destina a fondos de pensiones privados, donde quedan sometidos a los vaivenes y la incertidumbre de los mercados financieros, formando una fuente de financiamiento de empresas y gobiernos, de tal manera que, como lo menciona Sevares [2005], el capitalismo en los últimos 30 años ha logrado imponer la gran paradoja de que los trabajadores financien el capital.

APLICACIÓN DE POLÍTICAS NEOLIBERALES  
EN LA ECONOMÍA MEXICANA. RESULTADOS  
Y CONSECUENCIAS EN EL MUNDO LABORAL

Desde la fundación del Consejo Coordinador Empresarial (CCE) en 1975, se consolidó la presencia política de los empresarios al promover una reforma laboral afín con sus pretensiones, proceso que se consolidó con la crisis de la deuda y los posteriores planes de ajuste; ello afianzó la presencia del sector empresarial en las decisiones de política económica, mientras que el sector obrero se sujetó a los intereses del partido gobernante, mismo que utilizó las confederaciones obreras como mecanismo institucional de control social ante las legítimas peticiones de los trabajadores.

La entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) indujo un esquema de reforma laboral acorde con los requerimientos de la inserción periférica de la economía mexicana en el contexto internacional. La globalización de la economía de mercado y de la producción, la modernización de los procesos productivos que implican la reducción de costos, la necesidad de proporcionar mayor confianza a los inversionistas y de elevar

la productividad y la calidad de los productos fueron los principales elementos discursivos utilizados por el CCE para promover el cambio de la legislación laboral en aras de alcanzar una mayor competitividad en la globalización. De la Garza [2006] identifica tales modificaciones a la ley laboral en 14 puntos: movilidad funcional y geográfica con multihabilidades; contratos temporales, por hora o jornada reducida; racionalización de causales de rescisión de contratos; limitaciones en cuanto a responsabilidades en juicios laborales por el pago de salarios caídos; pago por hora; democratización de la huelga (antes del estallamiento, acreditar la voluntad mayoritaria de los trabajadores con voto secreto, lo mismo que en la decisión para levantarla); desaparición de las juntas de conciliación y arbitraje; desaparición de los contratos ley; establecimiento de contratos de capacitación sin que impliquen relación laboral; término del escalafón ciego y su cambio a escalafón por capacidad; establecimiento de prestaciones laborales y sindicales de acuerdo con las condiciones de cada empresa (implica el cuestionamiento del funcionamiento actual de la seguridad social); eliminación de la cláusula de exclusión por ingreso y separación; libertad de sindicalizarse; y sindicalismo apolítico, es decir, acabar con la relación con los partidos.

En realidad, la pretendida reforma laboral y su resultante flexibilidad del trabajo no impulsaron el crecimiento económico y sólo han servido para agudizar la desigualdad social, particularmente en la disparidad del ingreso.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> A finales de 2011, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) dio a conocer en su estudio *Por qué la desigualdad continúa en aumento*, que México es el segundo país miembro de la Organización con mayor desigualdad de ingresos, sólo superado por Chile, pues en México 10% de los hogares más acaudalados obtiene 26 veces más ingresos que 10% de los hogares de menores ingresos. En México se detectó que en los últimos 25 años, los ingresos reales de 10% de los ho-

En México, las últimas tres décadas se caracterizan por mediocre crecimiento de la economía, fragilidad financiera, crisis recurrentes que van más allá de lo económico-financiero y abarcan el sector alimentario y la seguridad pública, deterioro en la calidad de la educación, baja inversión pública y privada, y la presencia de un creciente sector poblacional que, ante la falta de empleos formales, encuentra una fuente de ingresos en las actividades informales y en el crimen organizado.

Entre 1950 y 1980 el producto se expandió a una tasa media anual de 6.5%, pero para el periodo 1982-2011 el indicador se redujo a 2.2%. La inversión también disminuyó, pues mientras entre 1950 y 1980 creció 8.5% anual, para el periodo 1982-2010 lo hizo a una tasa media anual de 2.6%, registrando fuertes caídas en 1983, 1986, 1995 y 2009 (los descensos anuales en la tasa de crecimiento de la inversión de estos años fueron de 28.3, 11.8, 29.1 y 11.2%, respectivamente).

El resultado más notorio del estancamiento económico y la disminución de la inversión es la consolidación estructural del desempleo, un mercado laboral heterogéneo con calidad deteriorada en los puestos de trabajo, que al adoptar formas flexibles de contratación de mano de obra fomenta la proliferación de empleos temporales, los contratos de tiempo parcial y la progresiva reducción del salario. La información de la gráfica 1 demuestra que ante la caída en la tasa de inversión y el mediocre crecimiento económico, el desempleo ha aumentado, destacando los años de graves crisis como 1982, 1983, 1995 y 2009, además de que desde 1995 y hasta 2011 se crean al año 400 000 empleos en promedio, una cifra alarmante para una economía que en el mismo pe-

---

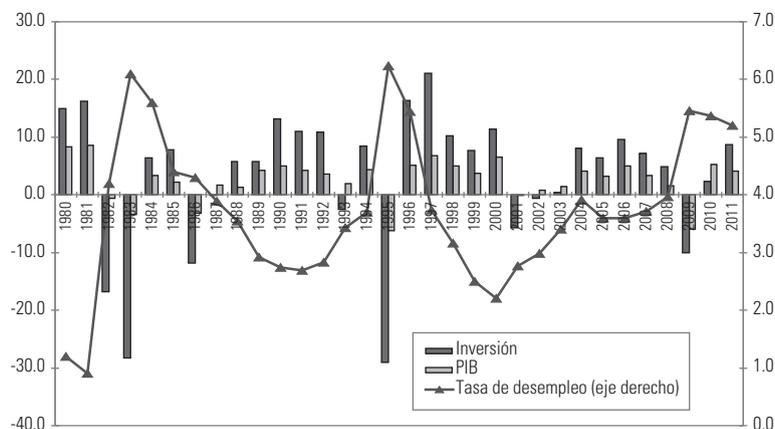
gares con mayores ingresos crecieron 1.7%, mientras que sólo en 10% de los hogares más pobres el aumento fue de apenas 0.8 por ciento.

riodo incorpora un promedio de 1.2 millones de personas a la población económicamente activa cada año.

Como se mencionó, la informalidad de los empleos es otro de los principales resultados de las reformas neoliberales a la Ley Federal del Trabajo. Según el Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI), en el segundo trimestre de 2011 el sector informal representaba 28.7% de la población ocupada, es decir, 13.4 millones de personas.

El organismo afirma que se considera población informal a todas aquellas personas que realizan actividades económicas de mercado que operan con recursos a partir de los hogares, pero sin constituirse como empresas con una situación independiente de esos hogares. Esta definición resulta limitada ante el creciente número de profesionales de diversas ramas que se emplean en contratos temporales, sin prestaciones o que realizan actividades de alta especialidad

GRÁFICA 1. INVERSIÓN, PRODUCTO INTERNO BRUTO (PIB) Y TASA DE DESEMPEÑO EN MÉXICO 1980-2011 (PORCENTAJE)



Fuente: INEGI, Sistema de Cuentas Nacionales, <<http://www.inegi.org.mx>>.

por cuenta propia. Una vez contabilizadas estas personas, se estima que la población informal ascendía a 15.3 millones de trabajadores en 2010.

Una de las líneas argumentativas más utilizadas por el sector empresarial para proponer la realización de la reforma laboral es la necesaria elevación de la productividad, objetivo no cubierto y que, por el contrario, registra un gran retroceso.

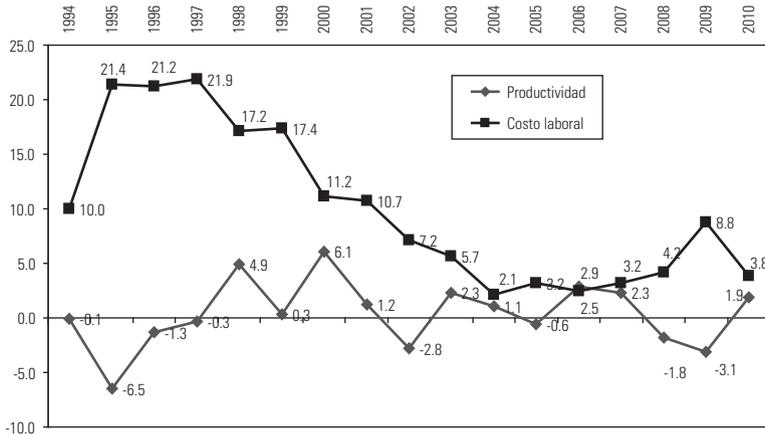
De acuerdo con la información proporcionada por la OCDE, entre 1994 y 2010 la productividad ha crecido 0.4%; por su parte el Centro de Investigación para el Desarrollo A. C. (CIDAC) informa que entre 1991 y 2009 la tasa acumulada de crecimiento de la productividad apenas llega a 2.9%. Estos resultados han servido al sector empresarial para presionar aún más en la promoción de una reforma laboral que acentúe las formas flexibles de contratación.

En contraste, el costo laboral se ha reducido de forma significativa en el mismo periodo en que se ha evaluado la productividad (gráfica 2). Esto indica que la baja productividad no es consecuencia de un aparente mercado laboral rígido y que desincentiva la inversión, sino que el problema recae en factores estructurales de la economía tales como la arraigada heterogeneidad en las diversas ramas productivas, una configuración desigual en las fuentes de financiamiento acompañada de un sector financiero que ofrece créditos onerosos a las empresas, excesiva dependencia comercial con Estados Unidos, escasa investigación científica y tecnológica, e importación de bienes de consumo final y alimentarios que se han apoderado del mercado interno nacional.

La reducción de los costos laborales se traduce en el paupérrimo nivel salarial de la clase trabajadora. No podía ser de otra manera, pues el modelo neoliberal percibe los salarios como un detonante de la inflación y un elemento que deteriora el nivel de ganancias del sector privado, situación

GRÁFICA 2. MÉXICO: PRODUCTIVIDAD Y COSTO LABORAL, 1994-2010.

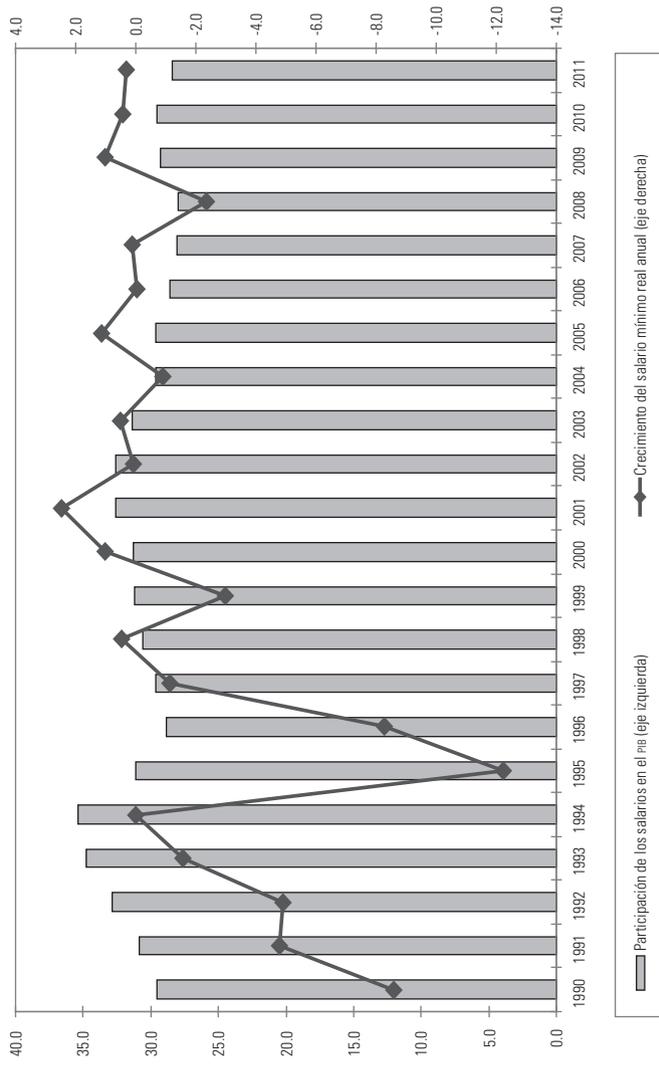
TASA DE CRECIMIENTO ANUAL (PORCENTAJE)

Fuente: OECD, Statistics, <<http://stats.oecd.org/Index.aspx>>.

que desincentiva la inversión. Durante los años de vigencia del modelo neoliberal, los salarios mínimos en México se han deteriorado considerablemente y su escasa recuperación en los últimos años no alcanza a recompensar las pérdidas en el poder adquisitivo. El detrimento del salario es tal, que México es uno de los países latinoamericanos que menor remuneración otorga a sus trabajadores. Según el Informe mundial sobre salarios 2010-2011 elaborado por la Organización Internacional del Trabajo (OIT), México paga mensualmente 170 dólares internacionales o de poder de paridad de compra (US PPP), mientras que Argentina paga 896 US PPP, Brasil 286 US PPP y Chile 400 US PPP.

El retroceso del nivel de los salarios está íntimamente vinculado con el proceso de financiarización de la actividad productiva. Como se observa en la gráfica 3, el crecimiento de los salarios mínimos reales registra un importante

GRÁFICA 3. CRECIMIENTO DE LOS SALARIOS MÍNIMOS REALES ANUALES Y PARTICIPACIÓN DE LOS SALARIOS EN EL PIB (PORCENTAJE DEL PIB)



Fuente: INEGI, Sistema de Cuentas Nacionales y Secretaría del Trabajo y Previsión Social, México.

congelamiento en las últimas dos décadas, lo que contribuye a la reducción de los salarios en el producto de la economía.

En resumen, la reforma laboral neoliberal no ha impulsado la economía y mucho menos la creación de empleos; en contraste, ha permitido la reducción de los costos laborales y la concentración del ingreso, al grado que 10 millonarios mexicanos detentan 34.7% de la riqueza creada en América Latina, mientras que los salarios mínimos han perdido cerca de 75% de su poder adquisitivo desde 1978, en una estrategia que ofrece a los grandes inversores la certidumbre de ganancias altas, mientras que el gobierno, diligente, salvaguarda esta práctica con una política salarial que niega incrementos reales por encima de la inflación.

#### ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES, DEUDA PÚBLICA Y MERCADOS FINANCIEROS

El ingreso de los hogares en México creció 10.4% entre 2000 y 2005, pero se redujo a 2.7% entre 2006 y 2010. Este escenario, acompañado de reducción salarial y formas más intensas de trabajo flexible, creó las condiciones necesarias para que los trabajadores mexicanos tuvieran que recurrir al endeudamiento con el sector financiero formal e informal para sostener un nivel mínimo de consumo.

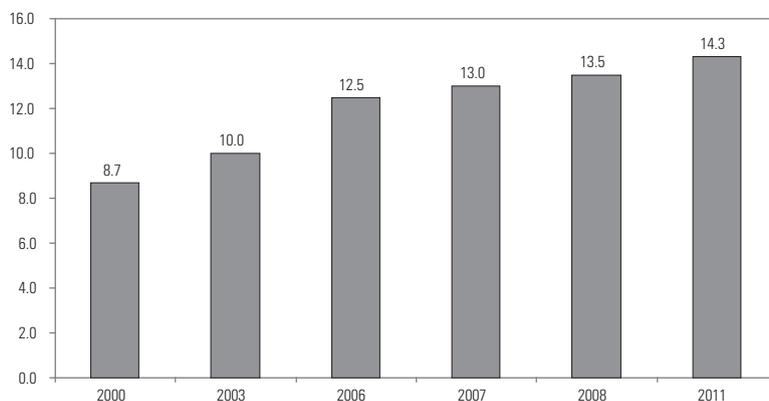
En Latinoamérica, el promedio del endeudamiento de las familias con el sector bancario es de 19.1% del PIB, nivel similar a 19.7% que promedian las economías emergentes integrantes del G-20. Brasil y Chile mantienen los niveles más elevados de la región, con 17.3 y 40.2%, respectivamente. El gran contraste lo expresa el promedio de los países miembros de la OCDE, que refieren un porcentaje de 81.7% del PIB de endeudamiento de los hogares con el sector bancario.

Para una economía como la mexicana, el endeudamiento de las familias ha comenzado a alcanzar niveles históricos. El endeudamiento de las familias con los bancos incluye los pasivos contratados como préstamos hipotecarios, tarjetas de crédito, compromisos para la adquisición de automóviles y los denominados préstamos personales.

A diciembre de 2011, los hogares mexicanos adeudaban al sector bancario el equivalente a 14.3% del PIB. El endeudamiento ha crecido progresivamente en los últimos años, sobre todo a partir de 2000, cuando las instituciones financieras comenzaron a expandir el crédito para consumo y vivienda luego de estar limitado desde la crisis de 1995.

Mediante este esquema de endeudamiento, las casas filiales de los bancos extranjeros reciben recursos que sirven para solventar los requerimientos de las matrices, fenómeno agudizado en el contexto de la crisis financiera contemporánea. Este es uno de los resultados más alarmantes de la refor-

GRÁFICA 4. MÉXICO, DEUDA DE LOS HOGARES CON EL SECTOR BANCARIO (PORCENTAJE DEL PIB)



Fuente: Banco de México (Banxico), Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), 2011.

ma financiera que devino en la extranjerización de la banca, la limitada profundidad y estabilidad del sistema, la pérdida de control del sistema de pagos y la debilidad de la moneda doméstica. Además, el sistema financiero, en particular el bancario, no ha aumentado el volumen de financiamiento disponible para el sector privado ni logró disminuir los costos de dicho financiamiento.

Entre 1995 y 1999 la banca mantuvo una postura renuente al financiamiento al sector privado a consecuencia de la gran crisis mexicana y las posteriores en los mercados emergentes. En este periodo, el crédito al consumo cayó 16%, a la vivienda 10.2% y el financiamiento a las empresas 7%. Pero en la década de 2000-2010, el crédito al consumo creció 20.7%, a la vivienda 12.1% y a las empresas solo 5%. El mayor crecimiento del financiamiento al consumo se presentó entre 2000 y 2005, cuando alcanzó una tasa de crecimiento de 34.2%, mientras el crédito a las empresas cayó 3.1% en el periodo.

La disminución de los salarios, el endeudamiento de los hogares y la apropiación de los sistemas de pensiones se convierten en parte esencial de la acumulación en México. La visión de Harvey [2007] complementa esta tesis al afirmar que los bienes públicos en poder del Estado fueron lanzados al mercado para que el capital trasnacional pudiera invertir, reformarlos y especular con ellos. Así se abrieron nuevas áreas de rentabilidad que contribuyeron a prolongar la crisis capitalista.

Robert Brenner [2009] expresa que, desde el comienzo del largo declive de la tasa de beneficio iniciado en 1973, las autoridades económicas, principalmente de los países centrales, se han esforzado por evitar las crisis recurriendo a un endeudamiento público y privado cada vez mayor para subvencionar la demanda; pero la relativa estabilidad así conseguida tuvo como contrapartida una agravación del es-

tancamiento, un aumento cada vez mayor de la deuda y una progresiva insensibilidad de la economía ante los estímulos fiscales y monetarios.

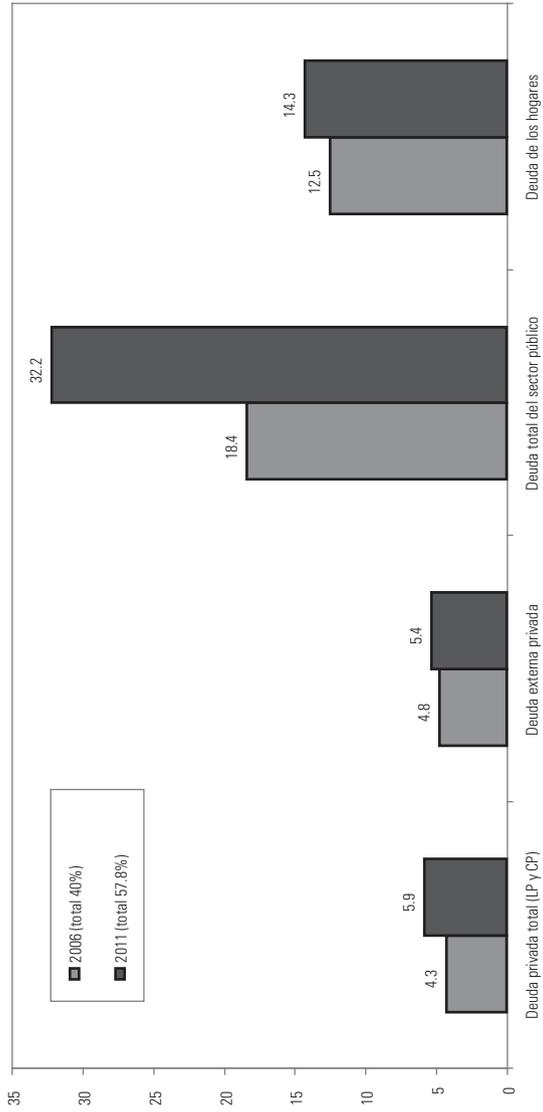
La situación de la economía mexicana es más grave porque se trata de una economía periférica que, al emitir deuda interna, envía recursos a los países centrales, pues los dueños de esa deuda pública son las instituciones financieras, además de que las reservas internacionales se invierten en los bonos del Tesoro de Estados Unidos, así se garantiza el acceso más seguro al dólar, financiando el déficit comercial de este país, pues los bonos conllevan la promesa de que se pagarán en dólares. Al adquirir los títulos públicos, los bancos y los inversionistas institucionales no necesitan ofrecer recursos a la economía real, ya que una considerable parte de sus futuras ganancias está en función de la mayor emisión de deuda pública.

En México la deuda pública bruta creció 232.6% entre los años 2000 y 2011. En el mismo periodo, la deuda pública interna bruta creció 484% y la externa 147%. Por su parte, la deuda externa privada creció 153.6% en este mismo lapso.

También entre 2000 y 2011, la bolsa de valores generó ganancias a los inversionistas que promedian 18.7% anual, pese a las caídas de 2008 y 2009, mientras que los salarios apenas crecieron 0.5 por ciento.

En 2006, el nivel de la deuda del sector público de corto y largo plazos contratada con el sector privado representaba 4.3% del PIB y llegó a 5.9% a finales de 2011. De este monto, 55% correspondía a emisiones de estados, municipios y empresas paraestatales (Petróleos Mexicanos y Comisión Federal de Electricidad), 35% era de empresas privadas y 10% lo constituían emisiones de empresas financieras no bancarias. Estas cifras demuestran que el porcentaje mayoritario de las operaciones en bolsa de valores son emisiones públicas, siguiendo la dinámica de endeudamiento antes descrito.

GRÁFICA 5. ENDEUDAMIENTO TOTAL EN MÉXICO (PORCENTAJE DEL PIB)



Fuente: SHCP, Banxico e Ixe Grupo Financiero, Reporte mensual de deuda privada, varios números.

Si se obtiene la suma de la deuda privada de corto y largo plazos, la deuda privada externa, la deuda total del sector público (interna y externa) y la deuda de los hogares, la cifra alcanza 57.8% del PIB en el año 2011, cuando en 2006 era de 40 por ciento.

Aunque la cifra de endeudamiento con respecto al PIB aún no alcanza niveles similares a los observados en los países centrales, mantiene una tendencia a la alza y hace recordar que un monto considerable de la deuda pública es resultado de un rescate bancario cuya principal consecuencia es la conversión de deuda privada en pública.

## CONCLUSIONES

El proceso de financiarización modificó las estrategias de las empresas no financieras, lo que intensificó el desempleo y la caída de los salarios, de tal manera que esta esfera se posicionó como el principal centro de acumulación capitalista. La liberalización comercial y financiera permitió que numerosos flujos de capital especulativo se valorizaran en los mercados ante la dificultad de obtener rendimientos de corto plazo en la economía real, colapsando en la primera década de 2000 con el estallido de las burbujas crediticias y financieras.

Además de estancar la economía, la financiarización reproduce una alta concentración del ingreso a favor de las clases poseedoras de los dividendos del capital. Por esta razón, entender las principales transformaciones emprendidas en los circuitos financieros permite comprender parcialmente los sucesivos cambios en el actuar de las empresas y los objetivos que la reforma laboral, la cual flexibiliza y precariza el trabajo, pretende afianzar en beneficio del capital financiero.

En función de esta dinámica, la economía mexicana reproduce los efectos más perniciosos de la financiarización y se convierte en la que abastece de recursos a las economías centrales mediante bajos salarios, ahorros y sistemas de pensiones cuyos beneficios son trasladados a las casa matrices dado el control extranjero sobre los circuitos financieros. En este mismo sentido, la emisión de deuda pública ofrece mayores garantías al capital extranjero, además de financiar el déficit de los países centrales. No conforme, el sistema financiero se apodera de los frutos del trabajo de las familias, que ante la pérdida de su poder adquisitivo recurren cada vez al endeudamiento para satisfacer sus necesidades de consumo.

Por esa razón, cualquier reforma laboral sólo beneficia al capital financiero, no mejora sustancialmente los niveles de productividad, por el contrario, erosiona los derechos sociales de los trabajadores, que en el proceso de financiarización son los principales abastecedores de recursos al capital financiero transnacional.

#### BIBLIOGRAFÍA

- Antunes, Ricardo y Giovanni Alves [2004], “As mutações no mundo do trábalo na era da mundialização do capital”, *Educação e Sociedade*, vol. 25, núm. 87, maio/ago, Campinas Brasil, pp. 335-351. Disponible en <<http://www.cedes.unicamp.br>>.
- Brenner, Robert [2009], *La economía de la turbulencia global*, Madrid Akal, Cuestiones de antagonismo.
- Centro de Investigación para el Desarrollo [2011], *Hacerlo mejor. Índice de productividad en México*, México. Disponible en <[www.cidac.org](http://www.cidac.org)>.
- Chesnais, Françoise [2001], *La mundialización financiera. Génesis, costos y desafíos*, Argentina, Losada, pp. 19-43.

- De la Garza, Enrique [2006], *Reestructuración productiva, empresas y trabajadores en México*, México, Fondo de Cultura Económica y Universidad Autónoma Metropolitana Unidad Iztapalapa. Disponible en <<http://docencia.izt.uam.mx/egt/congresos/brasil.pdf>>.
- Harvey, David [2007], *El nuevo imperialismo*, Madrid, Akal, Cuestiones de antagonismo.
- Lapavitsas, Costas [2010], “El capitalismo financiarizado. Crisis y expropiación financiera”, en Costas Lapavitsas (coord.), *La crisis de la financiarización*, México, UNAM, IIEC, Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales. Disponible en <<http://www.obela.org/system/files/La%20Crisis%20de%20la%20financiarizaci%C3%B3n.pdf>>.
- Marichal, Carlos [2010], *Nueva historia de las grandes crisis financieras. Una perspectiva global, 1873-2008*, México, Debate.
- Sevares, Julio [2005], *El imperio de las finanzas. Sobre las economías, las empresas y los ciudadanos*, Buenos Aires, Norma.

## 12. FINANCIARIZACIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO EN MÉXICO: POLÍTICA ECONÓMICA DEL RENTISTA

*Antonio Mendoza\**

### INTRODUCCIÓN

Hay una estrecha relación entre el fortalecimiento del proceso de financiarización y la gestión de las diferentes monedas. Dicha relación aparece cuando en los espacios monetarios locales se abandona la demanda de moneda nacional en beneficio de alguna otra moneda o cualquier objeto especulativo. Se trata de una política económica a favor del rentista en la que la gestión del tipo de cambio se aleja de las necesidades de responder a un crecimiento endógeno [Girón, 2007].

Cuando la política económica del rentista predomina en la gestión de las monedas locales, se impone la nueva norma de las finanzas internacionales: remuneración elevada, in-

\* Profesor-investigador invitado por la Universidad Autónoma Metropolitana, Unidad Iztapalapa, en el Área de Economía Política del Departamento de Economía. Profesor titular, Facultad de Economía, UNAM.

flación escasa [Etxezarreta, 2000; Mateo, 2007; De Bruhoff, 2001]. Monedas estables y el combate de la inflación aparecen como ejes de la política monetaria de estos países en busca de la afluencia de capitales, los cuales persiguen un mayor premio. Además del comportamiento de la tasa de interés, los capitales se desplazan de un mercado a otro en busca de las primas de cambios de ganancias financieras y pretenden diversificar sus carteras para aprovechar permanentemente las oportunidades más rentables. De manera que tasas de interés y expectativas de rentabilidad en títulos denominados en distintas monedas modifican de forma sustancial su rentabilidad. El tipo de cambio está en función de las condiciones de confianza y rentabilidad de pago a dicho capital. Entonces,

las fluctuaciones en los tipos de cambio se convirtieron en un factor determinante fundamental de las variaciones experimentadas por los flujos de tesorería, las ventas, los beneficios y los activos de las empresas poseídos en diferentes países y cotizados en diversas monedas [Arrighi, 2007:168].

El ensayo tiene como propósito destacar que en México, los objetivos de la política monetaria se han reducido sistemáticamente hasta la prioridad en la estabilidad del poder adquisitivo del dinero, en un entorno monetario internacional bajo condiciones de libre movilidad de capitales, régimen de flotación cambiaria y desregulación de los mercados financieros. El consenso de la política monetaria en el marco de la macroeconomía ortodoxa es el logro de la estabilidad de los precios, a favor de la política económica del rentista.

Para sustentar lo anterior, la parte primera de este ejercicio está orientada a mostrar los distintos arreglos cambiarios con los cuales se ha experimentado en México, desde el tipo de cambio “fijo pero ajustable” que prevaleció en la época de los Acuerdos de Bretton Woods (ABW), hasta el actual ré-

gimen de libre flotación (considerado como una flotación administrada o sucia). En la parte dos, el análisis se sitúa en el estudio del tipo de cambio en el marco de la estabilidad monetaria y de precios, abordando los tres enfoques de política económica que se han ensayado en la búsqueda de la estabilidad macroeconómica. Destacamos que los efectos de la inflación, en la última estrategia, se asocian cada vez más al mercado de activos financieros y cada vez menos al de bienes y servicios.

La parte tres está dedicada al estudio del tipo de cambio como un mecanismo dinámico de ajuste de la competitividad externa de la producción local, identificándolo como un instrumento comercial y productivo; aquí se acentúa el papel de las devaluaciones en el contexto de un “tipo de cambio competitivo” y su lectura en un ambiente de desregulación financiera. En la parte cuatro se ofrece la exploración del tipo de cambio en un ambiente de libre movilidad de capitales y paridades flexibles, por medio del consenso macroeconómico, en torno a la estabilidad monetaria y de precios.

La intención es presentar regularidades empíricas del proceso de la política económica del rentista para mostrar elementos que permitan comprender la financiarización del tipo de cambio en México.

## REGÍMENES CAMBIARIOS EN MÉXICO

Tradicionalmente, el razonamiento a favor de uno u otro régimen cambiario solía hacerse en función de la exposición de la economía a perturbaciones sobre los términos de intercambio. Es conocida la propuesta que desde la perspectiva macroeconómica neoclásica ofreció M. Friedman (1953), la cual constituye la pieza básica en la defensa moderna de los tipos de cambios flexibles y en la revisión de los errores so-

bre los que se basó la defensa de los tipos de cambio fijos. Sostiene que el tipo de cambio flotante y la eliminación de las medidas de regulación del capital constituían un avance inexorable hacia un sistema monetario internacional más eficiente.<sup>1</sup> Sin embargo,

hacia mediados de los años ochenta, pese a que la mayoría de los países habían adoptado un sistema de tipo de cambio flexible que se había generado una explosiva expansión de los flujos de capital internacionales, las tasas volátiles de cambio no estaban convergiendo [Félix, 1998:169].

Entre la evidencia empírica, para el caso de México, se encuentra que la actual combinación entre la libertad en el flujo de capitales y la flexibilidad cambiaria no siempre ha estado presente a lo largo de su historia. Así, se puede observar que el arreglo cambiario fue flotante durante 1948-1949, en tanto que de 1957-1976 operó un régimen de tipos de cambio fijo y la convertibilidad del dólar en el marco del ABW. Bajo este patrón se asignó a la moneda estadounidense una relación fija de cambio entre la divisa y el oro consistente en 35 dólares la onza troy de oro (31.1 gramos). El resto de las monedas estableció una relación dada con el dólar, por ejemplo, el tipo de cambio del peso mexicano respec-

<sup>1</sup> Para Milton Friedman [1953], un orden monetario que combinara los tipos de cambio flotantes con una movilidad libre del capital ofrecería las siguientes ventajas sobre el régimen de Bretton Woods: a) las tasas flotantes absorberían los choques al aislar cada economía de los choques monetarios externos y darles mayor autonomía en sus disposiciones macroeconómicas; b) el precio internacional de la moneda y el nivel del precio se moverían inversamente, minimizando la volatilidad del cambio real y de las tasas de interés reales; c) el veloz ajuste de la tasa de cambio en el mercado impediría que se formaran demandas enormes de divisas; d) los flujos de capital a largo plazo lograrían la convergencia mundial de las tasas reales de interés, optimizando la asignación internacional de capital físico.

to al dólar estadounidense permaneció fijo en un nivel de 12.50 pesos por dólar durante el periodo 1956-1976.

El tipo de cambio fijo, durante los años sesenta, se acompañó de la estabilidad de precios y estos a su vez de una alta liquidez de los instrumentos de ahorro que permitió que el público prefiriera instrumentos de captación de recursos de renta fija sobre los de renta variable, lo que alentó la generación de altas tasas de crecimiento y convirtió los años sesenta en el decenio al que quizá debemos aspirar

en lo que concierne a desempeño macroeconómico y avance social. En esos años la economía creció 7.1% anualmente en promedio, la inflación fue muy baja, solo 2.8% en promedio anual y el empleo mantuvo un crecimiento importante [Cárdenas, 1996: 56-66].

A partir de la década de los setenta, cuando irrumpió la crisis del modelo de sustitución de importaciones, la política cambiaria del gobierno mexicano ha experimentado diversos cambios. Después del abandono de los Acuerdos de Bretton Woods se adoptó un régimen flotante, hasta la crisis de la deuda externa, para después practicar una gran variedad de estos arreglos. Se observa que la política cambiaria ha transitado durante los últimos 30 años por diferentes esquemas, que van del tipo de cambio fijo, el tipo de cambio flotante, régimen cambiario de deslizamiento controlado, tipo de cambio dual y deslizamiento controlado, tipo de cambio fijo con bandas de flotación y el tipo de cambio flexible. Con bandas cambiarias, el tipo de cambio se usó como ancla de la inflación (1988-1994) y tipo de cambio flexible combinado con una política monetaria restrictiva (1995-2008) para atraer flujos de capital del exterior.

A raíz de la crisis de 1994-1995, México se convirtió en el primer país de América Latina y la única economía emergen-

te en adoptar un régimen de flotación cambiaria,<sup>2</sup> que en su momento se consideró transitorio, el cual fue acompañado de la instrumentación de una política monetaria cuantitativa que otorga mayor flexibilidad a las tasas de interés. Se considera que antes de la crisis de diciembre de 1994 la política monetaria estaba subordinada al régimen de tipo de cambio como ancla nominal (tipo de cambio predeterminado), lo cual, entre otras cosas, había servido como guía para la formulación de las expectativas de los agentes económicos.

Después de la crisis financiera, se abandona el objetivo de agregados monetarios favoreciendo un objetivo de inflación explícito como parte estratégica de meta de inflación en la que la tasa de interés desempeña el papel regulador de los precios de las mercancías. Ello ha generado que se pegue el tipo de cambio, que, acompañado del aumento de la tasa de interés, implica la afluencia de capitales y produce que *de jure* se adopte un régimen cambiario de libre flotación, aunque *de facto* se continúa interviniendo en ese mercado, por lo que asemeja más un tipo de cambio fijo. A partir de lo anterior se sostiene que para México un régimen flexible aparece bajo su modalidad de administrado (flotación suicia), en la que las intervenciones mantienen el tipo de cambio nominal cuasi fijo y el real apreciado (sobreevaluado), en una situación de libre movilidad de capitales. En lo que sigue se analiza el estudio del tipo de cambio en el marco

<sup>2</sup> Que fue acompañado por los primeros productos derivados de monedas de países emergentes operados por el mercado Chicago Mercantile Exchange (CME). En el CME se empezaron a operar derivados del peso mexicano en abril de 1995, sólo cuatro meses después de la crisis de 1994, mientras el Mexder inició operaciones en diciembre de 1998 y desde entonces introdujo los contratos de futuros del tipo de cambio peso-dólar; ambos mercados se consideran una condición importante para la implementación exitosa del régimen cambiario de libre flotación. Antes este régimen estaba confinado a economías más desarrolladas y particularmente al G-3, que son economías con gran credibilidad en su política monetaria [Martínez, 2005:14-21].

de la estabilidad monetaria y de precios; se abordan los tres enfoques de política económica que se han ensayado en la búsqueda de la estabilidad macroeconómica.

#### EL TIPO DE CAMBIO EN EL MARCO DE LA ESTABILIDAD MONETARIA Y DE PRECIOS

Históricamente, la vigencia de un tipo de cambio fijo se ha asociado con periodos en los que los gobiernos emplearon un ancla nominal para controlar la inflación, por lo que se establece que los periodos de baja inflación han estado vinculados con el anclaje del tipo de cambio nominal, ejemplo de ello son la etapa del desarrollo estabilizador (1955-1971), cuando el tipo de cambio era fijo, y la etapa de los pactos económicos (1988-1994), cuando la depreciación fue pequeña, gradual y concertada [Mántey, 2005: 83]. Bajo la actual estrategia de estabilidad, por medio de un modelo de inflación objetivo descrito como regla de Taylor, vuelve a aparecer el tipo de cambio como ancla complementaria, pero esta vez bajo un régimen de tipo de cambio flexible.

En su búsqueda de la estabilidad macroeconómica (estabilidad monetaria y de precios), el gobierno mexicano ha ensayado tres enfoques de política económica desde la crisis de deuda externa de 1982, que pueden definirse como una trilogía de distintos modelos de metas de inflación probados en orden secuencial: 1) el monetarismo del Fondo Monetario Internacional (FMI) que postula que: a) la inflación está determinada por la tasa de crecimiento de la oferta monetaria, por lo que el banco central debe tener como meta una tasa de crecimiento constante de la cantidad de dinero o de la base monetaria, b) los instrumentos de la política son el déficit fiscal y el tipo de cambio; 2) la estrategia de ancla nominal del tipo de cambio fijo, en la cual la paridad cam-

biaria es el instrumento de la estabilidad interna; 3) la regla de Taylor, en la que la tasa de interés desempeña el papel de regulador de los precios de las mercancías [Perrotini, 2007a, 2007b y 2007c].

### *El monetarismo del Fondo Monetario Internacional*

El primer enfoque constituye el modelo monetario canónico del FMI, llamado Marco de Programación Monetaria Básica, el cual se aplica en el mundo no industrializado desde los años setenta [FMI, 1997]. Durante 1983-1987 la estrategia de estabilización de la macroeconomía mexicana se basó en esta ortodoxia utilizando dos instrumentos de estabilización macroeconómica, el déficit fiscal y el tipo de cambio, para alcanzar dos metas: la estabilidad de precios y el equilibrio de la balanza de pagos. El FMI [1997] postula que el tipo de cambio es más efectivo para obtener la meta de equilibrio de la balanza de pagos, mientras que el instrumento del déficit fiscal lo es para alcanzar la meta de inflación deseada. En suma, siguiendo al FMI, la combinación de la devaluación del tipo de cambio y el ajuste del desequilibrio fiscal permite alcanzar la estabilidad macroeconómica.

Como puede observarse, la ortodoxia del FMI no considera ningún papel activo de la tasa de interés como reguladora de los precios; el control de la inflación depende de la administración exógena de los agregados monetarios y del equilibrio de las finanzas públicas.

Sin embargo, “la ostensible contradicción entre los pronósticos y los resultados del modelo de meta de inflación del FMI obligó al gobierno a cambiar de estrategia antiinflacionaria” [Perrotini, 2007a]. Los resultados fueron contrarios a los pronosticados: la inflación aumentó de 59% en 1982 a 160% a fines de 1987 pese a las políticas de restricción monetaria y fiscal, el crecimiento económico fue 0.2% en promedio anual durante 1983-1988 y el tipo de cambio pasó de 57.2

a 2 281 pesos por dólar. En consecuencia, la extraordinaria volatilidad financiera fomentó una caída en la inversión fija total, pública y privada como porcentaje del PIB, lo que explica el estancamiento productivo del periodo [Perrotini, 2007a y 2007b]. Así, a partir de finales de 1987 se introdujo un nuevo modelo basado en el ancla nominal del tipo de cambio.

La nueva estrategia implementó un plan mixto y heterodoxo preservando el régimen de tipo de cambio fijo como ancla nominal en un ambiente de política fiscal restrictiva consistente con la disminución esperada de la tasa de inflación.

#### *La estrategia de ancla nominal de tipo de cambio fijo*

En el periodo de 1987-1994, la estrategia de estabilización de la macroeconomía mexicana se estableció en la política de tipo de cambio como ancla nominal. La principal medida adoptada con el fin de abatir la inflación en este periodo fueron los llamados “pactos”. Al comenzar 1988 se instrumentó el Pacto de Solidaridad Económica (PSE), firmado en diciembre del año anterior, cuando el país experimentaba los niveles de inflación más altos de su historia.

La estrategia pretendía estrechar los vínculos entre los precios internos y externos; decían que se lograría mediante una política económica de corte heterodoxo, con la que se trataba de convertir el tipo de cambio en ancla fundamental del proceso de estabilización, intentando romper la “inflación inercial” [Aspe, 1993].

Las medidas antiinflacionarias establecidas en las diferentes versiones de los “pactos” se convirtieron en la base de lo que sería un programa integral de política económica expresado en el Plan Nacional de Desarrollo, 1988-1994. En términos generales, los ejes centrales de esta estrategia fueron: a) disciplina en las finanzas públicas, b) desregulación económica y apertura comercial, c) retiro de subsidios y aceleramiento del proceso de privatización.

El control de los precios se logró, además se reconocía el manejo del tipo de cambio como elemento para impulsar la competitividad y la eficiencia de la economía [Ibarra, 2008]. Sin embargo, esta estrategia se basa en la premisa de que la ley del precio único establece un límite máximo a la inflación, lo que implica la apreciación del tipo de cambio real, en consecuencia, “el éxito intertemporal de esta estrategia supone que el Banco Central acumula y dispone de un monto de reservas internacionales suficientes para confrontar los ataques especulativos contra la moneda y así mantener constante la paridad cambiaria (o la banda o intervalo de flotación) seleccionada” [Perrotini, 2007a:10].

En resumen, se logró disminuir la inflación, pero generando una espiral endógena de desequilibrios macroeconómicos creciente que usualmente culmina en fragilidad financiera, crisis monetaria y de balanza de pagos, como aconteció en 1994. Por tal motivo, el gobierno mexicano abandonó tal estrategia en 1995 y a partir de 1996 introdujo una nueva estrategia de estabilidad de precios llamada regla de Taylor.

### *La regla de Taylor*

La idea es que cuanto más independientes son los bancos centrales, más creíble es su lucha contra la inflación y por tanto, pueden reducir la inflación con un costo social más bajo. Se trata de ofrecer mayor credibilidad y transparencia en la conducción de la política monetaria a fin de favorecer las expectativas de los agentes económicos del sector privado. La estrategia adoptada para ello, por cada vez más bancos centrales, es por medio de esquemas de objetivo de inflación (*inflation targeting*), descrita esta vez como regla de Taylor [León, 2007:32-33].

Las reglas de política monetaria requieren la presencia de un factor sistemático en el comportamiento del banco cen-

tral, de tal forma que sea posible formularse en términos de una ecuación o algoritmo. Ello implica identificar las formas de reacción de la política monetaria y reconoce el peso específico que el banco central asigna a sus diversos objetivos. Para esta propuesta la mejor manera de operar un modelo de objetivo de inflación es utilizando exclusivamente instrumentos monetarios internos. La especificación que utiliza la regla de Taylor consiste en considerar la tasa de interés nominal como una función de la inflación. La regla de Taylor consiste en seleccionar una meta de inflación y un instrumento para obtener ese objetivo, el cual es la tasa de interés. Durante 1996, el gobierno mexicano introdujo un nuevo marco de política monetaria en el que la meta de inflación depende de ajustes a la tasa de interés. La nueva política monetaria supone una función de reacción del banco central por la que la tasa de interés sube cuando la inflación aumenta y tiene como principal objetivo mantener una macroeconomía de inflación baja. Después de la crisis financiera de 1994-1995 se introdujeron dos premisas fundamentales para la operación de este modelo: la independencia institucional del Banco de México y un régimen de tipo de cambio flexible.

Mediante la primera premisa se exige contar con una institución del Estado comprometida con la estabilidad de precios. Legalmente, de acuerdo con el artículo 28 constitucional y el artículo 2° de la Ley del Banco de México, este no es responsable sobre los efectos de la política monetaria en la dinámica económica, tampoco es responsable ni tiene entre sus objetivos la generación de empleos. En la segunda premisa, Banxico no está obligado a sostener un tipo de cambio dado, las fluctuaciones en la demanda y oferta de dólares se absorben por medio de cambios en el precio de la moneda extranjera respecto a la moneda local. Sin embargo, en la práctica las autoridades monetarias intervienen en el mercado cambiario [León, 2007].

Después de garantizar estas condiciones *sine qua non* del enfoque de inflación objetivo, en enero de 1999 Banco de México, en su carácter de institución autónoma, anunció por vez primera una meta explícita de inflación de largo plazo en el sentido de alcanzar hacia finales del año 2003 una inflación similar a la de Estados Unidos y Canadá. Después, en 2001 establece la meta de inflación de 3% y en 2002 señala que esa meta se mantendrá en años subsecuentes. Además, insta un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual alrededor del objetivo de 3 por ciento.<sup>3</sup>

La política de estabilidad de precios basada en la regla monetaria de Taylor ha tenido éxito en lo concerniente a la disminución de la brecha de inflación, es decir, “la convergencia entre la inflación observada y la inflación objetivo, documenta el éxito de la política monetaria del Banco de México, la inflación disminuyó de 52% en 1995 a 4.05% en 2006” [Perrotini, 2007c: 76].

No obstante, si se observa la evolución del tipo de cambio real, acompañado del movimiento positivo de las reservas internacionales, la evidencia empírica para el caso de México no confirma las predicciones del nuevo modelo. Se considera que

la acelerada acumulación de reservas por parte del Banco de México es un indicador de la flotación “sucia” del peso y del fenómeno denominado “miedo a flotar” que, acompañado por una tendencia declinante del tipo de cambio real, muestra que “el éxito de la estabilidad de precios no se debe únicamente a las virtudes del nuevo paradigma y su modelo de inflación objetivo” [Perrotini, 2007a: 16-20 y 2007c: 77].

<sup>3</sup> Es decir, se adoptó explícitamente el modelo de la regla de Taylor como marco general de la política monetaria al declarar su meta de inflación de  $3 \pm 1\%$ ; sin embargo, como se señaló antes, desde hacía un lustro la economía mexicana ya venía operando con este esquema en lo esencial.

El éxito de la estabilidad monetaria se ha acompañado de las siguientes variables durante el periodo de 1995 a la actualidad: a) la tasa de inflación; b) la tasa de interés líder de la economía (Cetes a 28 días); c) el tipo de cambio nominal; d) las reservas internacionales; e) el déficit gubernamental como porcentaje del PIB; f) el manejo de la deuda pública; g) la evolución de la tasa riesgo-país [León, 2007: 56]. En este apartado es de nuestro interés destacar solo el punto c y en ciertas ocasiones su relación con los restantes.

A partir de este modelo, “la política antiinflacionaria del banco central ha variado, aunque más en la forma que en el fondo. El anclaje del tipo de cambio nominal es menos evidente pero se mantiene, y con él, los riesgos de una reversión violenta de capitales que conduciría a una nueva crisis cambiaria y financiera” [Mántey, 2005:85].

Desde el punto de vista empírico, en el caso de México (y del comportamiento de otras monedas como el euro o el yuan) la regla de Taylor parece requerir el concurso del rezago del tipo de cambio (apreciación) para conseguir el objetivo de estabilidad de precios; “en consecuencia el Banco de México utiliza el rezago del tipo de cambio real como ancla complementaria de la economía” [Perrotini, 2007c:79]. El Banco de México está empleando la apreciación del tipo de cambio para alcanzar su meta de inflación.

Desde que se adoptó la regla monetaria de Taylor como marco para alcanzar la meta de inflación, “el tipo de cambio real del peso mexicano con respecto al dólar norteamericano se ha venido rezagando. La evolución del tipo de cambio real muestra una tendencia declinante [...] esto significa que durante la vigencia de la regla de Taylor, en México el tipo de cambio del peso frente al dólar estadounidense se ha apreciado continuamente en términos reales” [Perrotini, 2007b: 14-15]. Tal situación es señalada como “una de las causas fundamentales de la crisis de 1994-1995” [Perrotini, 2007a: 23].

## La aplicación del régimen de metas de inflación en México,

donde la inflación tiene raíces estructurales vinculadas a la dependencia tecnológica del exterior y el tipo de cambio es el elemento más influyente en el comportamiento del nivel de precios, puede generar serios problemas en la conducción de la política monetaria [Mántey, 2007: 50].

Siguiendo la experiencia mostrada, la política monetaria basada en el anclaje de las expectativas de la inflación no es sostenible en estas economías debido a cuatro aspectos que se relacionan entre sí: a) la naturaleza estructural de la inflación que presenta [Perrotini, 2007a y 2007b; Mántey, 2007]; b) los problemas estructurales que determinan el desequilibrio en la balanza comercial [Villareal, 1974; Alatone, 1986]; c) el traspaso magnificado del tipo de cambio a los precios internos, dado el alto contenido de insumos importados de las exportaciones [Mántey, 2005; León, 2004]; d) el coeficiente de traspaso (*pass-through*) del tipo de cambio a la tasa de inflación [Ampudia, 2007].

En resumen, estas estrategias aparecen como inviables en el largo plazo, generando estancamiento económico con estabilidad monetaria, un estancamiento estabilizador [López, 2007]. Las consecuencias macroeconómicas de lo anterior son el descenso de la inversión productiva, el estancamiento y la incapacidad de la economía para generar empleos formales. De este modo, el desempeño general para el periodo 1994-2004 puede considerarse deficiente, con un crecimiento promedio de 2.6%, muy por debajo de anteriores tasas promedio históricas [Galindo y Ros, 2006: 84]. La estabilidad de precios ha implicado un costo real en términos de sacrificio permanente del producto y el empleo, lo que arroja un empeoramiento en el nivel de vida de la población. Esta evidencia permite inferir que los beneficios en términos de estabilidad monetaria y de precios emanados

de un régimen cambiario de libre flotación, acompañado de un modelo de inflación objetivo, deben explorarse en otro lado. La reducción de la inflación no se ha relacionado con un aumento del gasto público, ni con una drástica baja de la tasa de interés, ni tampoco con una mayor disponibilidad crediticia a favor de las empresas.

El papel activo del tipo de cambio en la nueva estrategia de México pone de manifiesto problemas estructurales: desde la década de los sesenta el crecimiento de la economía mexicana tendrá como condición necesaria un déficit comercial; el desequilibrio externo se presenta como una de las restricciones más severas a su crecimiento [Villareal, 1974]. Se destaca, entonces, que “una economía en crecimiento tiene una tendencia a producir un déficit crónico en la cuenta corriente de la balanza de pagos”.

Por ello, el déficit externo para el caso de México es estructural, se presenta en el contexto tanto de crecimiento económico como de bajo crecimiento. Detrás del actual déficit de comercio exterior están la apertura comercial, la baja productividad, las insuficiencias productivas, el bajo valor agregado nacional de la producción nacional y de las exportaciones manufactureras, así como el comportamiento de la demanda externa por nuestros productos, la alta elasticidad ingreso de nuestras importaciones, la baja elasticidad demanda por las exportaciones de los productores nacionales y la apreciación del tipo de cambio [Huerta, 2006: 80-81].

#### EL TIPO DE CAMBIO COMO UN MECANISMO DINÁMICO DE AJUSTE DE LA COMPETITIVIDAD EXTERNA DE LA PRODUCCIÓN LOCAL

Aquí la política cambiaria se evalúa como parte de una estrategia que buscaba fomentar la producción y generar empleo

mediante la utilización del tipo de cambio como instrumento de política industrial, monetaria, crediticia y fiscal, a la vez, el tipo de cambio se consideraba una variable determinante de los flujos comerciales de un país. Por lo que las políticas de tipo de cambio eran consideradas pieza fundamental en el trazo de un proyecto nacional de desarrollo y tenían un amplio reconocimiento, sus variaciones reflejaban un mínimo acuerdo institucional. El antecedente de esta práctica se encuentra en los ABW.

Debido a la modalidad del sistema monetario internacional construido en el ABW,<sup>4</sup> se buscaba que los países en desarrollo alinearan el tipo de cambio en función de los diferenciales de precios con los de su principal socio comercial y mejorar la posición competitiva de la producción nacional, vía precios relativos, se trataba de devaluaciones competitivas. El tipo de cambio aparecía como un precio clave en esos países, porque su nivel determina la redistribución de los beneficios entre los sectores económicos, favoreciendo a los exportadores industriales y agropecuarios y, en segundo lugar, garantiza el pago de la deuda.

Las sobrevaluaciones o subvaluaciones, al distorsionar los costos y precios de las mercancías, convierten el tipo de cambio en un instrumento para influir en el crecimiento económico, lo que se traduce en la búsqueda de un tipo de cambio competitivo (llamado también “tipo de cambio exportador”).

<sup>4</sup> “Durante el periodo del ABW, se reconocía generalmente que los principales objetivos de política económica eran básicamente mantener bajos niveles de desempleo, bajas tasas de inflación, niveles relativamente altos de crecimiento sostenido y un saldo externo (positivo o negativo) ‘satisfactorio’. Para ello se contaba con instrumentos de política monetaria y fiscal que, con algún margen de error, permitían acercarse a una combinación socialmente aceptable de los mismos” [Puyana, 2002: 205-206].

La recomendación de política económica tradicional era la devaluación de la moneda nacional en sintonía con el déficit de la balanza comercial;

en los países en desarrollo las políticas cambiarias enfrentan el problema del desequilibrio en la balanza de pagos, porque son un instrumento fundamental de la estrategia de desarrollo, tanto de crecimiento “hacia dentro” mediante la sustitución de importaciones o de crecimiento “hacia fuera” por medio de la promoción de las exportaciones [Villareal, 1974: 239].

[...] proceso de ajuste al desequilibrio externo se debe analizar no sólo en el contexto macroeconómico de corto plazo sino, también, en el propio contexto dinámico de una economía en crecimiento y en proceso de cambios estructurales [Villareal, 1974:245].

#### LA FUNCIÓN DE LA DEVALUACIÓN Y EL TIPO DE CAMBIO COMPETITIVO

Se entiende que la devaluación del tipo de cambio es una medida que, teóricamente, tiene por objeto elevar los precios relativos de los bienes comerciables respecto de los que no lo son. El supuesto implícito es que la elasticidad de la balanza de cuenta corriente hará que responda favorablemente a variaciones en el tipo de cambio. El objetivo fundamental de las devaluaciones era el ser un mecanismo para mejorar la competitividad local por medio de una ventaja de precios relativos, logrando un tipo de cambio competitivo que fomentara las exportaciones y desalentara las importaciones. El tipo de cambio, en este sentido, aparecía como un factor importante para la realización de las transacciones comerciales.

Se hablaba entonces de un “tipo de cambio competitivo”. Un aumento de él significaba una mejora de competitivi-

dad; los precios extranjeros expresados en moneda nacional aumentaban en relación con los precios de los bienes producidos en el interior del país y viceversa en una reducción. Un tipo de cambio competitivo permitiría abaratar nuestras exportaciones y encarecer las importaciones.

Por ello se sostenía que era posible lograr un incremento en los ingresos del exterior subvaluando el tipo de cambio real vía devaluación local con el objetivo de disminuir la fragilidad del equilibrio externo: abatir, o incluso revertir, el crónico déficit comercial. Así, el proceso de devaluación se consideraba correctivo en el corto plazo, al hacer competitivos los productos de exportación vía precios temporales.

En el caso de la economía mexicana se señala que no siempre la subvaluación ha garantizado buenos resultados económicos. Al igual que en América Latina, en México las devaluaciones del tipo de cambio han inducido fuertes procesos inflacionarios y caídas drásticas en el producto, lo cual garantiza temporalmente un alivio en la cuenta corriente, incrementándose el ingreso por exportaciones y reduciendo las importaciones en el corto plazo, bajo un esquema de una política fiscal y monetaria restrictiva.

Un ejemplo que se apunta como exitoso para la economía mexicana se encuentra en la devaluación de 1954,<sup>5</sup> considerada “muy exitosa, y de hecho sentó las bases para una nueva expansión que habría de durar tres años”. Se acompañó con medidas fiscales que eliminaran las expectativas inflacionarias y coadyuvaran a reducir la fuente de las presiones de los precios, al tiempo de mantener e incluso ampliar los estímulos a la inversión privada y a la misma producción. Además, la devaluación ocurrió antes de que se agotaran las reservas internacionales, lo que permitió a las autoridades planear mejor una serie de disposiciones adicionales que aseguraran

<sup>5</sup> La devaluación del tipo de cambio fue de 44.5%. El 17 de abril de 1954 el tipo de cambio pasó de 8.65 a 12.50 pesos por dólar.

el éxito de la medida en el mediano plazo. Por ejemplo, se calculó el crédito interno necesario y se promovió la entrada de divisas por la nueva paridad, se apoyó la adquisición de materias primas y bienes de capital, incluso con subsidios, para estimular la inversión y producción [Cárdenas, 1996].

Sin embargo, se encuentra que en las actuales circunstancias las devaluaciones durante la última década en México (1980-1990) han sido incapaces de corregir por sí solas el desequilibrio exterior: “las fuertes fluctuaciones del tipo de cambio real observadas en el periodo no han ejercido una influencia perceptible en la propensión a importar”, destacando que la elasticidad de los precios respecto al tipo de cambio depende de factores institucionales y otros tipos de acuerdos [Mántey, 2004]. Por lo que la corrección de precios relativos por sí sola no puede ser instrumento de ajuste para encarar el déficit de comercio exterior.

Conviene señalar que las posibles condiciones positivas que se generan a partir de una devaluación en el saldo comercial son determinadas en gran medida, durante este periodo y en general para una economía en desarrollo, por el movimiento de capitales.

Cuando el mercado internacional restringió el movimiento de capitales hacia los países en desarrollo, específicamente de América Latina, el peso estuvo subvaluado. Sin embargo, a partir de 1988, cuando se renegoció la deuda externa y después se abrió el mercado de capitales, la fuerte entrada de capitales sobrevaluó la moneda. El posible beneficio de los flujos comerciales quedó sujeto a condiciones exógenas.

En situaciones de escasez de créditos internacionales, generar un superávit de cuenta corriente tiene como fin disponer de las divisas necesarias para cubrir los compromisos de la deuda externa en un entorno de restricción de flujos externos. En términos de René Villareal [1974: 215-216], esto significa que el saldo positivo logrado en la cuenta comercial

es relativo en comparación con el alcanzado en la balanza de pagos, donde, por definición, con una devaluación es la cuenta de capital la que mejora. De esta manera, la devaluación causa un exceso de demanda de dinero y un exceso de oferta de bonos; la cuenta comercial se convierte en la principal fuente de divisas para responder a las obligaciones derivadas de la deuda externa del país.

Entonces, la recepción de flujos de capital internacional por parte de las economías en desarrollo está determinada por el movimiento cíclico de los países desarrollados, en particular de su ciclo industrial, donde contablemente, estos movimientos de entrada y salida de capital dejan al país receptor en la posición inicial, en el mejor de los casos, “pero con fuertes modificaciones negativas en diversos aspectos de su estructura económica”.

Por tanto, el comportamiento de los flujos de capital esta asociado a la dinámica del desempeño económico de los países desarrollados.

Así, las economías subdesarrolladas se convierten en receptoras de inversión cuando las economías desarrolladas enfrentan excedentes de capital, y en proveedor de esos flujos cuando las economías del primer mundo enfrentan escasez de capitales para financiar su crecimiento y alcanzar cierta rentabilidad.

Asimismo, el acceso de los países subdesarrollados a flujos de cartera en momentos de recesión en los países desarrollados sirve además para que los primeros mantengan su demanda de importaciones de los segundos, evitando de ese modo profundizar el proceso recesivo en las economías desarrolladas.

Adicionalmente, la exportación de capitales de los países desarrollados en contextos recesivos permite reducir en cierta medida la caída de la rentabilidad en sus mercados financieros que ocurriría en caso de mantenerse ahí esos

excedentes. Para los países en desarrollo, lo anterior significa adecuar la política económica interna a la volatilidad del flujo de capitales, “circunscribiendo al país a una funcionalidad fincada en la dependencia y en la subordinación” [Goicoechea, 2004:91].

#### DÉFICIT COMERCIAL, TIPO DE CAMBIO Y FINANCIAMIENTO ESTRUCTURAL

De manera esquemática, el crecimiento económico de un país enfrenta la restricción del equilibrio entre las capacidades exportadoras y los requerimientos de importación, llamada también restricción externa. Se ha señalado que la restricción externa aparece como un fenómeno intrínseco al patrón de crecimiento de los países de América Latina, para el caso de México, ha estado presente tanto en el modelo agrario-exportador vigente hasta la crisis de los años treinta del siglo pasado, como en el modelo de sustitución de importaciones que inicia durante los años cuarenta, y todo indica que también en el actual modelo de economía abierta liderado por las exportaciones de manufacturas<sup>6</sup> [Alatone, 1986; Palazuelos, 2001; Vidal, 2008; Villareal, 1974].

Los años de mayor prosperidad económica para México, en términos de crecimiento del ingreso nacional, se han acompañado de una profundización del déficit comercial, en el que hasta un repunte económico moderado produce un alto crecimiento de las importaciones. Se puede sostener que las causas de la brecha comercial se encuentran más en los desajustes estructurales que en la distorsión en precios y costos, como se apunta en la teoría económica convencional.

<sup>6</sup> La brecha comercial ha estado presente después de la devaluación de 1954; reapareció en 1956, para ya no desaparecer hasta 1983, y después de 1987 los tradicionales déficits reaparecieron.

Existen diferentes interpretaciones que consideran diversos criterios sobre el alcance y las características del déficit comercial. Desde la posición del FMI, un déficit en cuenta corriente no es un tema de preocupación relevante, ya que si la economía tiene forma de financiar sus importaciones a través de esos flujos, se supone que no hay un problema importante. La clave para la sostenibilidad de los déficit está en que exista la posibilidad de un financiamiento genuino por medio de la cuenta de servicios y de capital. Sin embargo, el déficit de la cuenta corriente no se puede financiar de manera indefinida. La llamada ley de Thirwall establece que existe correspondencia en el largo plazo, entre el crecimiento del producto y el equilibrio de la balanza de pagos. Su premisa plantea que se debe resolver la brecha externa, ya que representa uno de los principales obstáculos para financiar el crecimiento [Perrotini y López, 2006; Perrotini y Vázquez, 2005].

Además, para otros autores la relación entre los montos, la composición y la naturaleza del financiamiento y la dinámica de la brecha externa ha estado determinada por una forma de inserción a la economía mundial.

Un caso sería que después de la crisis de 1982, en el marco de los programas de estabilización y ajuste, se provocaron devaluaciones del tipo de cambio para permitir una reducción de importaciones y el incremento de exportaciones con el objetivo de generar un superávit de cuenta corriente que permitiera disponer de las divisas necesarias para cubrir los compromisos de la deuda externa en un entorno de carencia de flujos externos [Goicoechea, 2004: 85]. Otro caso señala la devaluación a finales de 1994, la cual, en conjunto con la contracción de la economía y el incremento de la tasa de interés, logró en 1995, el superávit de comercio exterior y el pago del servicio de la deuda externa [Huerta, 2006: 95].

En ese sentido, para A. Guillén [1998: 492] lo anterior ha mostrado la “incapacidad congénita del capitalismo mexi-

cano para generar mediante sus operaciones internacionales las corrientes de divisas que demanda su reproducción ampliada”.

#### EL TIPO DE CAMBIO EN EL ENTORNO DE LA LIBRE MOVILIDAD DE CAPITALES

A partir del segundo semestre de 1989 bajo la égida del FMI se abre la tercera tendencia observada para el comportamiento cambiario en México y se fortalece en 1994, cuando se consolida una etapa de la desregulación y liberalización del mercado financiero mexicano, que incluía una importante reforma del sistema financiero: liberalización de los prestamistas y prestatarios, abolición de la restricción al crédito y supresión de reservas obligatorias [Mántey, 2004].

Para el conjunto de países de América Latina, el año 1989 marcó el surgimiento de los mercados emergentes de capitales de la región, lo que significaba adaptar la economía, el mercado financiero y los intermediarios locales a las nuevas condiciones presentes en los mercados financieros internacionales [Correa, 2004]. Se trata de “obtener a la vez una política monetaria favorable a los intereses de los acreedores y una liberalización financiera” [Chesnais, 2001: 26].

En nuestro país se establece como única prioridad la estabilidad de los precios internos y como función central la constitución y el manejo de las reservas internacionales que requieran el logro de dicho objetivo, con lo que se garantizaría la liquidez demandada. El objetivo central del Banxico es contar con una institución del Estado comprometida con la estabilidad de precios [Ortiz, 2007b; Ampudia, 2007; León, 2007].

La acumulación de liquidez vía reservas internacionales tiene como fin respaldar el objetivo prioritario de la banca

central: la estabilidad del poder adquisitivo del dinero, lo que implica dos elementos estrechamente relacionados: el control y combate de la inflación, y la estabilidad del tipo de cambio [Etxezarreta, 2000; Ortiz, 2007; Ampudia, 2007; Perrotini, 2007a y 2007b; Guerrero y Urzúa, 2007].

Ambos mecanismos se utilizan para favorecer la política económica del rentista asistiendo tanto el mantenimiento de los capitales líquidos, como el de los activos financieros [Etxezarreta, 2000; Mateo, 2007]. El rentista procura que la moneda en que está denominado su activo no pierda valor como resultado de la inflación o de una depreciación.

En breve, una política económica del rentista exige que la política monetaria adquiera mayor libertad para su operación y se establece una nueva estrategia enfocada sobre la influencia de la misma tanto en el mercado de dinero como en el mercado cambiario. La política monetaria se ha orientado a la captación de recursos financieros, aumentando la oferta de divisas y restringiendo su demanda [Ampudia, 2003]. La idea es que Banxico proceda de tal modo que “el mercado de dinero siempre va a estar en equilibrio, en el sentido de que toda demanda de dinero del sector privado va a ser cubierta por el sistema bancario” [León, 2007:37]. Es por ello que el papel de la banca central sólo se concentra en el suministro de oferta monetaria en función de la demanda esperada, lo que implica su conducción por medio de dos instrumentos fundamentales dentro del mercado de dinero: el corto monetario (régimen de saldos acumulados; saldo objetivo corto, régimen de saldos diarios) y operaciones de mercado abierto.

El Banco de México interviene todos los días en el mercado de dinero mediante subastas, ofreciendo créditos, depósitos o a través de la compraventa de valores gubernamentales en directo o en reporto [Martínez *et al.*, 2001:5].

Cada día se estima la demanda de dinero y por medio de las subastas o de las operaciones de mercado abierto se busca satisfacer la igualdad de la oferta y demanda. Es decir, en su afán de asegurar que el sistema de pagos se equilibre cada día, el banco central provee automáticamente el efectivo que el público demanda. De ello se desprende que el comportamiento de la oferta y la demanda de divisas influye en el comportamiento del tipo de cambio.

## CONCLUSIÓN

Una política económica orientada por el rentista profundiza el carácter endógeno de la oferta de dinero en los espacios locales, de esta forma se sostiene que para México un régimen flexible aparece bajo su modalidad de administrado (flotación sucia), donde las intervenciones mantienen estable el tipo de cambio nominal (cuasi fijo) y apreciado (sobreevaluado) el real en una situación de libre movilidad de capitales.

La apreciación de la moneda es provocada por el ingreso de flujos de capital de cartera que entran al país en busca de rendimientos extraordinarios, ya que con un tipo de cambio apreciado los inversionistas foráneos, al repatriar eventualmente sus activos líquidos, no habrán sufrido erosión en términos de dólares. Por lo que una moneda apreciada representa un incentivo adicional para la inversión extranjera de cartera, incluida la inversión extranjera en acciones. La estabilidad relativa del tipo de cambio nominal se sostiene en la permanente apreciación de la tasa real.

En el presente, el papel del tipo de cambio está determinado por los intereses de los rentistas, que lo manipulan como un instrumento para satisfacer las exigencias y condiciones de confianza, estabilidad y rentabilidad de la esfera financiera, generando la financiarización de los tipos de cambio.

## BIBLIOGRAFÍA

- Alatone, Fierro Manuel [1986], “La balanza comercial mexicana: componentes y determinantes”, *Economía Teoría y Práctica*, núm. 9, invierno, UAM, México, pp. 213-246.
- Ampudia Márquez, Nora C. [2007], “Política monetaria, restricción crediticia y empleo”, en Guadalupe Mántey y Noemí Gery (coords.), *Políticas macroeconómicas para países en desarrollo*, México, FES-Acátlan, UNAM, Miguel Ángel Porrúa, pp. 99-138.
- \_\_\_\_\_ [2003] “Treinta años de política monetaria en México: 1970-2000”, en Etelberto Ortiz, *Hacia una política monetaria y financiera para el cambio estructural y el crecimiento*, México, UAM-X, Plaza y Valdés, pp. 119-162.
- Arrighi, Giovanni [2007], *Adam Smith en Pekín. Orígenes y fundamentos del siglo XXI*. España, Akal.
- Aspe A., Pedro [1993], *El camino mexicano de la transformación económica*, México, FCE.
- Cárdenas, Enrique [1996], *La política económica en México, 1960-1994*, México, El Colegio de México.
- Chesnais, François [2001], “Mundialización financiera y vulnerabilidad sistémica”, en *La mundialización financiera. Génesis, costos y desafíos*, Buenos Aires, Losada, pp. 279-324.
- Correa, Eugenia [2004], “Reforma financiera en México”, *Economía financiera contemporánea*, tomo I, México, UNAM, FCA, UAM-I, UAZ, Porrúa, Senado de la República, LIX Legislatura, pp. 141-180.
- De Bruhoff [2001], “La inestabilidad monetaria internacional”, en Chesnais, François *La mundialización financiera. Génesis, costos y desafíos*, Buenos Aires, Losada, pp. 45-72.
- Ettxezarreta, Miren [2000]. “La vulnerabilidad de los modelos económicos neoliberales”, en Diego Guerrero, *Macroeconomía y crisis mundial*, Madrid, Trotta, pp. 177-195.

- Félix, David [1998], “La globalización del capital financiero”, *Revista de la CEPAL*, número extraordinario, Santiago de Chile, pp. 139-154.
- FMI [1997], *Exchange Rate. Arrangement and Economic Performance in Developing Countries*, Washington, D. C., World Economic Outlook, capítulo IV, IMF.
- Friedman, M. [1953], “The case for flexible exchange rates”, en Milton Friedman, *Essays in Positive Economics*, Chicago, University of Chicago Press, pp. 157-2003.
- Galindo, L. M. y Jaime Ros [2006], “Banco de México: política monetaria de metas de inflación”, *economíaunam*, vol. 8, núm. 9, México, Facultad de Economía, UNAM, pp. 82-88.
- Girón, Alicia [2007], “Financiamiento del desarrollo. Endeudamiento externo y reformas financieras”, en Gregorio Vidal y Arturo Guillén (coords.), *Repensar la teoría del desarrollo en un contexto de globalización. Homenaje a Celso Furtado*, Buenos Aires, UAM-I, CLACSO, Red Eurolatinoamericana de Estudios sobre el Desarrollo Celso Furtado, pp. 1-125.
- Goicoechea F., Julio [2004], “Tipo de cambio real y comercio exterior en México”, en Arturo Guillén y Gregorio Vidal, *La economía mexicana bajo la crisis de Estados Unidos*, México, UAM-I, Miguel Ángel Porrúa, pp. 155-172.
- Guillén Romo, Arturo [1998]. “Política cambiaria y desarrollo”, *Comercio Exterior*, vol. 48, núm. 6, México, junio, pp. 487-494.
- Huerta, Arturo [2006] “La política de estabilidad nominal cambiaria”, en *Por qué no crece la economía mexicana y cómo puede crecer*, México, Diana, pp. 1-41.
- Ibarra, Puig [2008] “Política económica en la globalización. El manejo del tipo de cambio en México, 1976-2006”, *Análisis Económico*, núm. 54, vol. XXIII, tercer cuatrimestre, México, UAM-A, DCSH, pp. 103-129.
- León León, Josefina [2007], “La estabilidad macroeconómica en México y el papel del mecanismo de transmisión

- de la política monetaria”, *Revista Análisis Económico*, vol. XXI, núm. 51, México, UAM-A, DCSH, tercer cuatrimestre, pp. 29-58.
- López González, Teresa S. [2007], “El carácter inestable del crédito y la intervención del Banco Central en el enfoque de Ralph G. Hawtrey: lecciones de política monetaria para México”, en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (coords.), *Políticas macroeconómicas para países en desarrollo*, México FES-Acatlan, UNAM, Miguel Ángel Porrúa, pp. 339-376.
- Mántey de Anguiano, Guadalupe [2007], “Políticas de banca central para el crecimiento sostenido con estabilidad de precios”, en José Luis Calva (coord.), *Macroeconomía del crecimiento sostenido*, México, Miguel Ángel Porrúa, UNAM, pp. 49-59.
- \_\_\_\_\_ [2005], “Salarios dinero e inflación en economías periféricas: un marco teórico alternativo para la política monetaria”, en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (coords.), *Inflación, crédito y salario: nuevos enfoques de política monetaria para mercados imperfectos*, México, FES-Acatlan, UNAM, pp. 69-99.
- \_\_\_\_\_ [2004], “Inestabilidad financiera y regímenes cambiarios: alternativas para América Latina”, ponencia presentada en el IV Seminario de Economía Financiera, Cooperación, Instituciones y Asimetrías Financieras en América Latina, México, UNAM, IIEC, 8-10 de noviembre.
- Martínez, L.; O. Sánchez y A. Werner [2001], “Consideraciones sobre la conducción de la política monetaria y el mecanismo de transmisión en México”, *Banco de México, Serie de Documentos de Investigación*, núm. 2001-2. México, Dirección General de Investigación Económica, marzo.
- Martínez Trigueros, Lorenza [2005], “La política cambiaria y monetaria en México: lecciones de una década de flotación cambiaria”, *Información Comercial Española (ICE)*,

- Revista de Economía*, Madrid, Ministerio de Economía, núm. 821, marzo-abril, pp. 11-29.
- Mateo Tomé, J. P. [2007], “Crisis, política monetaria y tipos de interés: fuentes del neoliberalismo y la financiarización”, ponencia presentada en el Congreso Marx Internacional V, París (Sobornne) y Nanterre (Universite Paris-X), 3-6 de noviembre.
- Ortiz, Eteberto [2007], “Meta inflacionaria, política monetaria y la regla incoherente de ‘el Subastador Tiránico’”, en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (coords.), *Políticas macroeconómicas para países en desarrollo*, México, FES-Acatlán, UNAM, Miguel Ángel Porrúa, pp. 61-98.
- Palazuelos Manso, Enrique [2001], “Desequilibrio externo y crecimiento económico en México. Una perspectiva de largo plazo”, *Información Comercial Española (ICE)*, *Revista de Economía*, Madrid, Ministerio de Economía, núm. 795, noviembre-diciembre, pp. 9-36.
- Perrotini Hernández, Ignacio [2007a], Banca central, metas de inflación y tipos de cambio en México, documento interno mimeografiado, Posgrado de la Facultad de Economía, UNAM, México, pp. 1-27..
- \_\_\_\_\_ [2007b], Inflación, tipo de cambio y regla de Taylor en México 1983-2006, documento interno mimeografiado, Posgrado de la Facultad de Economía, UNAM, México, pp. 1-27.
- \_\_\_\_\_ [2007c], “El nuevo paradigma monetario”, *economía-unam*, vol. 14, núm. 11, México, Facultad de Economía, UNAM, pp. 64-81.
- \_\_\_\_\_ y Julio López [2006], “On floating exchange rates, currency depreciation and effective demand”, *Offprint of Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, vol. LIX, núm. 238, septiembre, Italia, Banca Nazionale del Lavoro, pp. 221-242.

- Perrotini Hernández, Ignacio y Juan Vázquez M. [2005], Política monetaria y actividad económica, documento interno mimeografiado, Posgrado de la Facultad de Economía, UNAM, México, pp. 1-31.
- Puyana Ferreira, Jaime [2002], “Inestabilidad financiera internacional, regímenes cambiarios, y controles de capital: Su impacto en la política económica”, *Anuario. Departamento de Economía, 2000-2001*, México, UAM-I, pp. 65-85.
- Urzúa Macías, Carlos Manuel y Carlos Guerrero de Lizardi [2007], *Macroeconomía del crecimiento sostenido: agenda para el desarrollo*, vol. 4. *Reflexiones sobre la política cambiaria en México*, México, UNAM-Miguel Ángel Porrúa, pp. 155-168.
- Vidal, Gregorio [2008], “Empresas transnacionales, inversión extranjera directa y financiamiento de la inversión en México”, en Antonina Ivanova y Arturo Guillén (coords.), *Globalización y regionalismo: economía y sustentabilidad*, México, UAM-I, UABS, Miguel Ángel Porrúa, pp. 89-121.
- Villareal, René [1974], “El desequilibrio externo en el crecimiento económico de México”, *El Trimestre Económico*, vol. XLI (4), núm. 164, octubre-diciembre, México, FCE, pp. 775-810.

## 13. ENDEUDAMIENTO DE LOS GOBIERNOS LOCALES

*Diana Vicher\**

### INTRODUCCIÓN

La liberalización financiera de México, verificada en la década de 1990, también creó un marco para favorecer cambios en los mecanismos de financiamiento mediante el endeudamiento de los gobiernos locales. Desde 1998 se pusieron en marcha importantes cambios que abrieron la posibilidad a los gobiernos locales de efectuar operaciones públicas y privadas de bursatilización, en particular desde el año 2000 con la eliminación del esquema de mandato, se otorgó mayor discrecionalidad a los gobiernos locales para contraer deuda. La idea inicial de los cambios suponía que la falta de recursos de los gobiernos locales se podría satisfacer al tener a disposición una mayor cantidad de recursos para promover el desarrollo, sin embargo, luego de poco más de 10 años, la deuda de los gobiernos locales se ha incrementado de forma notable sin que esto tenga reflejo alguno en su desarrollo.

\* Facultad de Ciencias Políticas y Sociales, Universidad Nacional Autónoma de México.

## LOS GOBIERNOS LOCALES RUMBO A LOS MERCADOS DE CAPITALES

Después de la crisis financiera y de deuda de 1982, y la crisis financiera de 1994-1995, el Fondo Monetario Internacional propuso nuevas fórmulas para obtener recursos si el gobierno deseaba incrementar el gasto, esto es, aumentar los impuestos para no afectar el monto del déficit; pero si el déficit se incrementaba, entonces la sugerencia era financiar con préstamos del sector privado o bien la creación de monedas y los préstamos del exterior. Asimismo, se habló de reestructurar la deuda pública del corto al largo plazo y, finalmente, de la venta de activos públicos [Ayala, 1996: 434].

El Banco Mundial [Junaid, 1999: 1] señaló tres razones por las que los gobiernos subnacionales deberían acudir a los mercados de capitales para acceder a financiamiento directo: a) financiar el gasto de capital, donde participen “equitativamente” futuras generaciones; b) igualar el gasto con los impuestos; c) promover la responsabilidad política, pues de tener actuaciones deficientes, los mercados incrementarían las tasas o les negarían el acceso al crédito.

En particular, la vinculación de los mercados financieros emergentes con las finanzas mundiales liberalizadas coadyuvó a la expansión de los mercados cambiarios y de obligaciones, este hecho inauguró el proceso de titularización de la deuda pública y la formación del mercado de obligaciones domésticas [López González, 2006:231].

Los gobiernos locales fueron observados como la base de expansión de los mercados financieros, al financiar estos de manera creciente sin déficit. En América Latina esta situación se reforzó con motivo de la declaración de autonomía de los bancos centrales, que también implicó la suspensión del “financiamiento del desarrollo como una estrategia para lograr el crecimiento” [Girón, 2007: 7]. Las dimensio-

nes de la participación del sector gubernamental en los mercados financieros pueden conocerse cuando se indaga acerca del grado en que se ha titulizado la deuda gubernamental ya sea en el nivel central o local [Correa, 2008: 34-39].

Resalta que en 1998 se pusieron en marcha importantes cambios que abrieron la posibilidad a los gobiernos locales para efectuar operaciones públicas y privadas de bursatilización y, en especial, que desde el año 2000, con la eliminación del esquema de mandato, se generaron cambios que otorgaron mayor discrecionalidad a los gobiernos locales para contraer deuda.

En el nivel de programas sectoriales de gobierno este hecho es patente en el Programa para un Nuevo Federalismo 1995-2000, que entre las líneas de acción para avanzar hacia un “federalismo hacendario” destacó que se buscaría promover “la bursatilización de las carteras crediticias de estados y municipios” [Decreto, 1997: 18]. De este modo, como parte de la reforma del Estado, el nuevo federalismo buscaría descentralizar los recursos fiscales (federalismo fiscal) y promover la participación de agentes privados y sociales.

Desde 1994 inicia una tendencia notable de deuda a la alza; específicamente entre 1994 y 2001 se registró que los estados y municipios, al no tener suficientes recursos para prestar servicios públicos, incrementaron la contratación de deuda en 18.3%, cifra que contrasta con sus ingresos tributarios, que sólo se incrementaron 3.6% [Astudillo, 2001: 84]. También destaca que desde 2002 las entidades más endeudadas eran Estado de México, Distrito Federal, Nuevo León, Jalisco y Sonora, cuyo monto en conjunto ascendía a 78.3% de la deuda total de los estados y municipios. No obstante, la deuda municipal representaba sólo 5.2% (a lo que se sumaba la deuda de organismos estatales y municipales de agua potable y recolección de basura, 16%). Al respecto cabe se-

ñalar que se encontró que 4.5% se utilizó para reestructuración de adeudos [Astudillo, 2001: 72].

#### DEL ESQUEMA DE MANDATO AL ESTABLECIMIENTO DEL FIDEICOMISO

El acceso de los gobiernos locales al crédito de la banca comercial se realizó bajo el esquema conocido como de “mandato”, lo que se traduce en que los créditos se respaldaban con aportaciones federales y en caso de incumplimiento el acreedor podía acudir a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) a fin de que esta procediera a la afectación de la aportación para cumplir con los pagos. Este esquema de “mandato” se caracterizó porque en la contratación de deuda de los gobiernos subnacionales mediaba la intervención de la SHCP, de modo que con su respaldo se garantizaba que el gobierno local pagaría los recursos contratados con los bancos comerciales.

En 1995, a partir de la reforma del artículo 9 de la Ley de Coordinación Fiscal, se estableció que las entidades y municipios

efectuarán los pagos de las obligaciones garantizadas con la afectación de sus participaciones, de acuerdo con los mecanismos y sistemas de registro establecidos en sus leyes estatales de deuda. En todo caso las Entidades Federativas deberán contar con un registro único de obligaciones y empréstitos, así como publicar en forma periódica su información con respecto a los registros de su deuda [Secretaría de Hacienda y Crédito Público, 1995].

Se ha resaltado que esta forma de operación no funcionó [Villa, 2010: 18]. Así que sería una nueva modificación veri-

ficada en diciembre de 2001 la que reglamentaría el artículo 9 de la Ley de Coordinación Fiscal y daría forma a la estructura actual de contratación de créditos de los gobiernos locales. Según esta reforma, “corresponde a las Entidades y Municipios efectuar los pagos de las obligaciones garantizadas con la afectación de sus participaciones, de acuerdo con los mecanismos y sistemas de registro establecidos en sus leyes estatales de deuda”, así como que la SHCP “ya no tiene a su cargo la ejecución de las participaciones afectadas” [Cámara de Diputados, 2001: 1]. Si bien se señala que el cambio del esquema de mandato se da a partir de marzo de 2000, no hay ninguna modificación en el DOF (*Diario Oficial de la Federación*), aunque, en sus considerandos, el reglamento del artículo 9 de la Ley de Coordinación Fiscal expedido en octubre de 2001 señala que “la Secretaría de Hacienda y Crédito Público ya no tiene a su cargo la ejecución de las participaciones afectadas” [Fitch, 2011: 12]. A partir de entonces la “autoridad federal se ha desligado del cumplimiento de las obligaciones de los gobiernos subnacionales y se ha pronunciado a favor de no rescatar a ninguna entidad que tenga problemas de sobreendeudamiento” [Fitch, 2011: 12].

El pago por vía de “fideicomiso maestro” se ideó entre autoridades financieras, la banca, las casas de bolsa y los servidores públicos de los gobiernos locales, con la participación de las agencias calificadoras. La parte central del fideicomiso maestro fue establecer un mecanismo de pago para la deuda pública de los estados y municipios que estuviera garantizado por el flujo de participaciones federales [López Camacho, 2003: 43 y 44].

Los objetivos del fideicomiso son tener el porcentaje acordado entre el gobierno estatal o municipal de las participaciones federales presentes y futuras (o de otros flujos de efectivo que garanticen el pago de la deuda), realizar el

pago de las deudas a los acreedores y llevar el registro de las mismas [López Camacho, 2003: 43, 44].

El fideicomiso está conformado por un fideicomitente, esto es, el gobierno del estado o el gobierno municipal; un fiduciario o una institución bancaria; y los fideicomisarios, que son en primer lugar los acreedores (bancos, inversionistas, etc.) y en segundo el gobierno del estado o el gobierno municipal [López Camacho, 2003: 43 y 44]. El patrimonio del fideicomiso se compone con las aportaciones iniciales, las afectaciones irrevocables de los derechos sobre las participaciones, las aportaciones adicionales y los intereses generados por la inversión de los recursos disponibles [López Camacho, 2003: 43 y 44].

#### ETAPAS DEL PROCESO DE FINANCIAMIENTO POR VÍA DEL FIDEICOMISO<sup>1</sup>

1. El gobierno del estado y los bancos acreedores establecen un fideicomiso de administración y fuente de pago adaptado a las particularidades jurídicas del estado en cuestión.
2. El gobierno del estado instruye de forma irrevocable a la SHCP para que canalice un porcentaje de sus participaciones federales al fideicomiso.
3. La SHCP entrega el porcentaje de las participaciones acordadas al fideicomiso y el resto al gobierno del estado.

<sup>1</sup> Esta forma de operar es resultado de un intento de copiar el modelo utilizado por Estados Unidos para la emisión de deuda. La empresa que ha alentado el mercado de bonos estatales y municipales en México es Evensen Dodge, una empresa de consultoría en finanzas e inversiones que desde 1922 ha trabajado para desarrollar el mercado de bonos estatales y municipales en Estados Unidos [López Camacho, 2003: 119].

4. El fiduciario paga a los bancos acreedores de acuerdo con programas establecidos y los recursos no empleados para saldar el servicio de la deuda son devueltos a la tesorería del estado.

Además se dispusieron requerimientos de capitalización bancaria en préstamos subnacionales, que estarían en función de calificaciones de riesgo crediticias. La Secretaría de Hacienda impuso a las entidades subnacionales como requisito para el otorgamiento de crédito de la banca múltiple y de desarrollo que mantuvieran dos calificaciones de riesgo crediticio.<sup>2</sup>

En este sentido Standard & Poor's México explicó que aprovechando la preparación para la implementación de las reglas de capitalización de Basilea (1988) y el esfuerzo de descentralización que se efectuaba desde la segunda mitad de la década de 1990, la SHCP vio la oportunidad de corregir la administración del riesgo de crédito a entidades subnacionales. Pues dado que en México los estados son “libres y soberanos” y los municipios “libres” según la Constitución, la SHCP no podía dictar reglas dirigidas de forma directa a los mismos, entonces trianguló la regulación mediante la emisión de reglas de capitalización para la banca, las cuales fueron publicadas en el *Diario Oficial* en diciembre de 1999, cuyo objetivo era ponderar gradualmente los riesgos de créditos subnacionales sin afectar la canalización del crédito a estados y municipios [Standard & Poor's México, 2009: 3, 4].

Es entonces que se establece la ponderación de los riesgos conforme al nivel de calificación obtenida por la entidad subnacional de al menos dos calificadoras de crédito. De este modo, hoy día se expresa que “En nuestro país la califi-

<sup>2</sup> Los municipios podrían presentar como aval al gobierno de su estado o del municipio, con sus respectivas calificaciones.

cación crediticia es una obligación legal para la contratación de deuda pública” [Núñez, 2010: 82].

Al reforzar las garantías de pago, estas reformas estimularon los mercados de capital como una nueva forma de financiamiento para los proyectos de infraestructura de los gobiernos estatales y municipales. Las operaciones de emisión de bonos iniciaron en 2001, pero hasta 2005 sólo algunos gobiernos estatales y municipios los utilizaron [Tamayo y Hernández Trillo, 2006].

Standard & Poor’s ha afirmado que el proyecto que el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) encabezó y en el que participaron Standard & Poor’s y el Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos (Banobras) en 2002, tuvo un impacto muy positivo en el desarrollo del mercado de financiamiento subnacional en México. Dicho proyecto consistió en la elaboración de “manuales de diagnóstico y buenas prácticas” para estados y municipios en México que el BID solicitó a Standard & Poor’s elaborar según su “experiencia” nacional e internacional. Las entidades que utilizaran los manuales tendrían acceso a recursos bajo el Programa de Fortalecimiento a Estados y Municipios (Fortem) [Standard & Poor’s México, 2009: 8].

En 2002 el BID otorgó financiamiento por 300 millones de dólares al gobierno mexicano para el Fortem con el fin de apoyar la descentralización y mejorar la capacidad de gestión financiera y administrativa de las entidades federativas y los municipios. Pero se ha señalado que la descentralización que el BID y el Banco Mundial (BM) promovieron bajo iniciativas de este tipo, con el título de federalismo, ha sido el cambio en las estructuras de financiamiento de las entidades e incluso que su objetivo es abrir mercados para el capital financiero [Soto y López, 2003: 28].<sup>3</sup>

<sup>3</sup> “La descentralización impulsada por los bancos internacionales, Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo, pretende cambiar

En 2003 se pone en marcha el Fortem II, con lo que Banobras se autodenomina pilar del federalismo, en esta fecha se ubica el inicio del proceso de reestructuración de los “mecanismos y opciones de atención financiera y asesorías técnicas en los municipios”. La tarea de Banobras se autodefine entonces como de “agente financiero directo” o garante que facilita el acceso a financiamientos privados a costos competitivos (asesor financiero o asistente técnico) [Discurso, 2008]. Este mismo año, la Agencia de Estados Unidos para el Desarrollo Internacional (USAID por sus siglas en inglés) y Banobras acordaron promover el mercado de bonos, y en junio de 2004 impulsaron el mercado de bonos municipales como fuente alternativa de recursos [*El siglo de Torreón*, 2004a]. No obstante, ya para agosto de ese mismo año se alertaba acerca de que la deuda bursátil se estaba disparando y se advertía sobre los vencimientos de 45% de la deuda entre 2007 y 2010, y de 53% en 2015 [*El siglo de Torreón*, 2004b].

Banobras inició operaciones en el mercado de productos financieros derivados desde finales de 2004, cuando fue autorizado por el Banco de México, pues se consideró que de ese modo podría lograr una estructura de captación más eficiente, así como tener capacidad para disminuir la volatilidad generada por el descalce entre los activos y los pasivos. En relación con los instrumentos financieros derivados, Banobras buscaría fortalecer su fondeo, lo que se traduciría en que “la estructura y periodo de revisión de la tasa que enfrenta el Banco empate, de mejor manera, con la estructura y periodo de revisión de tasa de su cartera crediticia” [Banobras, 2006: 34].

---

las estructuras de financiamiento de estados y municipios a favor de un esquema de mercado de capitales privados; se reformarían varios aspectos y condiciones del financiamiento actual llegando incluso a la privatización de la infraestructura municipal y estatal, aparentando que nada sustancial ha cambiado. Federalismo y descentralización sin embargo, no son iguales” [Terrazas, 2004].

Lo anterior da cuenta de que Banobras asume un papel de “apoyo” como negociador y garante parcial de la deuda, al tiempo que busca librar al gobierno federal del riesgo cambiario para que lo asuman las entidades federativas y los municipios mediante mecanismos de cobertura en el mercado de productos derivados (*swaps* de tipo de cambio).

En 2006 continuó en marcha el Programa Multifase de Inversiones y Fortalecimiento Institucional y Financiero para Estados y Municipios, con una nueva fase (Fortem III) que involucró un monto de 200 millones de dólares [Banobras, 2006: 34].

Aunque la deuda de estados y municipios había mostrado una tendencia a la alza, se mantuvo sin grandes cambios entre 1994, cuando sumaba 113 121.3 millones de pesos, y 2000, cuando se reportaba la cantidad de 116 111.9 millones de pesos, lo que sólo significó una variación de apenas 2.6%; mientras que bajo el nuevo esquema mostró una elevación que en 2006 llevó a registrar 160 093.5 millones de pesos, esto es, un aumento de 37.9% [Gómez, 2007].

#### EMISIÓN DE BONOS DE LOS GOBIERNOS LOCALES

La bursatilización (titulización) de ingresos públicos es un mecanismo de financiamiento empleado desde 2001 por diversas entidades federativas de México e incluso por varios municipios mediante la emisión de certificados bursátiles en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) que son respaldados y pagados, intereses incluidos, con los impuestos que la población paga.

En concreto, la bursatilización consiste en el proceso mediante el cual se transfiere, de manera total o parcial, un conjunto de activos financieros desde su poseedor original (cedente) a un vehículo de bursatilización (cesionario) tam-

bién conocido como vehículo de propósito especial (VEP). A su vez, el vehículo emite títulos representativos de derechos sobre los rendimientos que generen los activos financieros transferidos. La bursatilización permite transformar activos relativamente poco líquidos en instrumentos financieros negociables en los mercados de valores [Zebadúa, 2009: 6].<sup>4</sup>

Entre los activos bursatilizados se encuentran créditos otorgados por medio de tarjetas de créditos, créditos puente para constructores, créditos a empresas privadas y paraestatales, cuentas por cobrar, derechos sobre flujos futuros provenientes de peajes, hospitales, plantas de tratamiento de aguas residuales, escuelas, universidades, plantas de procesamiento de desperdicios, instalaciones deportivas e impuestos [Banco de México, 2008: 80].

#### EMISIONES BURSÁTILES

En junio de 2001, la entrada en vigor de la reforma a la Ley del Mercado de Valores (LMV) dio paso al certificado bursátil, un nuevo instrumento de deuda que posibilitaría el financiamiento bursátil a estados y municipios. La LMV estableció que entidades federativas y municipios, entre otros, en carácter de fiduciarias, pueden emitir certificados bursátiles [Zebadúa, 2009: 7].

Para diciembre de 2001<sup>5</sup> se registran las dos primeras emisiones bursátiles y se presenta la diversificación de activos

<sup>4</sup> “El Promotor –o dueño de un activo– vende el derecho a recibir los flujos que se espera genere dicho activo en el futuro a una entidad creada especialmente y que se conoce como Vehículo de Propósito Especial”. En <<http://www.indetec.gob.mx/Publicaciones/Productos/Trimestre95.pdf> marzo 2012>.

<sup>5</sup> El financiamiento bursátil a estados y municipios inició en 2001; el 11 de diciembre se efectuaron dos operaciones. El municipio de Aguascalientes colocó certificados bursátiles gubernamentales por 90 millones de

como fuente de pago (ISN, refrendo, ISTUV, ingresos de agua, peajes carreteros, etc.) [Bolsa Mexicana de Valores, 2001: 23, 26]. El municipio de Aguascalientes emitió en la BMV 90 millones de pesos en certificados bursátiles [López Camacho, 2003: 82, 83], mientras que el estado de Morelos colocó deuda en la BMV con la emisión de 216 millones de pesos en certificados de participación ordinarios (CPO). Bajo este esquema, en diciembre de 2002 el Estado de México emite CPO<sup>6</sup> por un monto de 2 000 millones de pesos, calificados por Fitch [López Camacho, 2003: 84]. Véanse cuadros 1 y 2.

#### CIFRAS DE LA DEUDA DEL GOBIERNO LOCAL

A diciembre de 2007 el saldo de deuda de las entidades federativas y municipios representaba ya 56.1% de los ingresos que recibieron por participaciones en los 12 meses anteriores. Aunque en 2009 bajó a 47.8%, el plazo promedio de la deuda se amplió de 18.7 meses a 19.4 años [Banco de México, 2009]. El incremento obedeció al aumento del endeudamiento y a la reducción de 2.9% real que tuvieron las participaciones en 2007. En ese año también se registró la ampliación del plazo promedio de la deuda de las entidades

---

pesos (9.8 millones de dólares). El gobierno del estado de Morelos emitió certificados de participación ordinarios por 216 millones de pesos (23.4 millones de dólares) para la reestructuración de sus pasivos, operación también respaldada con partidas presupuestales federales [Bolsa Mexicana de Valores, 2001: 12].

<sup>6</sup> Certificados de participación: contrato de fideicomiso en el que se depositan bienes, valores o derechos que permiten al fiduciario la emisión de los certificados mediante los que obtiene financiamiento por un periodo mínimo de tres años. Típicamente, este es un medio para bursatilizar cuentas por cobrar, activos y derechos de cobro, entre otros [Bolsa Mexicana de Valores, 2009].

CUADRO 1. EMISIONES BURSÁTILES DE DEUDA ESTATAL Y MUNICIPAL EN MERCADO DE VALORES (2001-2006)

<i>Año</i>	<i>Monto (millones de pesos)</i>
2001	96
2002	2 404.3
2003	5 508.1
2004	3 993.7
2005	2 006.2
2006	14 362.2
Total	28 370.5

Fuente: Elaboración propia con información de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Diagnóstico 2007.

CUADRO 2. EMISIONES BURSÁTILES DE OBLIGACIONES FINANCIERAS ESTATALES Y MUNICIPALES

<i>Año</i>	<i>Monto (millones de pesos)</i>	<i>Plazo (años)</i>
2007	16 750	12, 30, 20 y 10
2008	1 208	28
2009	6 500	5 y 12
2010	6 300	10 y 20
Total		30 758

Fuente: Elaboración propia con información de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Deuda Pública de Entidades Federativas y Municipios, 2010. Saldos vigentes a septiembre de 2010, totales por año.

federativas, que pasó de 11.4 años en 2006 a 16.7 años [Banco de México, 2007 y 2009]. Véase cuadro 3.

Cabe señalar que debido a que no toda la deuda se registraba, en 2005 se estipuló que debería estarlo en su totalidad, así que a partir de 2006 las cifras de deuda incluyen, o deben incluir, la deuda bancaria y bursátil no registrada y reportada a la SHCP desde las entidades federativas; del mismo

CUADRO 3. DEUDA DE LAS ENTIDADES FEDERATIVAS MÁS REPRESENTATIVAS (HISTÓRICO 2001-2010)

Estado	Periodo 2000-2010 (Millones de pesos)										
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 <sup>1</sup>
Coahuila	712.8	607.3	261.3	273	323.2	420	486.9	1831.9	1561.6	8267.1	36 675.8
Distrito Federal	32 788.5	38 242.9	41 634.0	42 310.0	43 527.4	44 085.9	44 079.5	45 579.6	47 529.5	52 578.5	52 391
Jalisco	5 004.8	5 864.2	5 672.3	6 231.9	8 160.9	8 830.8	8 480.4	12 309.9	20 163.4	22 122.9	24 098.7
México	26 960.9	31 200.4	31 147.2	29 988.4	31 790.4	31 975.7	32 316.3	32 838.6	33 017.5	38 249.7	38 207.9
Nuevo León	8 635.4	8 704.0	8 418.2	9 248.8	11 721.7	16 711.1	17 346.2	17 959.9	27 070.7	33 971.5	36 277.5
Sonora	5 133.6	5 030.4	5 460.2	5 419.9	5 744.7	6 248.8	6 922.5	11 390.7	11 258.2	17 287.4	13 809.4
Tlaxcala	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	180.0	180.0	210.0	0.0	0.0	0.0
Veracruz	1 053.1	2 754.6	1 882.9	3 528.7	3 464.2	5 514.3	7 074.4	9 169.7	9 331.2	21 499.9	22 594.7

<sup>1</sup> Información al 30 de septiembre de 2011.

Notas de la *sicr*: Información proporcionada por las entidades federativas a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público sobre la situación que guardan sus obligaciones financieras inscritas en el Registro de Obligaciones y Empréstitos de Entidades Federativas y Municipios.

Fuente: *sicr*, Unidad de Coordinación con Entidades Federativas, con información proporcionada por las entidades federativas, Comisión Nacional Bancaria y de Valores y estimaciones propias, <[http://www.hacienda.gob.mx/Estados/Deuda\\_Publica\\_EFM/2005/Paginas/3erTrimestre.aspx](http://www.hacienda.gob.mx/Estados/Deuda_Publica_EFM/2005/Paginas/3erTrimestre.aspx)>.

modo también tendría que reportarse la deuda municipal avalada y no avalada por los gobiernos estatales.

#### INCONVENIENTES DE LA DEUDA POR LA VÍA DE MERCADOS DE CAPITALES

En el ámbito subnacional, la emisión de deuda para obtener “ingresos extraordinarios” presenta facetas complejas. Hay fuertes argumentos acerca de los efectos nocivos del endeudamiento subnacional, por ejemplo, se ha observado que el endeudamiento externo por un gobierno subnacional puede arruinar la capacidad crediticia de uno nacional en los mercados internacionales si el mercado no puede distinguir entre los incumplimientos por parte del gobierno local y el desempeño del gobierno nacional. Un país que adoptó una solución terminante es Chile, que prohíbe el endeudamiento subnacional [Huertas y Darche, 1999: 7].

También pueden mencionarse los gastos o desembolsos que tienen que hacerse para pagar el servicio de las deudas y a ello se deben adicionar las sumas que se destinan para el pago a las calificadoras y las aseguradoras.

Los costos asociados a las emisiones son tan amplios y diversos que podría incluso decirse que alrededor de las emisiones se monta un negocio privado muy lucrativo en el que intervienen bancos comerciales, auditores, contadores, abogados, agentes financieros, asesores y administradores externos, entre otros, a fin de realizar estudios, solventar solicitudes y elaborar compromisos documentados. Y es el fiduciario el que deberá pagar los gastos de emisión correspondientes con anterioridad a cualquier otro pago.

Los trámites y gastos comprenden los siguientes renglones: inscripción en la Comisión Nacional Bancaria; inscripción en el Registro Nacional de Valores; inscripción de los

títulos en la Institución para el Depósito de Valores (Indeval, S. A. de C. V.); creación del fideicomiso maestro si se registran certificados bursátiles y del fideicomiso emisor en caso de que se elaboren certificados de participación ordinaria; calificación de la emisión; administración del fideicomiso; asesorías financiera (despacho de contadores) y legal (despacho de abogados); definición y contratación de la empresa intermediaria, de la colocadora (que pudiera ser la misma pero no necesariamente), del representante común, tanto del emisor, como de los tenedores del papel, etc.; elaboración de prospecto (documento con información para inversionistas); mercadeo de la emisión; cierre de la emisión, cruce en bolsa y liquidación, etc. [Indetec, 2003: 39, 40].

Para tener una idea más clara de los actores y pagos a realizar durante la vigencia de los plazos a los que se emiten los certificados traemos a colación algunos datos de un prospecto elaborado para Oaxaca en 2007 [HSBC, 2007: ii]:

Prospecto preliminar del Programa de Certificados Bursátiles Fiduciarios:

- ✓ Fiduciario emisor: HSBC México, S. A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero HSBC, en su carácter de fiduciario en el fideicomiso constituido en 2007.
- ✓ Fideicomitente del fideicomiso: el estado libre y soberano de Oaxaca.
- ✓ Fideicomisarios en primer lugar: los tenedores de los certificados bursátiles fiduciarios.
- ✓ Fideicomisarios en segundo lugar: En su caso, los garantes.
- ✓ Fideicomisario en último lugar: el estado libre y soberano de Oaxaca.
- ✓ Intermediario colocador: Casa de Bolsa Banorte, S. A. de C. V., Grupo Financiero Banorte.
- ✓ Agente estructurador: Estrategia Financiera Profesional, S. C.
- ✓ Depositario: S. D. Indeval Institución para el Depósito de Valores, S. A. de C. V.
- ✓ Representante común: Banco Invex, S. A., Institución de Banca Múltiple, Invex Grupo Financiero

A su vez, bajo este prospecto preliminar los principales pagos a realizar son los siguientes: pago de gastos de mantenimiento, pago de intereses, pago de principal, pago de cantidades remanentes y pagos a los garantes [HSBC, 2007: 167].

Aunque entre los años 2001 y 2006 se promovió con gran amplitud esta opción de financiamiento, incluso Standard & Poor's México ha reconocido que en el pasado hubo experiencias negativas en el manejo de deuda por parte de ciertos estados o provincias en América Latina que incluso han comprometido las finanzas públicas de sus países [Standard & Poor's México, 2009: 7].

#### RECRUDECIMIENTO DE LOS PROBLEMAS DE DEUDA SUBNACIONAL EN MÉXICO

Luego de 12 años de que se eliminó el esquema de mandato (2000) para que el respaldo al financiamiento ante los prestamistas se asumiera por fideicomisos de administración y fuente de pago, el resultado más palpable es un fuerte endeudamiento de las entidades federativas y los municipios. Estas problemáticas que se empezaron a manifestar desde 2008 sonaron con mayor fuerza en 2010 y para 2011 la información al respecto ascendió al rango de titulares debido a las complicaciones que la situación de deuda está presentando, que incluso el Banco de México ha visualizado como un peligro para la sostenibilidad fiscal en las entidades más endeudadas [Arteaga, 2011].

El informe que la SHCP envió al Senado en junio de 2011 sobre la deuda en las entidades federativas y municipios se tradujo en diferentes notas que resaltaron la información que refería, en muchos casos, el ocultamiento de las cifras reales de la deuda, indicando en particular que las cifras que los estados y municipios entregaron a la SHCP no correspon-

dían con las recibidas por parte de los bancos. Si bien se dice que no hay riesgo inminente de incumplimiento, los estados tienen ante sí una situación difícil [Gómez y Arteaga, 2011]. Aunque lo más sobresaliente es que calificadoras como Fitch Rating México afirman que es muy probable que las tasas de interés suban en el corto y mediano plazos, por lo que, tanto las entidades federativas como los municipios se verán en la necesidad de destinar más recursos al servicio de la deuda, pues aunque la mayoría de deudas se contrató a una tasa TIE (tasa de interés interbancaria de equilibrio) más un determinado diferencial y se tienen contratados *swaps* de tasa de interés, “si las tasas suben” se tendrá que pagar más “hasta un determinado nivel” [Mentado, 2011].

En su reporte sobre el sistema financiero elaborado al mes de septiembre de 2011, el Banco de México también señaló un sensible aumento de la deuda y aunque no lo considera como riesgo sistémico, sí apunta que debe ponerse atención al respecto pues segmentos de la deuda se han contratado a corto plazo y no todas las entidades cuentan con un sistema eficaz de revisión de la cuenta pública [Banco de México, 2011: 121].

El caso más sobresaliente es el de Coahuila, cuya deuda ascendía sólo a 500 millones de pesos en 2005 y en 2010 reportó 8 000 millones, aunque se estima que en total suma 32 000 millones de pesos [Gómez y Arteaga, 2011].

Aunado a estos hechos también las entidades federativas y municipios presentan problemáticas como las denunciadas en agosto de 2011 por el auditor superior de la Federación, quien señaló que las principales irregularidades y desvíos que la ASF ha detectado se relacionan con los fondos federales destinados a las entidades federativas y los municipios, situación respecto a la cual se han originado denuncias penales para la reintegración de esos recursos [Rodríguez, 2011].

## CONCLUSIONES

Dada la problemática económica y la lógica del sistema financiero internacional, los mercados de capitales que se desarrollan alrededor de los niveles subnacionales de gobierno continuarán su tendencia, pues son atractivos y seguros para el capital financiero. Hasta que el modelo económico no cambie, si los gobiernos locales se interesan por acudir al endeudamiento por esta vía lo más apropiado será que estén preparados y se aboquen a conocer ampliamente el funcionamiento de los mercados de capitales y los recursos que se ponen a disposición por esa vía, y no dejarse deslumbrar por ofertas que momentáneamente parecen buenas opciones pero a la larga resultan costosas.

Por el momento la tendencia de deuda que se presenta en los gobiernos mexicanos de nivel local parece tener más posibilidades de aumentar que lo contrario, así que terminar de golpe con el endeudamiento local no presenta posibilidades reales, de modo que la cuestión más urgente es disminuir esta problemática estableciendo medidas y controles a fin de que los gobiernos locales actúen de manera responsable para que se atenúen los efectos fiscales negativos de un mercado de capitales como el existente, con escasa regulación.

Así, aunque las entidades federativas y los municipios mexicanos tienen una gran necesidad de financiamiento, y la deuda pública se propone como medio alternativo para obtener recursos presupuestales y activar el desarrollo económico, se debe tener en cuenta que estos procesos también conllevan la bursatilización de la deuda y constituyen otra forma de acumulación del capital financiero y especulativo, razón por la cual debe utilizarse teniendo en cuenta los siguientes factores:

1. Muchas problemáticas de deuda que se desencadenaron en Estados Unidos a causa de los bonos municipales se debieron a la falta de entendimiento de las operaciones.
2. Si bien los volúmenes de emisión que se manejan en México son bajos, no hay que perder de vista las distorsiones que la estructura y organización del gobierno local puede causar.
3. Que el endeudamiento también implica la erogación de gastos por la emisión de calificaciones, contratos e intereses; además, debe cuidarse que las calificadoras no se conviertan en actores dentro del proceso político y administrativo.
4. Finalmente, el destino que se dará a los recursos obtenidos ha de normarse con mayor precisión pues también se han utilizado para refinanciar deuda ya existente sin contar con que se pospone la necesidad de tener otras fuentes de ingresos.

#### BIBLIOGRAFÍA

- Astudillo Moya, Marcela [2001], *La distribución de los impuestos entre la federación, estados y municipios en el siglo xx*, México, Miguel Ángel Porrúa.
- Arteaga, José, [2011], “Banxico alerta por endeudamiento en estados”, *El Universal*, 25 de octubre, <<http://www.eluniversal.com.mx/notas/803985.html>>.
- Ayala Espino, José [1996], *Mercado, elección pública e instituciones. Una revisión de las teorías modernas del Estado*, México, Miguel Ángel Porrúa.
- Banco de México [2007] Reporte sobre el sistema financiero 2006, México, Banxico.

- Banco de México [2008], Reporte sobre el sistema financiero 2007, México, Banxico.
- \_\_\_\_\_ [2009], Reporte sobre el sistema financiero, México, Banxico.
- \_\_\_\_\_ [2011], Reporte sobre el sistema financiero, México, Banxico.
- Banxico [2011], Reporte sobre el sistema financiero al mes de septiembre de 2011, octubre, p. 121.
- Banobras [2006], Informe anual 2006, México, SHCP.
- Bolsa Mexicana de Valores [2001], Informe anual, <[www.bmv.com.mx](http://www.bmv.com.mx)>.
- Cámara de Diputados del H. Congreso de la Unión [2001], “Reglamento del Artículo 9 de la Ley de Coordinación Fiscal en Materia de Registro de Obligaciones y Empréstitos de Entidades Federativas y Municipios”, *Diario Oficial de la Federación*, 15 de octubre.
- Centro de Estudios de las Finanzas Públicas [2009], “La deuda subnacional en México”, México, Cámara de Diputados, LXI Legislatura.
- Correa, Eugenia [2008], “Gasto y servicios públicos: efectos del ajuste presupuestal”, *Revista Ola Financiera*, núm. 1, septiembre-diciembre.
- Discurso de Agustín Carstens [2008], 75 Aniversario del Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, Banobras, <<http://www.banobras.gob.mx/SiteCollectionDocuments/DiscursoSecretarioSHCP.pdf>>.
- El Siglo de Torreón* [2004a], “Impulsan bonos municipales”, Finanzas, 30 de junio, <<http://www.elsiglodetorreon.com.mx/noticia/96474.html>>.
- \_\_\_\_\_ [2004b], “Se dispara deuda bursátil”, Finanzas, 30 de agosto, <<http://www.elsiglodetorreon.com.mx/noticia/106944.se-dispara-deuda-bursatil.html>>.
- Fitch, Marco institucional de los gobiernos subnacionales en México [2011], Reporte especial, Finanzas públicas México, septiembre.

- Girón, Alicia [2007], “Financiamiento del desarrollo. Endeudamiento externo y reformas financieras”, en Gregorio Vidal y Arturo Guillén (comps.), *Repensar la teoría del desarrollo en un contexto de globalización. Homenaje a Celso Furtado*, Buenos Aires, UAM-I, CLACSO, Red Eurolatinoamericana de Estudios sobre el Desarrollo Celso Furtado.
- Gómez Garza, Alfredo y Humberto Panti Garza [2007], “Calificaciones crediticias de gobiernos subnacionales en México”, FitchRatings.
- Gómez, Ricardo y Manuel Arteaga [2011], “Ocultan estos montos de deuda”, *El universal*, Nación, 25 de agosto, <[www.eluniversa.com.mx/notas/785533.html](http://www.eluniversa.com.mx/notas/785533.html)>.
- Huertas, Marcela; María E. Freire, y Benjamin Darche [1999], “Acceso subnacional a los mercados de capitales: la experiencia latinoamericana”, IESA.
- HSBC, S. A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero HSBC, División Fiduciaria [2007], Prospecto preliminar de Programa de Certificados Bursátiles Fiduciarios (para Oaxaca).
- Indetec [2003], Trabajo preparatorio Núm. 4, Diagnóstico general de los temas de la Convención “Deuda Pública”, Primera Convención Nacional Hacendaria, México, Indetec.
- Junaid, Ahmad [1999], “Descentralización de la potestad para obtener crédito”, *Sector público*, núm. 15, Banco Mundial, p. 1, <<http://www1.worldbank.org/prem/premnotes/es/notes15es.pdf>>.
- López Camacho, Víctor Adán [2003], *Deuda pública de estados y municipios: una alternativa para financiar proyectos de infraestructura*, México, Indetec.
- López González, Teresa [2006], “Deuda pública interna en México: el alto costo de los flujos de capital externo”, en Eugenia Correa y Alicia Girón, *Reforma financiera en América Latina*, Buenos Aires, CLACSO.
- Mendoza, José Enrique [2007], Deuda pública interna, desregulación financiera y costos de la regulación monetaria

- (2001-2005), tesis de maestría presentada a réplica en octubre de 2007, Posgrado de Economía-UNAM.
- Mentado Contreras, Pedro [2011], “Alerta, alerta: estados endeudados”, Investigaciones, Sinembargo.mx, <<http://www.sinembargo.mx/15-08-2011/24611>>.
- Núñez Barba, Enrique [2010], “Por qué es importante la calificación crediticia estatal”, *Federalismo Hacendario*, núm. 166, noviembre-diciembre, Indetec, Sistema Nacional de Coordinación Fiscal.
- Rodríguez, Yasmín [2011], “Estados, los que más fondos desvían”, *El Universal*, Estados, agosto, <<http://www.eluniversal.com.mx/estados/81577.html>>.
- Secretaría de Gobernación [1997], “Decreto por el que se aprueba el Programa para un Nuevo Federalismo 1995-2000”, *Diario Oficial de la Federación*, 6 de agosto.
- Secretaría de Hacienda y Crédito Público [1995], “Decreto por el que se expiden nuevas leyes fiscales y se modifican otras”, *Diario Oficial de la Federación*, 15 de diciembre.
- \_\_\_\_ [2007], “Financiamiento para Entidades Federativas y Municipios”, Diagnóstico, México, SHCP.
- \_\_\_\_ [2010], “Deuda pública de entidades federativas y municipios, emisiones bursátiles de obligaciones financieras estatales y municipales 2010”, México, SHCP <<http://www.hacienda.gob.mx/Estados/Paginas/Deuda.aspx>>.
- \_\_\_\_, Unidad de Coordinación con Entidades Federativas [2007], “Diagnóstico integral de la situación actual de las haciendas públicas estatales y municipales”, mayo, México, SHCP.
- Soto Reyes Garmendia, Ernesto y Heriberto López Ortiz [2003], “México: federalismo contra descentralización”, *Política y Cultura*, México, Universidad Autónoma Metropolitana, Xochimilco.
- Standard & Poor’s México [2009], Las calificaciones de riesgo crediticio de las entidades subnacionales en América Latina, México, Standard & Poor’s.

- Tamayo-Flores, Rafael y Fausto Hernández-Trillo [2006], *Financiamiento de la infraestructura local en México: temas actuales y perspectivas*, septiembre, s/f, s/e.
- Terrazas Solís, Amabilia [2004], *Consideraciones en torno a la Convención Nacional Hacendaria*, México, Instituto de Estudios de la Revolución Democrática, febrero, <<http://ierd.prd.org.mx/CII5/ats1a.htm>>.
- Villa Zárate, Javier [2010], *El rol del mercado de capitales y las fuentes de financiamiento de infraestructura en México*, México, BID/PIAPPEM, Tercer Encuentro Técnico sobre la Estructuración de Proyectos de Asociación Público-Privadas.
- Zebadúa Soto, Anjanette [2009], *Bursatilización de la deuda subnacional*, México, Centro de Estudios de las Finanzas Públicas, H. Cámara de Diputados LXI Legislatura, <<http://www.indetec.gob.mx/Publicaciones/Productos/Trimestre95.pdf>>, consultado en marzo de 2012.

## 14. MICRO, PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS Y ACCESO AL CRÉDITO

Mirosalba Lara\*

### INTRODUCCIÓN

Las empresas en México tienen un papel económico muy importante en términos de número de establecimientos, su contribución en la ocupación, la producción bruta y las remuneraciones que generan. En 2008 concentraron 50% del empleo total en el país y, de acuerdo con datos del Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI), del total de empresas registradas<sup>1</sup> 95% eran micronegocios, dedicados en su mayoría a las actividades de comercio y servicios.

De ahí la importancia de revisar algunas de sus características, así como los elementos que pueden incidir en su desempeño. Entre estos y según varios autores, “el acceso al financiamiento” se ha considerado un factor determinante tanto para la creación de nuevas empresas como para el

\* Licenciada en Economía por la UNAM. Actualmente cursa la maestría en Economía (UNAM).

<sup>1</sup> Incluye los establecimientos del sector privado y paraestatal, clasificados dentro de los sectores de actividad de manufactura, comercio y servicios, INEGI [2011], *Micro, pequeña, mediana y gran empresa. Estratificación de los establecimientos*, Censos Económicos 2009, México, INEGI.

éxito de un negocio en relación con su permanencia, crecimiento y desempeño.

Contradictoriamente, un poco menos de la tercera parte (28%) de las empresas en el país tiene acceso a algún tipo de financiamiento, si se analizan las fuentes del mismo, puede observarse que más de la mitad (55%) fue otorgado por los mismos propietarios o socios, 9% por familiares, sólo 15% por los bancos y el resto por otras fuentes. Por último, cerca de la mitad del total de empresas que no obtuvieron financiamiento no lo solicitó a causa de los altos intereses o porque no creyeron cumplir con los requisitos.

Los efectos de la reciente crisis económica (2008) incluyen la precarización del empleo, el cierre de empresas y el encarecimiento del crédito. Por lo tanto, el objetivo de esta ponencia es analizar algunas de las principales características de las empresas micro, pequeñas y medianas en México, y sus condiciones de acceso al financiamiento antes y durante la crisis actual. Las fuentes de información utilizadas para elaborar este documento son principalmente los censos económicos (1999, 2004 y 2009), la Encuesta Nacional de Micronegocios (Enamin, 2003 y 2008) y las encuestas de empleo en México (Encuesta Nacional de Empleo [ENE] y Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo [ENOE]), hechos por el INEGI. Es importante aclarar, sin embargo, que como no existe una definición única para las empresas de acuerdo con su tamaño, en ocasiones los datos no son estrictamente comparables,<sup>2</sup> pero sí pueden dar una idea acerca de las características y condiciones de acceso al financiamiento de las mismas. En general, hay tres elementos que suelen considerarse tanto en México como en el ámbito internacional al momento de definir o clasificar las empresas en función de

<sup>2</sup> Tanto por las definiciones usadas para la estratificación de las empresas como por las características mismas de las fuentes (censos o encuestas).

su tamaño: el número de empleados, el sector de actividad y el nivel de ventas anuales (en términos monetarios).<sup>3</sup>

La principal fuente de información utilizada en este documento son los censos económicos, cuya estratificación de las empresas se basa en la establecida en el *Diario Oficial de la Federación* [INEGI, 2011], en la cual se clasifica las empresas con base en un rango de personal ocupado y un nivel anual de ventas en función del sector de actividad.<sup>4</sup> La diferencia con las definiciones empleadas en otras fuentes de información radica principalmente en que en ellas no se emplea el criterio del nivel de ventas, se consideran los negocios que no cuentan con local y presentan algunas divergencias en cuanto a los rangos de personal ocupado.<sup>5</sup>

<sup>3</sup> El criterio utilizado con mayor frecuencia es el del número de trabajadores empleados por la unidad económica, sin embargo, recientemente la tendencia ha sido usar una combinación que considera los tres.

<sup>4</sup> Según el *Diario Oficial de la Federación* (DOF) [INEGI, 2011]: las microempresas son aquellas que cuentan con un rango de trabajadores de cero a 10 y un nivel de ventas anuales de hasta cuatro millones, en cualquiera de los sectores (industria comercio o servicios); las pequeñas empresas tienen de 11 a 50 trabajadores en industria y servicios o de 11 a 30 en comercio y un nivel anual de ventas de 4.01 a 100 millones de pesos; y las medianas tienen de 51 a 250 trabajadores en industria, de 31 a 100 en comercio y de 51 a 100 en servicios, con ventas anuales por 100.1 y hasta 250 millones. Además, para los censos económicos sólo se consideran las empresas del sector privado y paraestatal, con unidades económicas pertenecientes a los sectores: manufacturero, de comercio y servicios, que efectúan sus actividades en establecimientos fijos o semifijos. Se excluyen las unidades económicas que realizan actividades de manera ambulante, con fines de autoconsumo o que ofrecen servicios que se efectúan en otro sitio.

<sup>5</sup> Según la ENE, se considera micronegocios las empresas que tienen de uno a 15 trabajadores en la manufactura y hasta cinco en comercio y servicios; como empresas pequeñas a las que reúnen de 16 a 50 ocupados en la industria de la transformación, de 6 a 15 en comercio y de 6 a 50 en servicios; y como medianas a las que cuentan con 51 a 100 en manufactura, 16 a 100 en comercio y 51 a 100 en servicios. También cabe mencionar que en las encuestas de empleo sí se toman en cuenta las empresas “con y sin local”, así como las que realizan sus actividades de manera ambulante y los totales sí consideran el sector agropecuario y el gobierno.

## MICRO, PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS EN MÉXICO

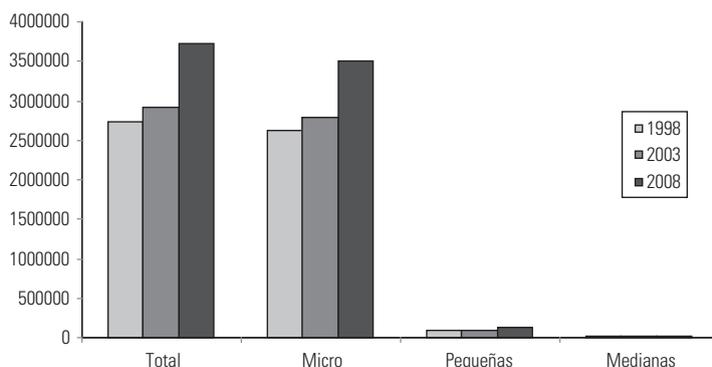
De acuerdo con la información proporcionada por los censos económicos, en México la mayor proporción de empresas de 1998 a 2008 la constituían micronegocios (entre 94 y 96%), los cuales reunían a un poco más de 40% de los trabajadores ocupados<sup>6</sup> (gráficas 1 y 2); además de los datos anteriores habría que considerar una proporción importante de microempresas que se ubican dentro del sector informal [Pavón, 2010: 12]. Por otro lado, a pesar de su importancia económica por el número de establecimientos y su participación en la generación de empleo, los micronegocios enfrentan dos problemas graves que en la mayoría de los casos están muy relacionados: su corta permanencia (o alta mortalidad, como la denomina Pavón [2010]) y la dificultad de acceso al financiamiento.

En lo referente al sector de actividad económica, entre 1998 y 2008 cerca de 50% de las empresas en México se dedicaba al comercio, entre 34 y 37% a los servicios y el resto a la manufactura. Los micronegocios, según el sector de actividad, tuvieron una distribución muy similar a la del total de empresas en el país. Por su parte, las pequeñas empresas se concentraron más en los servicios, que se incrementaron casi 10% en 10 años (de 42% en 1998 a 51% en 2008), seguidas por el comercio (que concentraba más de 30%) y la manufactura, la cual aumentó 10% en ese mismo periodo (entre 17 y 27%). Finalmente, las medianas empresas se agruparon en la manufactura (43%) hacia 1998 y para 2003 y 2008, en el comercio.

En relación con el empleo según el tamaño de la empresa, se puede observar que antes del estallido de la actual crisis (de 1998 a 2003) hubo un ligero descenso en la proporción

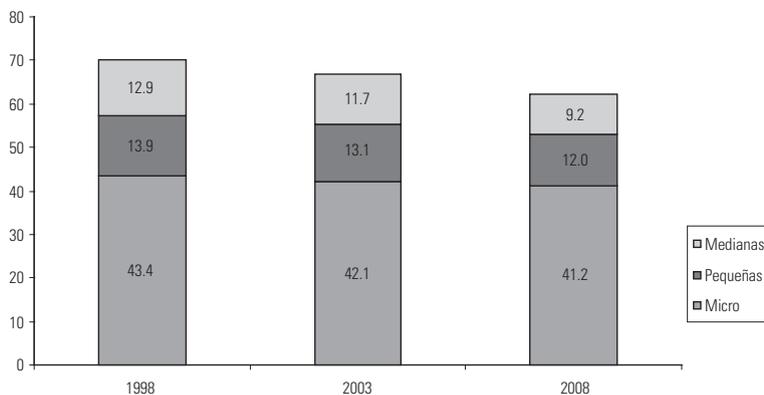
<sup>6</sup> Excluyendo el sector agropecuario y el gobierno.

GRÁFICA 1. UNIDADES ECONÓMICAS SEGÚN TAMAÑO DE LA EMPRESA



\* Excluyen: sector agropecuario, gobierno, asociaciones religiosas y organizaciones extraterritoriales.  
Fuente: INEGI [2006 y 2011]. Micro, pequeña, mediana y gran empresa. Estratificación de los establecimientos. Censos Económicos 2004 y 2009, México.

GRÁFICA 2. PERSONAL OCUPADO SEGÚN TAMAÑO DE LA EMPRESA (PORCENTAJE)



\* Excluyen: sector agropecuario, gobierno, asociaciones religiosas y organizaciones extraterritoriales.  
Fuente: INEGI [2006 y 2011]. Micro, pequeña, mediana y gran empresa. Estratificación de los establecimientos. Censos Económicos 2004 y 2009, México.

relativa de trabajadores ocupados en las micro, pequeñas y medianas empresas, y, en consecuencia, un aumento de 2.3% en el empleo en las grandes. En contraste, para 2008 ocurrió un aumento de 3.6% en la proporción de trabaja-

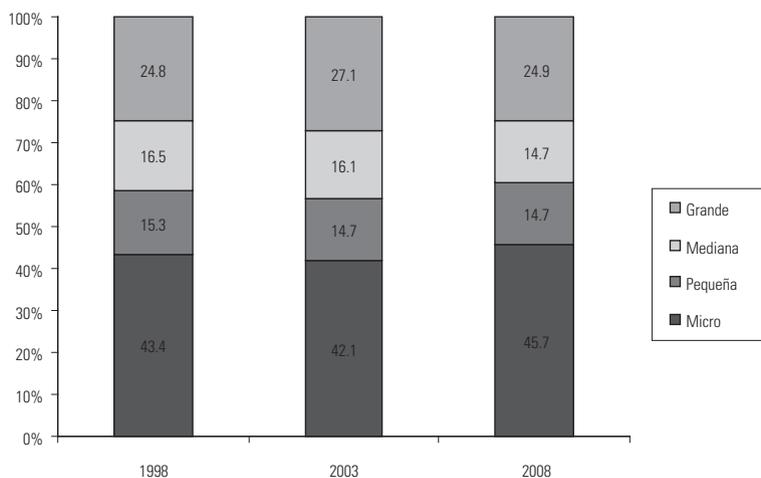
dores en micronegocios, junto con una disminución de los ocupados en las medianas y grandes empresas (gráfica 3).

Otra característica importante de las empresas es la referente a su nivel de producción y las remuneraciones pagadas a sus trabajadores. En este sentido, se puede observar que entre más pequeño es el establecimiento, tanto su nivel de producción como el de remuneraciones se vuelven también menores. En particular, los micronegocios, que concentraron cerca de 95% de los establecimientos y más de 40% del empleo en las empresas, fueron también los que registraron los menores niveles de producción y remuneraciones (gráfica 4).

#### ACCESO AL FINANCIAMIENTO

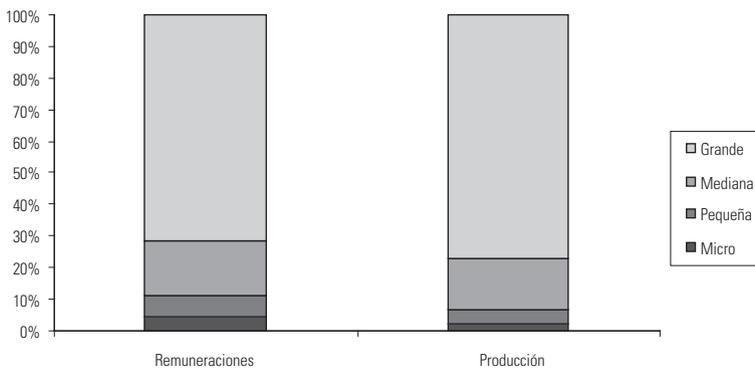
El acceso al financiamiento por parte de las empresas (tanto en su etapa inicial como a lo largo de su desarrollo y creci-

GRÁFICA 3. PERSONAL OCUPADO EN LAS EMPRESAS EN MÉXICO



Fuente: INEGI [2011]. Micro, pequeña, mediana y gran empresa. Estratificación de los establecimientos. Censos Económicos 2004 y 2009, México.

GRÁFICA 4. PRODUCCIÓN Y REMUNERACIONES (2008)



Fuente: INEGI [2011]. Micro, pequeña, mediana y gran empresa. Estratificación de los establecimientos. Censos Económicos 2004 y 2009, México.

miento) ya ha sido estudiado por diversos académicos desde la perspectiva de la oferta y la demanda de estos recursos en todo el mundo. Sin embargo, parece que hacen falta propuestas concretas que respondan a las necesidades y características específicas de cada tipo de empresa. De acuerdo con Pavón [2010], “el acceso limitado a fuentes institucionales de financiamiento es uno de los principales obstáculos para el crecimiento de las pymes mexicanas y tiene su origen tanto del lado de la oferta (instituciones financieras) como de la demanda (empresas) de fondos prestables”. Además, según esta autora, en lo que va del milenio la fuente de financiamiento más utilizada por las empresas mexicanas ha sido el crédito de los proveedores (con un porcentaje de participación aproximado de 56.7%).

A partir de 2008, cuando comenzaron las primeras manifestaciones de la crisis, se pudo observar un aumento de la cantidad de empresas que necesitaban financiamiento tanto para arrancar el negocio como una vez iniciado este. De manera paralela se registró un incremento en la proporción

de empresas que no obtuvieron el crédito solicitado después de iniciadas sus actividades en la mayoría de los sectores de actividad económica. En palabras de Pavón [2010], “en 2008 la evolución del financiamiento a las empresas se deterioró por las condiciones prevalecientes en los mercados financieros internacionales y sus efectos sobre los mercados locales de deuda y crédito bancario”. Según la autora, al deterioro de las condiciones de acceso al financiamiento a raíz de la crisis hay que agregar la creciente renuencia de los propios empresarios para solicitar algún tipo de crédito ante la incertidumbre del desempeño de la economía mexicana y de sus propias empresas.

A continuación se revisarán brevemente algunas características del acceso al financiamiento según el tamaño de la empresa, poniendo especial énfasis en los micronegocios debido a su importancia en función del número de establecimientos.

### *Características del acceso al financiamiento de las empresas micro, pequeñas y medianas en México*

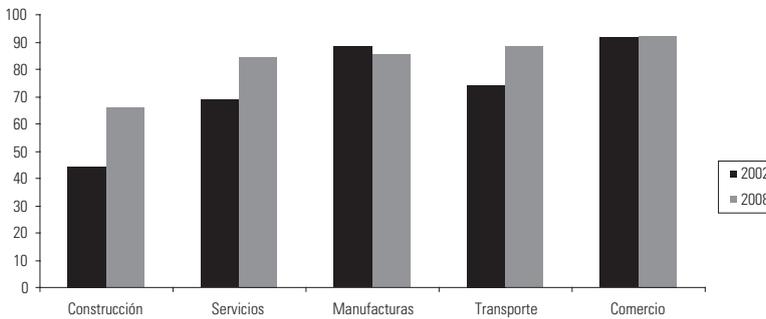
#### Micro y pequeñas empresas

De 2002 a 2008 se dio un crecimiento general en la cantidad de micronegocios que requirieron financiamiento inicial, de los cuales la mayor parte se dedicaba al comercio. Además, los sectores de construcción, servicios y transporte tuvieron un importante incremento en la cantidad de empresas que demandaron dichos recursos. No obstante, a pesar de esa creciente necesidad de capital se pudo observar que las principales fuentes de financiamiento usadas por los empresarios fueron los ahorros personales y, en menor proporción, los préstamos de amigos o parientes. El resto de formas de obtención de recursos resultó todavía menos significativo y

las instituciones bancarias, aunque registraron una importante tasa de crecimiento de 2002 a 2008, ni siquiera figuraron dentro de las cinco principales (gráficas 5, 6 y 7).

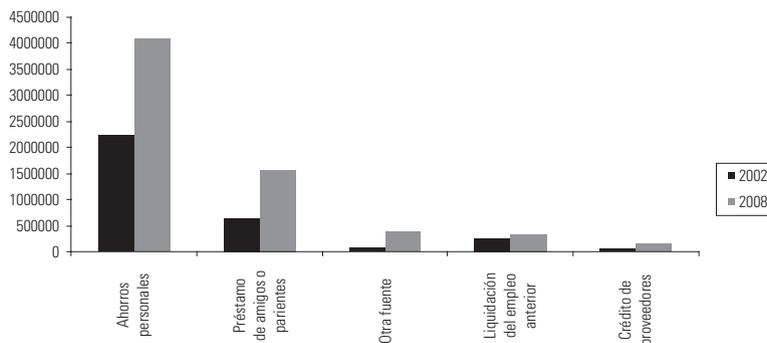
Durante ese mismo periodo también aumentó de manera aún más notable la cantidad de empresas que requirieron financiamiento “una vez iniciado el negocio”. Los sectores

GRÁFICA 5. MICRONEGOCIOS QUE REQUIERIERON FINANCIAMIENTO INICIAL SEGÚN SECTOR DE ACTIVIDAD (PORCENTAJE)



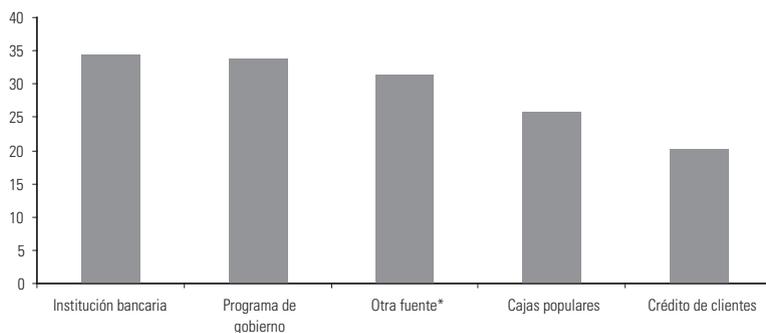
Fuente: INEGI [2002, 2008]. Encuesta Nacional de Micronegocios (ENAMIN), México.

GRÁFICA 6. PRINCIPALES FUENTES DE FINANCIAMIENTO INICIAL DE LOS MICRONEGOCIOS



Fuente: INEGI [2002, 2008]. Encuesta Nacional de Micronegocios (ENAMIN), México.

GRÁFICA 7. FUENTES DE FINANCIAMIENTO INICIAL. TMCA 2002-2008



\* Incluye: Uniones de crédito, sociedades financieras, venta, hipoteca, empeño de sus bienes, etc.  
Fuente: INEGI [2002, 2008]. Encuesta Nacional de Micronegocios (ENAMIN), México.

de comercio y servicios reunieron el mayor número de estas y los que crecieron más de 2002 a 2008 fueron construcción y comercio, que registraron tasas medias de crecimiento mayores a la del total nacional (38 y 28%, respectivamente).

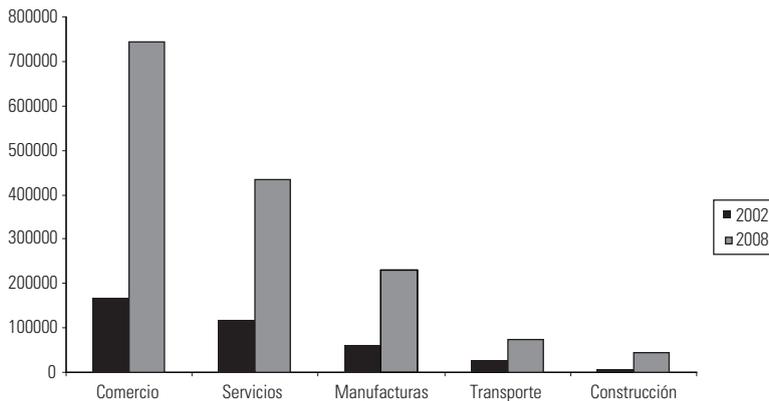
La cantidad de microempresas que solicitaron crédito una vez iniciada su operación creció de modo muy importante, en algunos casos hasta cerca de cuatro veces en relación con el nivel de 2002. La mayor proporción se concentró en comercio, servicios y manufacturas. Junto a esta evidente necesidad de financiamiento se encontró que una parte importante de las empresas que solicitaron algún crédito una vez iniciado el negocio no lo obtuvo. A excepción de las manufacturas, en el resto de los sectores aumentó el número de empresas que no obtuvo el financiamiento solicitado de 2002 a 2008 (gráficas 8 y 9).

Adicionalmente, si se analizan los datos de los negocios que no solicitaron crédito en 2008, se puede ver que la no solicitud no siempre se debió a que no tuvieran la necesidad de financiamiento. Así, del total de negocios que no pidieron crédito, 57% no lo necesitaba, pero 37% no lo solicitó

por los altos intereses, porque se requerían demasiados trámites, por el monto y los plazos de los créditos o por considerar que no se los otorgarían (gráfica 10).

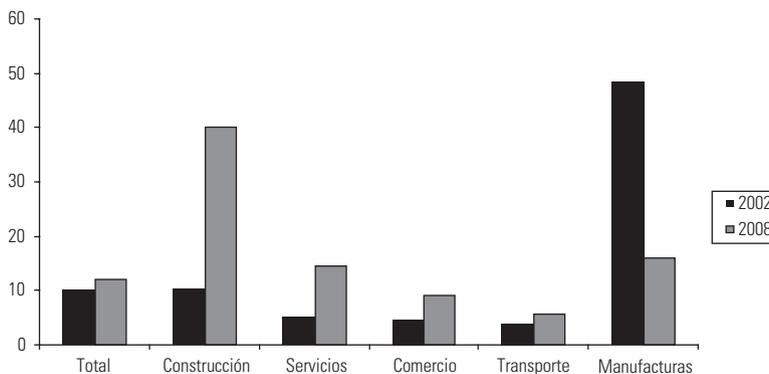
Un elemento más para evaluar las características del acceso al financiamiento y del desempeño de las empresas

GRÁFICA 8. MICRONEGOCIOS QUE SOLICITARON CRÉDITO DESPUÉS DEL INICIO DE LA OPERACIÓN



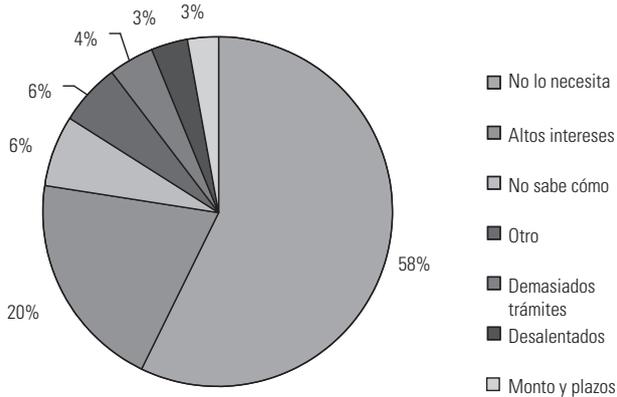
Fuente: INEGI [2002, 2008]. Encuesta Nacional de Micronegocios (ENAMIN), México.

GRÁFICA 9. PORCENTAJE DE EMPRESAS QUE NO OBTUVO EL CRÉDITO SOLICITADO DESPUÉS DE INICIAR EL NEGOCIO



Fuente: INEGI [2002, 2008]. Encuesta Nacional de Micronegocios (ENAMIN), México.

GRÁFICA 10. MICRONEGOCIOS QUE NO SOLICITARON CRÉDITO (2008)



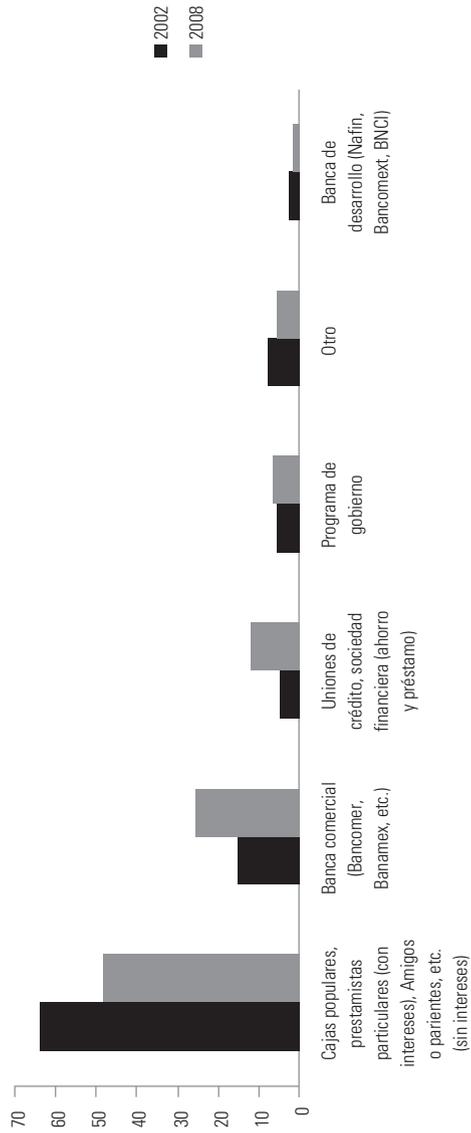
Fuente: INEGI [2008]. Encuesta Nacional de Micronegocios (ENAMIN) 2009, México.

en México es el relacionado con el uso que estas dan a los recursos obtenidos. De acuerdo con Pavón [2010], para el caso de las empresas micro y pequeñas, cerca de 60% del crédito se utiliza como capital de trabajo, por una parte, por la situación difícil que enfrentan y por otra, porque, según varios autores, no ven en el “financiamiento” una posible fuente de desarrollo y crecimiento, sino una opción para salir de las dificultades. En consecuencia, el porcentaje de estos recursos destinado a la inversión ha variado desde 5% hasta un máximo de 22% entre 2000 y 2009, con un promedio de 12.5 por ciento.

### Medianas empresas

Las condiciones y características de acceso al financiamiento para las medianas empresas suelen ser muy parecidas a las de las empresas micro y pequeñas, con algunos matices. Las principales fuentes de financiamiento siguen siendo los “proveedores”, que se sitúan como los más importantes, con un poco más de 50% en promedio. Sin embargo, la segunda

**GRÁFICA 11. MICRONEGOCIOS QUE OBTUVIERON FINANCIAMIENTO DESPUÉS DE INICIAR EL NEGOCIO, SEGÚN FUENTE DEL ÚLTIMO CRÉDITO, PORCENTAJE**



Fuente: INEGI [2008]. Encuesta Nacional de Micronegocios (ENAMIN) 2009, México.

fuerza en importancia para estas empresas la constituye la banca comercial, probablemente porque al tratarse de negocios de mayor tamaño cuentan con más elementos que les proporcionan mejores condiciones de acceso al financiamiento (mayores niveles de ventas, producción y activos que pueden usarse como garantía). Entre 2000 y 2009 la banca comercial representó entre 17 y 25% de las fuentes de financiamiento de las empresas medianas.

### CONCLUSIONES

Las empresas juegan un papel muy importante para la economía nacional debido a su contribución a la producción de los bienes y servicios necesarios, y como fuentes generadoras de empleo. Las microempresas ocupan un lugar preponderante en términos de número de establecimientos (más de 90%), generación de empleo (cerca de 40%) y, según algunos autores, por su “flexibilidad productiva, adaptación a cambios del mercado y capacidad de reconversión de estrategias y estructura empresarial” [Beck *et al.*, 2003]. De ahí la importancia de revisar algunas de sus características y los elementos que pueden incidir en su desempeño, como “el acceso al financiamiento” como elemento clave en su formación, permanencia y desempeño.

Según se pudo ver a lo largo de este documento, junto con la creciente necesidad de financiamiento por parte de las empresas micro, pequeñas y medianas, se ha presentado una cada vez mayor dificultad para acceder a los recursos y mayor resistencia por parte de los empresarios para solicitarlos (por las expectativas en relación con el futuro de la economía nacional y mundial; por los elevados costos del financiamiento, los excesivos trámites y requisitos; las expectativas en relación con el funcionamiento de la propia

empresa o simplemente por considerar que no reunirán los requisitos para que les sea otorgado). Así, a pesar de que el acceso al financiamiento puede ser un factor importante para el surgimiento, permanencia y desempeño de las empresas, sigue siendo de difícil acceso para la mayor parte de los negocios y esto se ha acentuado con la reciente crisis.

En términos generales, la principal fuente de financiamiento de micro, pequeñas y medianas empresas han sido los proveedores, los ahorros propios, las aportaciones de socios y, en un siguiente plano, el sistema bancario. Además, para los negocios micro y pequeños, la baja participación del sistema bancario comercial es aún más evidente (tal vez porque estas empresas suelen contar con menores garantías para que los préstamos les sean otorgados). El financiamiento por parte de estas instituciones ha aumentado, pero aún es insuficiente en comparación con los requerimientos. Las opciones actuales se caracterizan por los altos costos, los recursos insuficientes y los excesivos trámites y requisitos. Lo anterior hace evidente que es necesario generar opciones y fuentes de financiamiento que se ajusten a las necesidades y características de cada tipo de empresa en lugar de que sean estas las que tengan que adecuarse a las opciones existentes.

Paradójicamente y a pesar de la creciente aversión por parte de los empresarios para solicitar financiamiento, desde el inicio de las manifestaciones de la crisis (2008) se ha incrementado el requerimiento de financiamiento por parte de las empresas; la proporción de negocios que ha solicitado financiamiento y no lo ha obtenido también ha aumentado a partir de la crisis.

Aunado a esto, se ha mencionado que cerca de 40% de las empresas que no solicitan financiamiento no lo hace por el costo y las dificultades que esto implica y no necesariamente porque no lo necesite.

Además de las conclusiones anteriores, hay otros datos que resulta interesante destacar: en términos de remuneraciones, producción y valor agregado, se encontró que la participación de las empresas micro, pequeñas y medianas es poco significativa en comparación con las grandes, por lo que se tienen “muchos establecimientos que generan poco valor agregado”. Esto refleja la necesidad de implementar medidas y generar inversión para mejorar el desempeño de estas empresas (para lo cual se requiere también de financiamiento).

Finalmente, y como una de las consecuencias de la crisis actual sobre el mercado laboral, se registró una caída del empleo y un incremento del número de micronegocios. Esto constituye una razón más para generar las condiciones necesarias para que este tipo de empresas cuente con los recursos precisos para desarrollarse y continuar con su papel como fuentes generadoras de empleo.

#### BIBLIOGRAFÍA

- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, y R. Levine [2003], “Law, endowments, and finance”, *Journal of Financial Economics*, Elsevier, 70(2): 137-181, noviembre.
- INEGI [2012], Encuesta Nacional de Empleo (ENE), 1991-2004. Serie homologada con criterios de la ENOE, 1995-2010, México, INEGI, <www.inegi.org.mx>.
- \_\_\_\_\_ [2011], Micro, pequeña, mediana y gran empresa. Estratificación de los establecimientos. Censos Económicos 2009, México, INEGI.
- Pavón, Lilianne [2010], *Financiamiento a las microempresas y las pymes en México (2000-2009)*, Serie Financiamiento del desarrollo, núm. 226, Chile, CEPAL.

*Crédito y moneda. Transiciones en el siglo XXI* es una obra del Instituto de Investigaciones Económicas de la Universidad Nacional Autónoma de México. Se terminó de imprimir el 24 de julio de 2015. El tiraje fue de 500 ejemplares en impresión digital en Grupo Edición, S. A. de C. V., Xochicalco, número 619, colonia Vértiz-Narvarte, delegación Benito Juárez, México, Distrito Federal, 03600. La formación tipográfica estuvo a cargo de Irma Martínez Hidalgo, se utilizaron tipos Goudy Old-Style de 11:13, 10:12, 9:11 y 8:10, sobre papel cultural de 75 gr y los forros en cartulina couché de 250 gr. El cuidado de la edición estuvo a cargo de Marisol Simón.

