

**8th International Conference Developments in Economic  
Theory and Policy,  
Bilbao (Spain), 29th June to 1 July,**

Department of Applied Economics V of the University of the Basque Country and  
the Cambridge Centre for Economic and Public Policy, Department of Land  
Economy, of the University of Cambridge

**Regulación, Capital Financiero y Deuda Externa**

Dr. Gregorio Vidal  
Departamento de Economía, UAM  
gvb@xanum.uam.mx

Dra. Eugenia Correa  
Facultad de Economía, UNAM  
correa@servidor.unam.mx

# REGULACIÓN, CAPITAL FINANCIERO Y DEUDA EXTERNA

**Gregorio Vidal**

**Eugenia Correa**

## **1. Introducción**

A cuatro años del estallido de la gran crisis económica y financiera es claro que las tendencias recesivas no se presentan en toda la economía mundial y que la recuperación misma puede complicarse en muchos sitios. Las economías de Asia están creciendo, como sucedió en años previos, conducidas por China e India, ambas manteniendo elevadas tasas de crecimiento, Pero por otro lado, la recuperación del grupo de las economías avanzadas es muy frágil y está teniendo lugar con elevadas tasas de desempleo. Incluso el propio FMI reconoce que el crecimiento no será vigoroso en tanto que no produzca un impacto sobre las elevadas tasas de desempleo. Esto es particularmente cierto en el caso de los Estados Unidos y de las mayores economías Europeas. A pesar de las bajas perspectivas inflacionarias, todos los participantes en los mercados presionan por la consolidación fiscal, los recortes en los programas sociales y la contención salarial. La realidad nuevamente reniega de la visión monetarista, los grandes y notables déficits públicos y el crecimiento de la deuda pública no están generando presiones inflacionarias.

El análisis de esta compleja situación no puede reducirse a los instrumentos del ciclo económico. Es necesario considerar los comportamientos de largo plazo de las economías capitalistas y las tendencias que caracterizan los procesos de reproducción de las economías. En el análisis de largo plazo de las economías capitalistas la teoría o escuela de la regulación posee profundidad, capacidad y visión. En particular, el trabajo de Gerard de Bernis (DE BERNIS) dedicado, entre muchos otros temas que ocuparon su estudio, a la lectura de los procesos de transformación de las economías capitalistas de los últimos cuarenta años. Un periodo en el que llegó a su límite un modo de reproducción en las principales economías del planeta y se abre un largo periodo de reestructuración y cambios. Esta época es clave para una explicación de los cambios observados en la formación y realización de la ganancia.

En este artículo se propone avanzar en el análisis de estos cambios pues se trata de temas fundamentales para entender la crisis, las principales respuestas de las grandes empresas, corporaciones y firmas financieras que han salido fortalecidas; pero también para entender el circuito del endeudamiento externo de los países en desarrollo. Estamos convencidos de que se trata de temas fundamentales en las ideas de Gerard de Bernis. Es también una manera de reconocer al amigo y al maestro que siempre estuvo atento al trabajo de investigación que realizamos, incluso participando con entusiasmo en reuniones, seminarios y muchas charlas por varios lustros.

## **2. Regulación y Crisis**

Desde los años ochenta, el capitalismo ha presentado recesiones de cierta magnitud con relativa frecuencia. Además, incluye crisis monetarias, cambiarias y financieras que abarcan a un considerable número de países simultáneamente. El inventario de las recesiones con incidencia global tiene como protagonista a la economía de Estados Unidos. Desde la recesión de 1980-1982, conocida como de doble zambullida, pasando por la recesión de 1991 y la de 2000-2001 hasta la recesión que comenzó a finales de 2007. Además, debe sumarse la caída en los mercados de valores de Estados Unidos de octubre de 1987 así como la drástica caída del Nasdaq 2000- 2001, vinculada a la propia recesión es Estados Unidos. Finalmente la recesión de 2007-2009 que se acompaña de una gravísima crisis en los mercados financieros. Otras crisis monetarias o cambiarias, como la de México en 1994 o la de 1998 asociada a la caída de los títulos de la deuda de Rusia, también han demandado la participación del gobierno e instituciones financieras de Estados Unidos. Después de todo es la mayor economía del planeta, tiene la hegemonía monetaria que incluso es utilizada como reserva por países tan diferentes como China y Japón. La economía estadounidense y sus instituciones financieras son el centro de los flujos de capital y al mismo tiempo el centro de las crisis financieras y de las recesiones mundiales.

En años recientes, la recuperación estadounidense en el ciclo económico está teniendo un comportamiento distinto, en relación a las crisis previas. Durante los años de crecimiento sostenido posteriores a la Segunda Guerra Mundial, una vez superada la recesión, la economía se recuperaba rápidamente y en pocos trimestres la producción industrial y el empleo estaban por encima del nivel alcanzado antes del inicio de la

inflexión en el ciclo. “Hasta la recesión de 1975 en los meses inmediatos siguientes, cuando avanza la recuperación, la capacidad para incrementar el empleo, la ampliación de la capacidad de producción industrial y en general el establecimiento de una fuerte dinámica de crecimiento, son claros. Los hechos son diferentes desde la recesión de 1980-1982” (Vidal, 2002: 48). Como puede verse en la gráfica 1, la recuperación de la producción industrial es más lenta y menor en la recesión de 1980-1982 que las de 1975 y 1958. La recuperación de 1991 es aún más lenta que la de 1982.

La economía de Estados Unidos y de los países de la zona del euro a la salida de la recesión en 2009-10 están siguiendo un comportamiento semejante al de las dos recesiones previas, según el curso del producto, pero con una mayor incapacidad para crear empleo. Más aún el crecimiento es muy moderato especialmente tomando en cuenta la profundidad de la recesión y las economías están siguiendo una trayectoria tan débil como en las recesiones de principios de los noventa (IMF, 2011a). En materia de empleo se reconoce que el crecimiento no es suficientemente vigoroso, como para poder tener un impacto en las tasas de desempleo, logrando su reducción. Con datos de la OIT, el FMI señala que alrededor de 205 millones de personas están buscando trabajo (IMF, 2011a). Sin embargo, no modifica su discurso sobre la necesidad de continuar aplicando en varias economías de Europa programas de ajuste fiscal.

El deterioro de las condiciones de crecimiento, la permanencia de altos niveles de desempleo, los grandes márgenes en las tasas de interés sobre las deudas de las familias y de las empresas, la inflación en los mercados de futuros de las materias primas y otros activos financieros, sin relación con el crecimiento de la producción, todo ello evidencia la continuidad de la crisis. Es en este punto que De Bernis señala que la crisis no puede ser explicada como un fenómeno cíclico.

No existe regreso a la normalidad o a la situación previa en el ciclo económico en las últimas tres décadas. Después de cada recesión se suceden cambios, las recesiones no restauran las relaciones entre el proceso de regulación social y las formas en que el capital se está acumulando, que es lo que crearía condiciones para un crecimiento estable. Pero De Bernis agrega que tampoco es posible comprender las transformaciones recientes considerando únicamente las ideas de autores como Minsky o Kindleberger.

En efecto, De Bernis sostiene que las crisis financieras son momentos de ruptura, endógenos, es decir son producto del operar de las corporaciones, sus gestión, sus procesos de financiamiento y las formas de constituir sus rentabilidades futuras. Nuevamente, el problema es que después de las crisis no hay regreso a la normalidad. La superación de la crisis financiera no implica siempre que se recuperen las formas de financiamiento y que se restablezcan las condiciones de estabilidad en las empresas, en los bancos y en las relaciones entre ambos (De Bernis, 1991a: 142-143).

De Bernis también critica otras explicaciones del ciclo largo. Su crítica principal es que en las diversas explicaciones del funcionamiento en el largo plazo del capitalismo a partir del ciclo largo con periodos de crecimiento y otros recesivos, pero que no identifican por qué se produce. En estas aproximaciones la tecnología es una variable independiente que una vez que cambia se reinicia un nuevo periodo de crecimiento. Sin embargo, la evidencia demuestra que la relación de la tecnología con la acumulación de capital es muy compleja. Las innovaciones tecnológicas existen e incluso pueden extenderse en la producción, pero ello no implica necesariamente el retorno a un periodo de largo crecimiento. El largo periodo de inestabilidad actual presenta datos contundentes. La *nueva economía* con la incorporación de la comunicación y manejo de datos han significado un gran cambio tecnológico, pero el crecimiento de esos años terminó en la crisis de las compañías *puntocom*. La recuperación que le siguió es la antepuerta a la crisis global y gran depresión que inició en 2007. En suma, con las tesis del ciclo largo no se establecen los argumentos que permitan sostener que necesariamente al periodo de depresión le sigue uno de crecimiento y menos aún si estudia la crisis y la incertidumbre sobre su salida y las características del nuevo periodo de crecimiento (De Bernis, 1991a: 143).<sup>1</sup>

Para mantener el carácter endógeno en el análisis es necesario razonar en términos de alternancia, de sustitución. Hay alternancia entre periodos normales y periodos de crisis. Así, la crisis es siempre un periodo de inestabilidad en las estructuras, en las formas en que la economía se reproduce. De Bernis, sostiene que la crisis se define como "...un periodo largo de inestabilidad estructural de los procesos de acumulación, engendrado por las

---

<sup>1</sup> De Bernis plantea: "Dentro de este análisis, la crisis es sin duda una fase, un periodo, visto como un periodo largo, pero él se define por el sentido del movimiento de las variables principales, el desorden se limita a no ser más que una depresión; todo cambio en las estructuras también se excluye (sino el ciclo no podría reproducirse), y la continuidad de la historia no está en duda" (De Bernis, 1991a: 143).

contradicciones propias de este proceso dentro del periodo precedente y la pérdida de la coherencia de los sistemas productivos preexistentes, periodo en el curso del cual pueden eventualmente ser reconstituidas las condiciones de una nueva coherencia y de nuevos procesos de regulación” (De Bernis, 1991a: 144).

Pero, la salida a la crisis no es automática, no está garantizada y no hay tiempo preestablecido para que suceda. La crisis es un periodo en el que se desarticulan y destruyen elementos del anterior orden económico. La destrucción y los intentos de imponer nuevas condiciones de organización de la producción o de estructura y funcionamiento de los sistemas financieros u otros, van de la mano y representan el *trabajo de crisis*. Por tanto, la salida de la crisis debe construirse. En palabras de De Bernis:

“Tomo la expresión de *trabajo de crisis* porque todo sucede como si esta lucha se emprendiese primero entre las tendencias que desean mantener el antiguo orden y las que al contrario, desean destruirlo para construir uno nuevo; luego, entre los gérmenes de este nuevo orden y todas las contradicciones que es necesario vencer para imponerlo. Este proceso, este trabajo, pone en juego nuevamente al conjunto de la estructura de clases del capitalismo” (De Bernis, 1988a: 189).

De acuerdo con De Bernis lo que está en juego es el restablecimiento de la ganancia sobre el espacio en redefinición sobre el que funciona el capital. El espacio es parte de la solución y también de la disputa. La formación de una cuota general de beneficios que sea compatible con la ampliación del conjunto de fracciones del capital que son parte de la salida y del nuevo proceso de acumulación.

El *trabajo de crisis* no es una lucha contra las reglas o contra las instituciones. Es una lucha entre grupos sociales, entre fracciones del capital y de estas fracciones contra otros grupos y clases sociales. Los resultados en la evolución del ingreso en los treinta años recientes es un dato de esas luchas. Así como también la flexibilización laboral o las privatizaciones que generan nuevos espacios para los capitales a la vez que encarecen servicios públicos básicos para la población. Así, el *trabajo de crisis* es una desestructuración de los sistemas productivos, destrucción del sistema monetario internacional instalado en Bretton Woods, inestabilidad en precios y costos ligados a la inversión, tasas de cambio erráticas combinadas con tasas de interés variables, lo que impide establecer anticipaciones sobre beneficios futuros. Separación creciente entre la

esfera productiva y la esfera financiera, aumentando las ventajas de las *inversiones financieras* (De Bernis, 1988b: 50-61).

En un momento del *trabajo de crisis*, cuando las nuevas fracciones del capital se han fortalecido, pero persiste la incapacidad para construir un nuevo modo regulación, se presentan los cracks bursátiles y bancarios e incluso segmentos de esas nuevas fracciones resultan desplazados. Se revela que "...han sido incapaces de poner en marcha un nuevo modo de regulación correspondiente a las nuevas relaciones con la clase obrera, ... ( otros grupos y clases sociales del mundo del trabajo y la pequeña y mediana producción y propiedad)... y a las nuevas estructuras del capital" (De Bernis, 1988a: 191). La crisis continua y puede mantenerse precisamente por la acción de las nuevas fracciones dominantes del capital. La imposición de sus intereses no tiene porque ser compatible con la puesta en marcha de un nuevo modo de regulación. La prolongada descomposición es una de las posibles opciones.

En este contexto, la crisis financiera de 2007 y la propia recesión que se inicia al final de ese año principalmente en los Estados Unidos, es parte del largo periodo de inestabilidad que tiene la economía capitalista desde hace algunas décadas, con especial transformación en la estructura financiera. No es un asunto menor, dado que como lo plantea De Bernis, "los periodos de crisis en el sentido que se entiende en este texto, se identifican por el carácter permanente y multiforme de las dificultades financieras" (De Bernis, 1991a: 148). En la crisis se incrementa la inversión extranjera directa, como también se da una extensión del fordismo. La transnacionalización se acelera: hay un pasaje de la economía internacional de crédito a la economía internacional de endeudamiento. La nueva estructura financiera tiene diferentes actores, con diferente peso y fortalezas que se diversifican al paso del tiempo y de las propias crisis financieras.

Recientemente Guttman, al estar explicando el funcionamiento de largo plazo de la economía de Estados Unidos, observa como en el periodo de 1969 a 1982, con la desintegración de Bretton Woods en sus primeros años, inició como una crisis estructural, en la que se combinaron inflación con pobre crecimiento económico. En el final del periodo se fortalecieron las propuestas neoconservadoras, iniciándose políticas con énfasis, para el caso de Estados Unidos, en la desregulación, la privatización, los recortes masivos de impuestos para las corporaciones, el incremento masivo en los subsidios a la industria vía el

gasto militar y las limitaciones a los sindicatos (Guttmann, 2010: 193). La crisis estructural es así el escenario del fortalecimiento de algunas fracciones del capital, que en su avance restan fuerza a los trabajadores organizados, cambian la gestión del Estado en la economía y se desplazan al extranjero bajo modalidades distintas.

A partir de los años ochenta la economía de Estados Unidos siguió un camino de burbujas financieras, los cambios en el sistema crediticio de Estados Unidos fueron creando una economía cada vez propensa y dependiente de las burbujas especulativas (Guttmann, 2010). Estas han sido un medio para mantener y acrecentar las ganancias y permitir la expansión del sistema de crédito. La primera que tiene como instrumento financiero destacado la emisión de high-yield (junk) bonds, “...surgió por la recuperación sin inflación de principios de los años ochenta y duró hasta el espectacular crash del mercado de capitales de octubre de 1987, colocó en el centro del gobierno de las corporaciones la maximización del valor de las acciones” (Guttmann, 2010: 194).

Más tarde al inicio de los años noventa, la política aplicada por la Federal Reserve para relanzar la economía después de la recesión de 1990-1991 fue el inicio de una segunda burbuja. El medio fue la aparición de una cadena de fondos financieros altamente rentables, vinculados a la movilización de fondos de capital empresarial y a la multiplicación de ofertas públicas en acciones de compañías –las firmas punto.com –con un pasado casi inexistente – que contaban con los mercados de títulos over the counter para empujar sus cotizaciones. Entre los resultados del proceso estuvo la drástica caída en el inicio de la década pasada del mercado del Nasdaq. Finalmente, la proliferación de instrumentos financieros y la incorporación a los circuitos financieros de los patrimonios inmobiliarios de las familias en un contexto de estancamiento a largo plazo de los salarios, lo que expuso los nuevos medios para hacer ganancias en los mercados financieros. Guttmann destaca que dos terceras partes de las familias estadounidenses eran propietarias de sus casas y que el estancamiento a largo plazo de los salarios se aplica para el 80 por ciento de la fuerza de trabajo (Guttmann, 2010: 195).

La innovación financiera también incluyó a las firmas. La maximización del valor de las acciones de las corporaciones se mantuvo con la ampliación del mercado over the counter. Como plantea Vidal (2009a) la crisis financiera y crediticia que estalla en 2007 incluye también a las corporaciones, tanto por las formas en que se financian, como por la



forma en que obtienen sus beneficios. Antes de la crisis, creció la emisión de pagares de empresa garantizados por activos (ABCP). Con estos documentos se financiaban cestas de *activos* financieros vinculados a vehículos especiales de inversión (SIV). Pero también han sido un soporte de la emisión de préstamos para adquisiciones apalancadas (Vidal, 2009a: 13-17). Desde agosto de 2007 se presentaron problemas en el mercado de ABCP, en condiciones de contracción del mercado interbancario se encareció su colocación. “Los volúmenes se desplomaron y el perfil de vencimientos de los títulos pendientes se deterioró... Aunque se liquidaron algunos fondos de titulación..., muchos se traspasaron al balance de sus promotores, sumándose a las tenencias de valores de los bancos” (BPI, 2008: 113-114). En el mismo momento se contrajo la emisión de préstamos para operaciones apalancadas, con lo que la maximización del valor de las acciones encontró un nuevo quiebre, así como la multiplicación de recursos en los fondos de inversión, fondos de cobertura y otros fondos de titulación. La base de las ganancias en actividades productivas y en los ingresos de las familias no era suficiente para mantener los niveles de rentabilidad que estos fondos y empresas estaban alcanzado y seguían demandando.

Así, van apareciendo los resultados negativos en gran cantidad de corporaciones, además de los problemas con bancos comerciales y de inversión. Las ganancias van en descenso y gran cantidad de títulos no pueden ser validados en los mercados. Van acelerándose los problemas para la renovación y mantenimiento de los flujos de crédito que financian a las corporaciones o hay una franca reducción en las utilidades dado que el componente financiero de las mismas tiene un franco deterioro. Como destacó De Bernis la crisis se caracteriza por el carácter permanente y multiforme de las dificultades financieras. Ello es así, porque las fracciones del capital que se fortalecen se valen de las estructuras financieras. Encuentran una forma de acrecentar ganancias que no puede continuar y menos aún ser incrementada. De manera que los flujos que validaban y conformaban las utilidades del mercado de derivados no pueden mantenerse, ni tampoco las corporaciones pueden seguir realizando operaciones con sus tesorerías que les reporten ganancias en los mercados estructurados (Vidal, 2009a). La crisis de regulación continua, acentuándose la inestabilidad y la incertidumbre.

### **3. Internacionalización, financiarización y crisis**

El endeudamiento externo de los países en desarrollo es una de las primeras características del *trabajo de la crisis*, y es parte fundamental para entender la transformación de estas economías en los últimos cuarenta años. Como se estudia en las siguientes secciones, también hay endeudamiento de las firmas transnacionales, que se va modificando conforme la crisis de largo plazo avanza. Como se destacó en el apartado previo, en la crisis financiera y del crédito que se presenta desde 2007, la deuda de las transnacionales es relevante, en particular al observar la evolución de los mercados de pagares de empresa garantizados por activos (ABCP) y los créditos para adquisiciones apalancadas.

Una importante cantidad de firmas transnacionales han realizado en el curso de los últimos 20 a 25 años adquisiciones de otras empresas. La apertura comercial y financiera, y los cambios en la legislación sobre IED permitieron la libre movilidad de las inversiones y de las colocaciones financieras. Las privatizaciones, tanto en las economías avanzadas, como en las economías en desarrollo han sido un importante espacio para operaciones de adquisición, con cambios en la propiedad de activos que fortalecen a un reducido grupo de transnacionales, obteniendo cuantiosos beneficios (Vidal, 2001 y Vidal, 2009b).

La expansión de las firmas transnacionales también se ha acompañado de la realización de operaciones por medio de filiales y la adquisición de compañías, de bancos y otras firmas financieras. En la quiebra de Lehman Brothers Holding (LBH), se hizo evidente la amplia y compleja red de compañías, filiales y otras razones sociales que pertenecían a la firma y los países en que operaba. LBH estaba integrado por 2985 entidades legales que operaban en más de 50 países. Esta gran compañía o firma transfronteriza de las finanzas con matriz en Estados Unidos tenía subsidiarias que operaban con las reglas de países tan diversos as Switzerland, Japan, Singapore, Hong Kong, Germany, Luxembourg, Australia, the Netherlands and Bermuda (BIS, 2010). Los mercados en que participaban estas entidades legales incluían todas las actividades financieras y múltiples relaciones con empresas, bancos y otras compañías en gran cantidad de actividades económicas y de países. Internacionalización y ampliación de una economía de endeudamiento internacional, dan por resultado que los indicadores financieros y del crédito tengan un crecimiento mucho mayor que los de la producción y el comercio.

De Bernis, insiste que un elemento importante de la generalización del endeudamiento internacional es el endeudamiento de algunos países desarrollados. Es en

particular el caso de la economía de Estados Unidos con una influencia considerable sobre el curso de la crisis. Para Estados Unidos el vocablo de endeudamiento internacional es ambiguo, en tanto que se endeuda y puede cancelar los empréstitos en su propia moneda. En otros términos “mediante la aceptación de la moneda nacional como un activo fuera de sus fronteras” (De Bernis, 1991a: 155). Además de encontrar medios para financiar diversos déficits –comercial y presupuestal.

Más aún, la continuidad del dólar como moneda mundial que es parte de la ampliación al exterior de la banca comercial y de inversión, de los fondos y sociedades de inversión y de las propias firmas transnacionales. Se generan fuerzas en diferentes grupos sociales que tienen peso en las decisiones que se toman en muchos países acerca de como enfrentar la crisis, mientras que en Estados Unidos participan de manera muy activa en las definiciones de la política económica. Así, el avance del endeudamiento internacional permite que algunas fracciones del capital obtengan un mejor posicionamiento. Como también sucede con las modificaciones en la gestión de las empresas y con las nuevas formas de desarrollo del crédito. Es en este contexto que debe incluirse el endeudamiento internacional de los países en desarrollo. Como se estudia más adelante, es un proceso importante en el *trabajo de crisis*, que modifica profundamente las sociedades en desarrollo y fortalece a bancos, sociedades de inversión y algunas empresas transnacionales. De Bernis, destaca también la distinta naturaleza que tiene la acción de las firmas transnacionales en el curso de las últimas décadas. Las empresas transnacionales tenían una lógica nacional mientras que se mantenía la estabilidad en el proceso de acumulación. La búsqueda de ganancias no era incompatible con el mantenimiento de la coherencia en el espacio productivo en que se encuentra la matriz. Después, se impone la lógica transnacional, avanza la deslocalización y la expansión de las transnacionales como una fuerza más que destruye la coherencia preexistente de los sistemas productivos. Como destaca De Bernis: “Esta sustitución de la antigua lógica nacional por una lógica internacional dentro de las estrategias de las firmas influye inevitablemente sobre las condiciones de coherencia de las economías nacionales (De Bernis, 1991b: 178).

En suma, la crisis ha cambiado las formas de obtención de la ganancia que están descansando en la desarticulación de espacios productivos, en la contención de los salarios,

en el uso de los medios del crédito propios del capital financiero, para que ciertas fracciones del capital se fortalezcan.

Antes del estallido de la crisis financiera y del crédito de 2007 por igual las tesorerías de firmas transnacionales, como fondos de inversión, bancos y aseguradoras, participaban en la colocación de títulos financieros, en los mercados de derivados, en la negociación con pagares de empresas, en la compra de títulos de deuda de países en desarrollo y, sin duda, en los mercados de la deuda pública estadounidense. Además, dominan las operaciones de fusiones y adquisiciones (M&A) como una de las expresiones más importantes de las inversiones que realizan las corporaciones. Las M&A modifican el valor accionario de las compañías, se financian con múltiples títulos de deuda y hacen posible que se realicen nuevas colocaciones financieras. Gran parte de las operaciones de M&A son transfronterizas, constituyéndose en una de las formas relevantes en que avanza la inversión extranjera directa desde principios de los años noventa (Vidal, 2001 y Vidal, 2008). Por este medio, las ganancias de esos segmentos del capital financiero cuentan con la apertura de la cuenta de capitales que se lleva a cabo en los países en desarrollo desde finales de los años ochenta. Como se analiza en los siguientes apartados, las economías de los países en desarrollo fueron articuladas al trabajo de crisis en un primer momento por medio de la contratación de deuda externa, después por el avance de las transnacionales que buscan articular segmentos a su lógica de maximización de las acciones y también bancos e instituciones financieras que encuentran medios para obtener cuantiosas ganancias. Sin que ello implique necesariamente incremento en la capacidad de producción en esa economía y menos aún el desarrollo de una correspondencia entre sus capacidades de producción y la satisfacción de sus necesidades sociales.

#### **4. Crédito y mercados financieros en la crisis de regulación**

El dinero, el crédito, las relaciones financieras internacionales y sus instituciones, como se analiza en apartados anteriores, han venido transformándose rápidamente en el curso de unas cuantas décadas en alguna medida empujados por las propias crisis financieras, en otra, por las cambiantes condiciones de la competencia global y de la formación y distribución de la ganancia.

Bajo la hipótesis de la crisis de la regulación de la obra de De Bernis, durante ésta se desenvuelve una substitución de viejas fuerzas dominantes por nuevas. De ahí el liberalismo como fuerza ideológica que rompe con las normas e instituciones que daban soporte a la vieja conformación de política-económica dominante. Este desempeño de la crisis de regulación se acompaña, como se enfatiza en el segundo apartado del texto, del endeudamiento internacional, de la expansión de los mercados financieros y de amplios desequilibrios en la balanza externa (De Bernis, 1988c).

De esta manera, las reflexiones de De Bernis sobre la crisis están acompañadas de una lectura de la expansión de los mercados financieros y del endeudamiento externo de las economías en desarrollo. Sobre la primera, ha sido fascinante constatar el crecimiento geométrico de los mercados financieros nacionales e internacionales, sus cambios institucionales y regulatorios, las formas diferentes en que se desempeña por regiones y épocas. Por una parte, se origina y es impulsado desde finales de los años sesenta por la ruptura de la distribución de la ganancia como ganancia media. La acelerada expansión crediticia de los años 70 estuvo mucho más articulada a la expansión de las operaciones interbancarias, a préstamos hacia mercados emergentes y al arbitraje de monedas. Con diferencias entre regiones y países, esta expansión financiera al mismo tiempo que se alejaba del financiamiento a la inversión, contribuía a formas más centralizadas de realización de la ganancia.

Así, la acelerada expansión de los mercados financieros, además de ser una característica esencial de la crisis de regulación, en sus transformaciones y devenir está articulando una redistribución de la propiedad y de la ganancia. De Bernis señalaba al respecto:

“la separación entre la esfera productiva y la esfera financiera no puede crecer sin límites por una razón esencial: la esfera financiera por sí misma no produce la ganancia por la cual el capital allí comprometido es remunerado, sólo puede recibirlo de la esfera productiva.

Sería necesario, entonces, que la tasa de ganancia del esfera productiva no dejará de ser superior a la tasa de crecimiento del esfera financiera para que la situación se mantenga estable. Evidentemente esto es imposible. Entonces, si las autoridades monetarias y financieras no toman las medidas necesarias para reducir esta división y mantenerla dentro de los límites tolerables, hay que esperar ya sea una crisis financiera (el hundimiento del

Valor del capital ficticio es uno de los medios para restablecer el equilibrio entre las dos esferas), ya sea una deflación generalizada que restablecerá una tensión soportable entre las dimensiones de las dos esferas. Se puede pensar que el riesgo de una deflación generalizada engendrada por tal desequilibrio es mucho mayor que el que podría resultar del no pago del servicio de la deuda externa de los países endeudados” (De Bernis, 1988b: 60-61).

De manera que esta geométrica expansión financiera originada e impulsada por la ruptura de la distribución de la ganancia, posibilita crear fórmulas de reparto, aunque no como ganancia media, de excedente, de activos productivos y productivos. Al mismo tiempo expande las posibilidades de monetización de la ganancia y redistribución de activos que estaban fuera del ámbito de valorización de estos capitales, especialmente con la liberalización y la globalización financiera. Más aún, en el curso mismo de la crisis de regulación, se duplicó la oferta laboral disponible, en parte debido a la apertura de los mercados, en parte a la deslocalización industrial y de servicios, en parte con la incorporación al capitalismo del mundo socialista en derrumbe. Estos hechos, que por una parte resultan en una posibilidad de aumentar aceleradamente tanto el excedente como los activos en circulación y apropiación a través de la esfera financiera. Se ha convertido con el paso de casi dos décadas en el mayor desperdicio económico de todos los tiempos, cuando la dinámica de la acumulación dominada por la rentabilidad financiera, no puede incorporar a la enorme masa de oferta laboral disponible por casi todo el mundo. Esta también es una de las conclusiones a que muy tempranamente arribo De Bernis (1992/2009).

Por otra parte, el endeudamiento de los países en desarrollo como tendencia característica también de la crisis del modo de regulación, ha proseguido caminos previsibles, Como el propio De Bernis consideraba, no se trata de una deuda que financie o complemente el ahorro interno para la inversión. Se trata de un mecanismo de expansión financiera en búsqueda de rentas, excedente generado en el mundo en desarrollo que se monetiza a través del crédito y vuelve como renta a los acreedores. Pero este tema, se expone en las siguientes líneas.

## **5. Raíces financieras del endeudamiento externo de los países en desarrollo**

A más de cuarenta años el proceso de endeudamiento externo de las economías en desarrollo, éste ha tenido varias etapas, pero todas ellas determinadas por la dinámica del crédito en los mercados financieros de los países desarrollados. Por muchos años ha estado vigente la idea de que los financiamientos se otorgan en función de la situación y calidad de los prestatarios, aunque, cada nueva crisis financiera muestra como la expansión y contracción del crédito depende de la dinámica y condiciones del mundo acreedor.

De manera que muy pocos deudores en el mundo financiero global tienen capacidad de determinar sus propios costos financieros, ni siquiera un buen número de los gobiernos nacionales que colocan deuda u obtienen préstamos, a pesar de ser deudores soberanos. La dinámica del endeudamiento externo de los países en desarrollo se encuentra precisamente en esa situación, se explica en su dimensión y costos por lo que acontece en los mercados financieros internacionales. La deuda externa no se explica, entonces, por las condiciones internas de los países endeudados, en realidad pueden ser muchas las necesidades de recursos de los deudores, pero es sólo el acreedor el que decide prestar, cuánto prestar y bajo qué condiciones de interés y de pago.

Los flujos de deuda externa desde los años setenta no nacen de la necesidad de financiar el déficit externo ni el déficit público de los países deudores. En realidad una gran parte de los nuevos créditos ofrecidos por los bancos transnacionales y contratados por el gobierno y el sector privado se destinan a pagar los vencimientos del capital y los intereses. El proceso del endeudamiento externo que llevo a la crisis del 82 y con ello a la crisis bancaria y a las políticas de ajuste y reformas neoliberales, se inició con la acelerada expansión del crédito privado en los mercados financieros internacionales de capital en los 70s. Esta expansión del crédito bancario internacional, como se señaló arriba, procede de la ruptura de la estabilidad cambiaria y de las tasas de interés. El rompimiento de los Acuerdos de Bretton Woods desde finales de los 60 y principios de los 70s, desata una expansión del crédito privado en manos de grandes bancos transnacionales. Al dejar gradualmente de estar regulados por esos techos en las tasas de interés, estos buscan ampliar los recursos que manejan y enfrentan la competencia entre ellos mismos expandiendo el multiplicador del crédito, para colocar sus fondos entre deudores principalmente de los mismos países desarrollados, pero también entre deudores de algunos de los mayores países en desarrollo. (De Bernis, 1988d)

Estos últimos países muy pronto empezaron a contratar deuda solo para pagar la deuda, era evidente que muy pronto se alcanzaría un límite de la capacidad de pago tan sólo de los intereses de la deuda. Se trata de fondos producidos por el multiplicador del crédito de los bancos transnacionales, y la única forma de mantenerles era precisamente contratando más deuda. Los países en desarrollo que de por sí no generan amplios recursos en monedas convertibles, puesto que sus exportaciones tradicionales tienen muy bajos precios en el mercado internacional y su producción depende de bienes de capital e insumos importados, no pueden enfrentar los elevados costos de fondos externos. Aunque este grupo de países genere los recursos para pagar esos créditos y sus respectivos intereses, el pago debe realizarse en moneda extranjera, para ello deben generarse esos excedentes pero venderse en el extranjero. Y aun cuando esos excedentes se realicen en divisas, de cualquier manera las elevadas tasas de interés ocasionan, tarde o temprano, la insolvencia de estos deudores (Correa, 1992; Girón, 1995).

Argentina, Brasil y México se encuentran entre los grandes deudores de América Latina. La deuda externa de la región casi se duplicó en sólo cuatro años (1978-1981), precisamente como resultado de la elevación de las tasas de interés llevada a cabo por la Reserva Federal de Estados Unidos con el objetivo de frenar la inflación interna y que condujo a la recesión de esa economía a principios de los años ochenta. En el curso de esos años se duplicó la deuda externa de esos tres países y entre 80 por ciento y 100 por ciento de los nuevos flujos de deuda que recibieron fueron utilizados solamente para pagar vencimientos de la deuda.

Así, desde los 70s puede observarse como los mercados financieros internacionales gestaron este endeudamiento, el crédito externo dejó de ser un complemento del financiamiento de la inversión productiva y se convirtió simplemente en rentas financieras.

## **6. Flujos de Crédito o Flujos de Ahorro in la Deuda Externa**

Esta expansión súbita del crédito estaba siendo generada por los bancos privados transnacionales justamente como efecto del multiplicador del crédito produciendo este endeudamiento de los países en desarrollo. Eso quiere decir que no estaba fluyendo el ahorro de las familias o de la sociedad de los países desarrollados para financiar a los países en desarrollo, como aún ahora se repite. Como el caso de la deuda de Grecia y sus acreedores en Alemania y Francia. Estos flujos crediticios se expanden hacia nuestros



países bajo la forma de crédito externo y son resultado del multiplicador bancario, sostenido por muchos años precisamente por los intermediarios financieros que expanden su oferta crediticia en una moneda hegemónica.

Los países en desarrollo no pueden pagar ese endeudamiento solamente por la vía del multiplicador bancario, porque solamente pueden expandir su oferta monetaria en sus propias monedas locales, que no tienen una circulación internacional. Los bancos locales no pueden incrementar directamente préstamos en moneda extranjera y para ello requieren tomar deuda también. En realidad, los países en desarrollo liquidan su deuda externa con mercancías, como parte del excedente generado; o bien con privatizaciones y venta de empresas, propiedades o recursos nacionales a propietarios extranjeros, incluso la venta de ingresos futuros.

Ciertamente, una vez insertos en esta dinámica financiera los países en desarrollo necesitan continuar contratando fondos en el extranjero: el gobierno federal, las empresas públicas, los bancos de desarrollo, los bancos comerciales y las empresas privadas de gran tamaño, todos ellos, conforman, bajo distintas modalidades, el diverso grupo de deudores. Todos ellos deben encontrar fórmulas o bien para el refinanciamiento de pasivos (contratando nueva y mayor deuda), o bien para el pago de las mismas a través de incrementar las exportaciones, privatizar empresas públicas, titular empresas privadas con venta total o parcial a socios extranjeros, canalizar remesas de trabajadores que trabajan en el extranjero, entre otros.

Por muchos años, aún ahora, se considera que los flujos externos, incluyendo la FDI y la deuda son un componente fundamental del financiamiento, de manera que una moratoria o desconocimiento de la deuda como proponía De Bernis, frenaría el desarrollo, además de que arruinaría a los mercados financieros. A casi 30 años de la primera crisis de deuda externa es posible ver que los flujos de deuda no han sido un componente del financiamiento. En realidad el servicio de la deuda ha sido casi en todos esos años superior a los nuevos flujos de deuda, como puede verse en las siguientes gráficas para los casos de los grandes deudores latinoamericanos.

Más aún, hemos podido observar que las reestructuraciones, renegociaciones, moratorias e incluso suspensiones de pago de la deuda externa de estos países no ha arruinado prácticamente ninguno de los grandes acreedores. La más reciente crisis

financiera incluso muestra que la mayor composición en la cartera de los acreedores corresponde a operaciones con activos entre los mismos países desarrollados, y no con los países en desarrollo.

Así, incluso hoy en día con todo el crecimiento de los mercados financieros de algunos países en desarrollo, éstos representan menos del 20 por ciento del mercado de bonos, acciones y activos bancarios mundiales. Aunque son el 85 por ciento de la población y un poco más del 35 por ciento del producto mundial (IMF, 2011b).

La deuda externa y la necesidad de pagar su servicio han representado una verdadera ancla para el desarrollo de los países en desarrollo, que se han visto obligados a poner en práctica políticas económicas de austeridad, impuestas por el IMF y los grupos acreedores. Políticas que han sido ampliamente recesivas y encaminadas a mantener la capacidad de pago aún a costa del crecimiento, del empleo y de la ampliación de la pobreza. En cambio, para los mercados e intermediarios financieros de los países desarrollados, todas estas colocaciones (deuda externa de los países en desarrollo y activos financieros de intermediarios de los países desarrollados) han representado una fuente de rentabilidad y un mecanismo de expansión extraterritorial de las mayores empresas transnacionales, incluyendo a los bancos e intermediarios financieros.

Por muchos años De Bernis insistió que la deuda externa de los países en desarrollo era impagable, que los países desarrollados tendrían que aceptar comprar más y más productos de los países deudores. En los últimos años, es posible observar un proceso de desendeudamiento externo de algunos de los gobiernos más endeudados. Aunque, por otro lado estén aumentando su deuda interna, no necesariamente en moneda nacional ni necesariamente en manos de residentes, como es el caso de Brasil. Pero a pesar del desendeudamiento, el servicio de la deuda externa como proporción de la deuda apenas ha disminuido, manteniéndose alrededor del 20 por ciento. Excepto Argentina, como resultado de la importante renegociación que llevo a cabo al inicio de la década pasada. Para el conjunto de América Latina, la CEPAL estima que la región ha pagado por concepto de intereses de la deuda externa en los últimos 30 años más de 900 *billion dollars*, o lo que representa el 110 por ciento de la deuda externa (CEPAL, 2010).

Así la deuda externa de los países en desarrollo se convirtió con la desregulación y liberalización de los mercados financieros en un poderoso mecanismo de transferencia de

rentas. En ese sentido modificó la distribución del ingreso y también el reparto de la ganancia, tal y como lo advertía muy tempranamente De Bernis (1988c). Es posible observar consecuencias aún mayores sobre los sistemas financieros locales y sobre las finanzas públicas. La deuda externa fue la puerta que se abrió a las reformas estructurales impulsadas por el IMF y el grupo acreedor (Lichtensztein, 1983 y 2010).

Por cuanto a los sistemas financieros, la deuda externa y su servicio abrió la puerta a los bancos transnacionales a la competencia en el mercado interno, primero como acreedores de gobierno y empresas, posteriormente, con las crisis bancarias, comprando y expandiendo bancos y entidades financieras, llegando, en algunos casos a una desnacionalización y pérdida de control sobre el sistema de pagos. La expansión en los países en desarrollo de los grandes conglomerados financieros globales, impone sobre los mercados domésticos y sobre los gobiernos una enorme presión, pues se trata de conglomerados financieros que tienen un poderío económico y político muy superior al de muchos estados nacionales. Incluso se ha podido observar a lo largo de la presente crisis que las autoridades financieras estadounidenses se perciben impotentes frente a las decisiones estratégicas de Citigroup y otros conglomerados. En América Latina se estima que se llegó a tener el 45 por ciento de los servicios financieros en manos de conglomerados extranjeros, aunque esta cifra habría caído hasta alrededor del 30 por ciento.

Otra muy grave consecuencia del endeudamiento externo y la condición tributaria que se impone a estos países, es la imposición de políticas económicas restrictivas que implican, entre otras cosas, la reestructuración y reducción del gasto público, incluso con reducción del déficit público a cero. Mientras el monto de los intereses pagados fue en aumento, los presupuestos públicos caían y aumentaba considerablemente el peso de la deuda pública y de su servicio en el gasto de los gobiernos.

La deuda externa fue la que permitió la imposición de estas políticas económicas a los países en desarrollo, que por más de 30 años han significado un retraimiento de la actividad estatal, pero también de la actividad del empresariado nacional, y han abierto espacios al conglomerado transnacional. Además, el servicio de la deuda ha reducido considerablemente la capacidad de inversión productiva interna, siendo ésta en mayor o menor medida desplazada por la inversión extranjera.

A pesar de todo, la expansión de la liquidez internacional en manos privadas y conglomeradas continúa casi sin ningún freno y fuertemente respaldada por sus gobiernos. Es evidente que gastar solamente en pagar intereses no tiene ninguna consecuencia productiva para los países; en todo caso puede incrementar los intereses que reciben los ahorristas de los países desarrollados, pero es claro que eso no contribuye en lo más mínimo a que esos ahorros se inviertan de manera productiva en países en desarrollo. Por más esfuerzos que se hacen por ofrecer todas las garantías a los inversionistas extranjeros, éstos solamente invierten o colocan sus fondos en aquellos mercados que, combinando riesgo y rentabilidad, temporalmente les ofrezcan los mayores rendimientos.

Por lo tanto, el pago de intereses de la deuda, por ejemplo de la deuda pública externa a partir de los fondos aportados por los contribuyentes a través de los impuestos, es una manera terriblemente improductiva de utilizar los recursos públicos. Este peso de los intereses en el gasto y en el ingreso públicos tiene un efecto contraccionista, de reducción de las posibilidades de gasto productivo y, por lo tanto, de las posibilidades de crecimiento económico (De Bernis, 1988d).

Sin embargo, no siempre el crédito tiene un efecto devastador sobre el proceso económico. El crédito y los bancos son fundamentales como parte del financiamiento para el desarrollo. El crédito opera contra el deudor cuando el financiamiento no permite ampliar las capacidades productivas y consume el ingreso que se genera; o bien cuando el mercado al que se dirige la producción se reduce o cae en recesión puesto que los flujos van siendo insuficientes para enfrentar los vencimientos y los intereses; o bien cuando los precios de los productos empiezan a descender como efecto de la caída de la demanda; o bien cuando las tasas de interés se elevan muy por encima del crecimiento de la productividad y de las ventas.

Sin embargo, durante muchos años de la segunda posguerra había tasas de interés que no eran obstáculo para el crecimiento económico, para la ampliación de las capacidades productivas que era lo único que permitía pagar los intereses e incluso tomar nuevos créditos. Además, había expectativas estables de crecimiento económico, de la demanda, del empleo y del ingreso. Pero todo cambia cuando el crédito se desarrolla en un contexto de empoderamiento de los bancos sobre las empresas, de los intermediarios o conglomerados financieros sobre los gobiernos; cuando se rompe la capacidad o incluso el

interés de regulación de parte de los Estados nacionales sobre las tasas de interés, sobre la expansión de la liquidez internacional, y cuando la voracidad de estos mercados convierte incluso a las monedas nacionales en objeto de especulación.

## **Bibliografía**

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS) (2010) *Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group*. Bank for International Settlements, Basel, Switzerland, March.

BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (BPI) (2008) *78 Informe Anual*. Banco de Pagos Internacionales, Basilea, 30 de junio.

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA (CEPAL) (2010) *Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe*. CEPAL, Santiago de Chile.

CORREA, E. (1992) *Los mercados financieros y la crisis en América Latina*. Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM, México.

DE BERNIS, G. (1992/2009) “Por una política alternativa: trabajo para todos en todas partes del mundo” en *Revista Ola Financiera*, no. 4, septiembre-diciembre. Universidad Nacional Autónoma de México, México, in: [www.olafinanciera.unam.mx](http://www.olafinanciera.unam.mx)

\_\_\_\_\_ (1991a) “Les contradictions des relations financiers internationaux dans la crise” en *GRREC, Crise et Regulation. Recueil de texts, 1983-1989*. Université Pierre Mendès France, Grenoble, pp.141-173. (publié dans *Economies et Sociétés*, série R, no. 3, ISMEA, Paris, 1988).

\_\_\_\_\_ (1991b) “Investissement extérieur direct et systemes productifs en France et au Japon” en *GRREC, Crise et Regulation. Recueil de texts, 1983-1989*. Université Pierre Mendès France, Grenoble, pp.175-223. (Communication au 3e Congrès franco-japonais, Université de Waseda, 8-10, octobre, 1988).

\_\_\_\_\_ (1988a) “Acerca de algunas interrogantes sobre la teoría de la crisis” en *El capitalismo contemporáneo Regulación y Crisis*. DE BERNIS, G., Editorial Nuestro Tiempo, México, pp. 157-205.

\_\_\_\_\_ (1988b) “Guía de Lectura” en *El capitalismo contemporáneo. Regulación y Crisis*. DE BERNIS, G., Editorial Nuestro Tiempo, México, pp. 17-80.

\_\_\_\_\_ (1988c) “Les contradictions des relations financières internationales dans la crise”, *Economie et Société*. No. 5, ISMEA, Paris, pp. 101-132.

\_\_\_\_\_ (1988d) “Endettement et développement: Quelques leçons de la crise actuelle” et *Économie Appliquée*, tome XLI, No. 4, ISMEA, Paris, pp. 679-708.

GIRÓN, A. (1995) *Fin de siglo y deuda externa: historia sin fin*. Cambio XXI e Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM, México.

GUTTMANN, R. (2010) “La crisis del patrón dólar” en *Crisis Financieras. Nuevas manías, viejos pánicos*. GIRÓN, A.; P., RODRÍGUEZ y J., DÉNIZ, (coordinadores) La Catarata, Madrid, pp. 183-204.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) (2011a) *World Economic Outlook*. International Monetary Fund, Washington, April.

\_\_\_\_\_ (2011b) *Global Financial Stability Report*. International Monetary Fund, Washington, April.

LICHTENSZTEJN, S. (2010) *Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial. Instrumentos del poder financiero*. Universidad Veracruzana, Jalapa, México.

\_\_\_\_\_ (1983) “IMF-Conditionality and Strategy”, in *IMF Conditionality*. Williamson, J. (Editor) Institute for International Economics, Washington.

VIDAL, G. (2009a) “Capitalismo rentista y otras historias” en *Ola Financiera*, núm. 2, México, Universidad Nacional Autónoma de México, enero-abril, pp. 1-19, en <http://www.olafinanciera.unam.mx>

\_\_\_\_\_ (2009b) “Privatizations in Latin America” in *Critical Essays on the Privatization Experience*. ARESTIS, P. y M., SAWYER (editors), Palgrave-Macmillan, England and United, States, pp. 202-245.

\_\_\_\_\_ (2008) “Capital extranjero, determinantes de la acumulación y desarrollo” en *Nuevas rutas para el desarrollo en América Latina*. MAESTRE, J.; A. CASAS y A. GONZÁLEZ (compiladores) Universidad Iberoamericana, México, pp. 25-39.

\_\_\_\_\_ (2002) *Grandes empresas, economía y poder en México*. 2ª edición, Plaza y Valdés Editores, México.

\_\_\_\_\_ (2001) *Privatizaciones, fusiones y adquisiciones. Las grandes empresas en América Latina*. Anthropos Editorial, Barcelona.

WOLFSON, Martin (1986) *Financial Crisis*. M.E. Sharpe Inc, New York.

