

PIERRE SALAMA\*

## DEUDAS Y DEPENDENCIA FINANCIERA DEL ESTADO EN AMÉRICA LATINA\*\*

LAS CRISIS FINANCIERAS de los años ochenta difieren profundamente de las crisis de los noventa. Las primeras se explican, esencialmente, por la magnitud del servicio de la deuda externa y la obligación de los países latinoamericanos de financiarlo a partir de recursos propios. En contraste, las segundas se originaron por la fuerte liberalización y desregulación financiera externa. Sin embargo, en los dos casos, el desarrollo financiero es responsabilidad del Estado aun cuando los regímenes de crecimiento de los años ochenta y noventa sean divergentes.

Más precisamente, la relación finanzas-Estado en los países latinoamericanos se modificó en numerosos aspectos, pasó de privilegiar a los empresarios industriales a priorizar un proceso de financiarización, que se muestra en la preponderancia de las finanzas sobre la inversión productiva. Aun cuando algunos estudiosos del tema siguen el enfoque interpretativo de Minsky, opuesto al precio de oferta de bienes de inversión, donde intervienen la tasa de rentabilidad (*mark up* o explicación kaleckiana) y el precio de demanda, y donde la tasa de interés ocupa un

\* Profesor de Economía, Universidad de París XIII, Villetaneuse. Doctor de Estado en la Sorbona de París. Miembro del Comité de Redacción de *Tiers Monde* y de diversas revistas científicas latinoamericanas.

\*\* Traducción: Marcia Solorza.

lugar muy importante, desde mi punto de vista este no es el más adecuado, a pesar de su riqueza y originalidad en el análisis. Esto porque, en América Latina, el financiamiento vía crédito es relativamente más débil que en los países desarrollados<sup>1</sup>, sobre todo porque la debilidad de la tasa de formación bruta de capital se explica, en primer término, por el comportamiento frecuentemente rentista de los empresarios, que está ligado a una estructura de ganancias diferente y, en segundo lugar, porque, frecuentemente, existe la oportunidad de operar arbitrajes a favor de inversiones en portafolio con tasas de interés atractivas en bonos del gobierno. Estos dos factores actúan en el mismo sentido y ocasionan que la tasa de inversión en los países de América Latina sea cada vez más débil en relación a las tasas de inversión operantes en las economías asiáticas.

No obstante, el aumento de las tasas de interés debe traducirse en una disminución del valor de los activos, en una reducción de la demanda de bienes de inversión ocasionando una caída de las ganancias, y en un aumento de los cargos por interés. Así, la crisis financiera de tipo Ponzi<sup>2</sup> deberá producirse. Nuevamente vemos que este otro tipo de análisis no es el mecanismo más importante, pues tomando en cuenta los aspectos esenciales, no explica la crisis financiera en América Latina como probablemente sí lo logra en el caso de los países asiáticos<sup>3</sup>.

Entonces, la diferencia entre el precio de oferta y el precio de demanda no es el elemento central que determina el nivel de la inversión en los países latinoamericanos. Lo determinante es el contexto particular en el que intervienen los empresarios, y las tasas de interés elevadas que favorecen su comportamiento rentista. Dicho de otra manera, el aumento de la tasa de interés actúa indirectamente sobre la inversión al elevar el costo de ciertos créditos, y generar las oportunidades para un intercambio (*trade off*) a favor de las actividades financieras. Ante

---

1 En los años noventa los empresarios de países desarrollados financian sus activos de la siguiente manera: 70% mediante autofinanciamiento, 20% por la vía del endeudamiento y 10% a través de la emisión de acciones. Mientras que en los países latinoamericanos las cifras respectivas son: 80% con autofinanciamiento y el 20% restante se recurre al endeudamiento y a la emisión de acciones. Según Beczuk, de CEF: "las economías avanzadas tienen, aproximadamente, un stock de crédito equivalente a 110% del PIB pero, por ejemplo, en Argentina en la época de la Convertibilidad era de 34%, y en 2003 de un poco menos del 10%".

2 Decimos que una empresa se encuentra en una situación Ponzi cuando sus anticipos de ganancias la conducen a pedir prestado desmesuradamente. Cuando muestra que el *cash flow* del último período lo empleó para reembolsar intereses más principal. Cuando los anticipos no se realizan a consecuencia de los errores debidos al optimismo, y que la tasa de interés aumenta para frenar el exceso de inversión. Cuando el *cash flow* resulta insuficiente. Cuando la estructura financiera de la empresa se desestabiliza y la crisis financiera estalla. Un ensayo que introduce los trabajos de Minsky en América Latina es el de Krémer (1988).

3 Ver Chesnais (1996). De acuerdo con nuestro estudio, ver Salama (2000).

esta situación, los bancos actúan comprando, o colocando, los títulos de la deuda pública y dejan de lado su función de proporcionar crédito a los empresarios. De aquí, la preocupación por demostrar que las crisis financieras en los países de América Latina guardan relación con el régimen de crecimiento y la política económica de gobierno.

Sin embargo, es importante advertir que la crisis financiera no tiene la misma significación en los años ochenta que en los noventa. Los dos casos asemejan aparentar una crisis de tipo Ponzi aplicada al Estado, donde los recursos del país no son suficientes para financiar la totalidad del servicio de la deuda. En los años ochenta, los países latinoamericanos firmaron cartas de intención a fin de obtener créditos “involuntarios” que complementan el esfuerzo hecho sobre sus propios recursos, y en los años noventa, fue nuevamente posible el acceso a los mercados financieros internacionales, lo cual no los excluye de recurrir a los créditos involuntarios. En el primer período, el servicio de la deuda genera una hiperinflación y una deuda interna considerable, y la reducción del poder de compra es a la vez la razón de la inflación y de la crisis económica. En dicha crisis, la pauperización es absoluta para una parte importante de la población. En el segundo caso, el servicio de la deuda se inscribe en el contexto de recuperación económica y de un fuerte aumento de la productividad del trabajo. Por tanto, se pretende demostrar que la dependencia financiera conduce a una pauperización relativa de una parte importante de la población.

## LA DÉCADA PERDIDA Y EL CÍRCULO VICIOSO DE LAS FINANZAS

El desarrollo de las actividades financieras no es, por naturaleza, parasitario. Usualmente, las empresas operan en un ambiente macroeconómico sobre el cual manjean información incompleta y, en general, tienen poco control. La complejidad de la producción ha ido en aumento debido a la incertidumbre respecto a la rentabilidad de los proyectos, por lo que la cobertura de estos nuevos riesgos conduce a un desarrollo de productos financieros igualmente complejos. Bajo estas circunstancias, el mercado financiero –a condición de que sea suficientemente grande y diversificado, que no es el caso en América Latina– puede permitir el desarrollo de nuevas tecnologías y, por consecuencia, asegurar la conversión del aparato productivo hacia la fabricación de productos industriales de mayor sofisticación, y crear los productos financieros adaptados al riesgo. No obstante, la exportación de productos complejos no sólo necesita la intervención de los bancos y la instalación de un “paquete” financiero complejo y original, sino que también requiere utilizar productos financieros sofisticados, lo cual afirma el avance de los derivados para cubrir una serie de riesgos a los que se debe el cambio. Así, la complicación del mercado financiero en relación a esos produc-

tos y a su ejecución es, en cierta medida, la consecuencia de lo complejo de la producción. El despegue de esta innovación financiera estuvo aparejado a la liberalización financiera: apertura, desintermediación y desregulación. A pesar de implicar costos elevados, la “complejización” financiera permite obtener ganancias superiores a dichos costos<sup>4</sup>. Por tanto, el desarrollo de las finanzas y el auge de los productos financieros sofisticados en abstracto no contribuyen al desarrollo del capital, ya que el ciclo del capital no puede llevarse a cabo en tanto dichas actividades no favorezcan la valorización del capital productivo. El crecimiento del sector industrial requiere un crecimiento más que proporcional al del sector financiero. En cambio, se da un vuelco hacia la financiarización cuando el desarrollo de las actividades financieras obedece al encanto de nuevos productos financieros con el objetivo de disminuir el riesgo tomado en el financiamiento productivo. La financiarización es el umbral a partir del cual el sector financiero, más lucrativo que el sector productivo, se desarrolla a expensas de este último.

De esta forma, el sector financiero parece ser autónomo respecto al sector productivo. Las finanzas tienen dos caras: un lado virtuoso que facilita la acumulación, y otro parasitario que se convierte en su detractor. Los dos lados coexisten, uno conduce al otro, lo vicia y pervierte de acuerdo al período y al ambiente macroeconómico (distribución de ganancias, tipos de inserción en el mundo económico, relaciones con las economías desarrolladas y los mercados financieros internacionales). Cuando el lado virtuoso predomina sobre el lado parasitario, las actividades financieras pueden ser incluidas como las actividades comerciales analizadas por Marx: ellas son “indirectamente productivas”. En esta situación, el desarrollo de las finanzas es virtuoso al generar un aumento de patrimonios ficticios cuando el crecimiento de la capitalización bursátil es importante, porque el crecimiento de esos patrimonios ficticios aumenta la propensión a consumir y ofrece un campo suplementario a la valorización del capital productivo. Dado lo anterior, la tasa de inversión aumenta y el endeudamiento facilitado por el aumento de los valores retenidos por las empresas incrementa su capitalización bursátil. Ciertamente, esa deuda financiera es ocasionada por el aumento de la inversión pero, esencialmente, es provocada por la compra de activos a precios elevados debido a los procesos de reagrupamiento del capital. En suma, este impulso de las finanzas favorece el aumento de la tasa de crecimiento y nos aleja de una interpretación unilateral, de concebir a

---

4 Frecuentemente, los análisis de inspiración marxista tienden a insistir sólo en el aspecto del costo. Esto es descuidar la casa de Marx, donde la acumulación de capital es analizada a partir de un ciclo, es decir, el del capital productivo.

la relación finanzas-industria desde el punto de vista de las ganancias industriales operadas por las finanzas.

Como podemos observar, ese no es el caso de la figura que caracteriza a los años ochenta en América Latina. Lejos de ser “virtuosas”, las finanzas resultan “viciosas” y “perversas”. Las altas rentas obtenidas en el ámbito financiero acentúan las desigualdades entre los rendimientos del capital y los del trabajo, minan la acumulación, limitan la creación de empleos y favorecen el desarrollo de una sociedad de exclusión.

En una nueva y rápida mirada sobre las crisis financieras de inicios de los años ochenta, podemos ver que México no puede pagar más el servicio de su deuda, mucho menos el principal, por lo que los mercados financieros internacionales reaccionan de manera extremadamente brutal: los países latinoamericanos, más que los países asiáticos, no pueden desde ese momento acceder a los créditos internacionales, sin antes firmar una “carta de intención” con el Fondo Monetario Internacional (FMI). En lo sucesivo, los países latinoamericanos deben financiar una parte sustancial del servicio de su deuda con recursos propios y negociar con el FMI la amortización del capital. Por tanto, por un lado, buscan elevar sus exportaciones a fin de alcanzar un saldo neto positivo en su balanza comercial y, por otro, implementan una política de austeridad, que significa una reducción drástica de los gastos públicos, y una maxi-devaluación. En resumen, en promedio, las exportaciones de los países latinoamericanos debían sobrepasar a sus importaciones en un 30%, y el servicio de su deuda debía representar entre 2 y 5% del total de la riqueza producida (PIB). Es decir, en América Latina los flujos de capital tienen un sentido inverso: se exporta más capital que el que se recibe. En la década del ochenta, se impusieron en América Latina criterios económicos similares a los establecidos a título de indemnizaciones de guerra por el Tratado de Versalles a Alemania después de la Primera Guerra Mundial.

El precio a pagar por los países latinoamericanos fue extremadamente pesado: depresión durante diez años en razón de la reducción de los gastos públicos<sup>5</sup>. En muchos países, el incentivo para invertir disminuye, hay hiperinflación seguida de devaluaciones masivas, y aumentan la pobreza y las desigualdades. En ese contexto, los pobres sufren más la inflación por ser pobres debido a que el servicio de la deuda externa se convierte en un gasto antes de ser presupuestado, por dos razones: una

---

5 Se podría agregar que la transferencia neta negativa es asimilable a un exceso de ahorro, exceso que no permite un financiamiento de la inversión puesto que sirve para financiar el servicio de la deuda. Ese exceso de ahorro tiene por corolario una insuficiencia de consumo y, por tanto, debilita a la demanda efectiva. En una interpretación keynesiana se podría añadir que esa caída en la demanda efectiva produce efectos negativos sobre las anticipaciones de los empresarios, y son tales que las inversiones se ven reducidas.

parte importante de la deuda total es pública, y el riesgo de transferencia de la deuda privada es, a menudo, tomado por el Estado. Entonces, el problema a resolver es el siguiente: ¿cómo apropiarse las divisas que quedan libres por las devaluaciones y financiar con ellas el servicio de la deuda externa si se tiene en cuenta que no es posible aumentar la tasa de ahorro global? Además, las maxi-devaluaciones, unidas a la persecución de una política proteccionista, aunque apuntan a liberar un saldo positivo de la balanza comercial y a producir las divisas necesarias para cubrir el servicio de la deuda externa, precipitan el aumento de precios hacia niveles más elevados y aumentan, de facto, el ahorro forzoso. Es decir, las maxi-devaluaciones constituyen aquello que los economistas latinoamericanos neo-estructuralistas han denominado un “choque de oferta”. El Estado emite los bonos del tesoro, cuyas tasas están indexadas, inicialmente, a la inflación pasada, y luego, a la anticipada; es decir, de hecho se indexa a la tasa de costo variable en paralelo, el mejor indicador de la inflación futura. Este es el contexto hiperinflacionista creado, el cual paradójicamente volvió atractivos a los bonos emitidos por el Estado. El empobrecimiento absoluto de unos permite el enriquecimiento absoluto de otros, como si se tratara de un “juego” de suma cero. La transferencia de una parte del ahorro interno puede ser realizada, pero no es posible su devolución porque se genera un proceso de ahorro forzado y, peor aún, se realiza a través de una dolarización. Todo este proceso se realiza con ahorro forzoso en moneda local para financiar el servicio de la deuda externa en dólares, en tanto que la tasa de ahorro voluntaria no aumenta. De esta forma, la deuda externa propicia una deuda interna difícilmente controlable. La deuda es cada vez más lucrativa para los bancos y una pequeña fracción de la población. Igualmente, el servicio de la deuda tiene efectos desastrosos para la mayoría de la población y particularmente en los sectores más empobrecidos, pero es benéfico para una minoría.

El ambiente económico prevaleciente en América Latina durante los años ochenta desplaza la inversión de la producción a los bonos del gobierno por ser estos más lucrativos. Este acelerado deterioro de la situación económica y el paso progresivo a una muy alta tasa de inflación ocasiona que las empresas traten de protegerse de la incertidumbre comprando bonos del gobierno, e incrementando el peso de dichas compras en su balance. Asimismo, este hecho ocasiona que la inversión se oriente cada vez más hacia la especulación<sup>6</sup> sobre un número relativamente restringido de productos financieros, los cuales resultan más ren-

---

6 “Recordando la imagen de Keynes: el problema del financiamiento, permite la movilización de recursos reales. Un buen sistema financiero permite transformar las piedras en pan. Ahora sufrimos de un fetichismo financiero a riesgo de transformar el pan en piedra” (entrevista a H.W. Singer, antiguo director del Banco Mundial, en la revista *Alternatives économique*, febrero de 1994).

tables y atractivos a corto plazo y en períodos hiperinflacionarios debido al diferencial de riesgo con respecto a las obligaciones a largo plazo. El resultado se refleja en una caída de la tasa de inversión productiva, especialmente en los períodos de crisis, dejando al descubierto que la financiarización de las empresas trae como consecuencia la pérdida de competitividad en la concurrencia internacional. Esto se agudiza cuando las fronteras se abren y disminuyen los subsidios<sup>7</sup>, pues sufren una rápida obsolescencia en su equipo y técnicas de producción. De hecho, esta relación se complejiza debido a las políticas macroeconómicas seguidas por los gobiernos a fin de satisfacer las exigencias impuestas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) para otorgarles “facilidades” para pagar su deuda externa, que limitan la progresión del gasto público y reducen fuertemente su funcionamiento, en particular, su participación en la inversión<sup>8</sup>. Cuando el grado de apertura de las economías es relativamente débil, como es el caso de las economías latinoamericanas en los años ochenta, la reducción del gasto público tiene un efecto depresivo sobre el nivel de actividad económica dado que las inversiones privadas siguen la misma tendencia. En suma, la crisis, al pasar de una inflación considerable a una hiperinflación, favorece las colocaciones especulativas en bonos del gobierno, pues resultan más lucrativos que la inversión productiva. Pero esa no es la sustitución de inversión, o colocación financiera que está relacionada directamente al origen de la propia crisis. Se trata de un freno económico, de una crisis inflacionaria que ocasiona la recesión hiperinflacionaria provocada por la política restrictiva del gasto público y la transferencia neta consecutiva de capital hacia el exterior lo que favorece esa sustitución, lo que acentúa el efecto depresivo en esa fase de muy alta inflación y de crisis económica.

Se comprende así que el problema de los efectos de las finanzas debe ser visto en dos niveles: el macroeconómico y el de las empresas. Esto es, el servicio de la deuda externa financiado con recursos propios en un contexto de economías cerradas ocasiona la profusión de productos financieros, que son la fuente de un aumento considerable de la deuda interna en un tiempo relativamente corto. Sin embargo, en los países latinoamericanos, el peso creciente de las finanzas no proviene de una mayor complejidad de la economía, como es el caso en los países desarrollados donde el servicio de la deuda es la manifestación de una mayor libertad externa. En este contexto latinoamericano con altas y volátiles tasas de interés, los bancos dejan de ofrecer créditos a las em-

---

7 Ese pasivo explica, en parte, la importancia de la destrucción del capital, hecho consecutivo a la apertura de fronteras en México y Argentina, pero también a la brecha comercial.

8 El aumento de gastos públicos se explica, sobre todo, por la progresión elevada del servicio de la deuda interna y de la deuda pública externa.

presas, no juegan más el rol de intermediarios frente a los empresarios; pero sí lo hacen ante el Estado al suscribir y colocar los títulos altamente lucrativos de su deuda interna.

Adicionalmente, en los años ochenta, la valorización del capital en América Latina se sustenta en el mecanismo de la extracción de plusvalía absoluta, alargamiento de la jornada de trabajo seguida por la multiplicación de empleos para sobrevivir en razón de la reducción del poder de compra<sup>9</sup>. Así, las transferencias de valor son hechas de manera arcaica, y si suponemos que la tasa de rentabilidad es inferior a la tasa de interés indexada a los bonos del tesoro emitidos por el gobierno, se puede considerar que una parte de las ganancias industriales es liberada para ser destinada a la compra de esos bonos en detrimento del autofinanciamiento. Por consiguiente, es de esperarse una dismución de la tasa de inversión. Un círculo vicioso se desencadena, y es cada vez más difícil de romper ya que la caída de la rentabilidad industrial suscita reacciones para su restablecimiento. En el contexto de financiarización, la rentabilidad industrial no puede restablecerse por la vía de una utilización más intensiva de nuevas tecnologías, pues se necesita un aumento de la inversión. La salida es recurrir a la disminución de los costos salariales gracias a una caída de los salarios reales<sup>10</sup>, y al reforzamiento de las modalidades arcaicas de explotación de la fuerza de trabajo.

## UN RÉGIMEN DE CRECIMIENTO CON FUERTE DEPENDENCIA FINANCIERA

En los años noventa, por razones diferentes a las que hemos tratado, las finanzas desarrollan aspectos parasitarios y no llegan a adquirir los elementos “virtuosos” duraderos que podrían haber tenido. En esta década, la tasa de inversión aumenta muy poco<sup>11</sup> y permanece débil si la

---

9 Encontramos desarrollado ese mecanismo en Chesnais (1996).

10 En las grandes empresas, existen medidas de indexación a precios. Esto es favorable si se compara con la situación no beneficiosa de los trabajadores, ya que el salario real es recortado a la mitad del intervalo entre el salario alto y el bajo. Para los productos financieros, la indexación no es *ex post* pero sí *ex ante*, y el mecanismo inverso puede ser observado en los salarios. La bibliografía sobre el tema es, considerablemente, de inspiración kaleckiana. Se puede hacer referencia a Ros (1993), y para una presentación de esos análisis, al libro de Salama y Valier (1994) o bien Salama (1999).

11 En Brasil, esta tasa es ligeramente más baja a mediados del período 1990-2002 que en los años ochenta, y aún más baja que la de los años setenta (medida a precios de 1980). Sin embargo, con la apertura cayeron las tasas de importación de bienes de equipo que incorpora tecnología de punta, respecto a la producción local que utiliza tecnología antigua. Esto proporciona a la inversión un ahorro de capital en el sentido definido por Joan Robinson: se da una caída del valor de los bienes de inversión con respecto a los bienes de consumo. Por tanto, de acuerdo a cifras oficiales se puede considerar que la tasa de formación bruta de capital en el último período está subestimada en dos puntos porcentuales medida a precios de 1980.



comparamos con la de las economías asiáticas. De la misma manera, las macroeconomías abiertas se “desplazan”: el servicio de la deuda encuentra otras soluciones y tiene otros efectos sobre el crecimiento, el alza de los precios y la distribución de las ganancias. La dependencia financiera macroeconómica que caracteriza a los regímenes de crecimiento que se dedican a colocar para salir de la crisis inflacionista alimenta el comportamiento rentista de la mayor parte de los empresarios: las tasas de inversión aumentan poco y la economía se inscribe en una “lógica de economía casino”.

El sistema financiero internacional se modifica justo a partir de la crisis de 1982 (cese del pago de México e inicio de la “década perdida” en América Latina). Los préstamos se realizan bajo forma de créditos sindicados y se desarrollan nuevos productos financieros: obligaciones internacionales, bonos y cuentas. En tanto, los créditos pierden su importancia, salvo los flujos de capital que se dirigen hacia los países asiáticos. Con excepción de los créditos “involuntarios”, el servicio de la deuda se financia con recursos propios.

No obstante, en los años noventa, con la liberalización de sus mercados, los países latinoamericanos vuelven a tener acceso a los mercados financieros internacionales: el servicio de su deuda es nuevamente financiado, en mayor medida, por las entradas de capital<sup>12</sup>. Esencialmente, esas entradas de capitales “voluntarios” financian, en una

---

12 Recordemos que  $S - I = Y - A = X - M$ , donde  $S$  corresponde al ahorro privado,  $I$  a la inversión,  $Y$  al producto nacional,  $X$  a las exportaciones,  $M$  a las importaciones, y  $A$  a la absorción sea  $(C + I + G)$  donde  $C$  es el consumo, y  $G$  los gastos públicos.

Si  $T$  corresponde a los ingresos públicos, se puede escribir:  $Y - T = C + I + (G - T) + (X - M)$ .

Asimismo,  $S$  es el ahorro privado, en una  $S = Y - C - T$ , donde la relación contable de base es:  $X - M = (S - I) + (T - G)$ .

El déficit (o el excedente) de la balanza comercial corresponde a los déficits (o los excedentes) de los ahorros netos privados y públicos. Se trata de una identidad contable que la corriente liberal interpreta como una relación económica y deduce que el déficit de la balanza comercial, fuente de endeudamiento, es el resultado de un consumo excesivo, tanto privado como público. La apertura externa debe permitir una mejor asignación de los recursos y una especialización internacional conforme a las dotaciones factoriales. Asimismo, el excedente presupuestal debería permitir pagar el servicio de la deuda pública y el exceso de ahorro privado sobre la inversión y el servicio de la deuda privada. La entrada de capitales debería permitir atenuar ese esfuerzo y ayudar a financiar el servicio de la deuda. Se comprende que, según este enfoque, la política económica preconizada sea la apertura y liberalización de los mercados y el fin de la represión financiera: de un aumento de las tasas de interés. Este enfoque se distingue de lo propuesto por los keynesianos que insisten sobre la oferta: el aumento de la inversión (el déficit aceptado temporalmente) debería conducir a un aumento del producto y las ganancias y, por consiguiente, del ahorro. Las divisas son jerárquicas, las de los países emergentes tienen poco peso para enfrentar al dólar y, como lo hemos visto, esto entraña una serie de mecanismos originales y particularmente perversos porque el Estado debe comprar las divisas, cuando tiene necesidad, a tasas de interés elevadas, volviendo pesada la carga de la deuda interna y haciendo, por tanto, más fuerte la reducción de otros gastos conforme a las exigencias del FMI para lograr un excedente primario del presupuesto.

primera fase, el saldo negativo de la balanza comercial, mientras que los intereses de la deuda, y la amortización del principal, son en gran parte financiados por los préstamos “involuntarios” de los bancos y los financiamientos directos de las instituciones financieras internacionales. Esto es, la entrada de capitales está principalmente constituida por la emisión de bonos; posteriormente, en una segunda fase, disminuyen y su lugar es ocupado por las inversiones extranjeras directas. En una tercera fase, el saldo negativo de la balanza comercial se torna positivo, y las devaluaciones sumadas a la adopción de un sistema de cambios flexibles contribuyen a mejorar los términos de intercambio. Estos son los primeros resultados de la modernización del aparato de producción empresarial, y del retorno del crecimiento alentado por la subida de los precios de ciertas materias primas y por la apertura externa<sup>13</sup>.

Para la mayoría de los países latinoamericanos el nuevo milenio inicia con dos cambios importantes: el saldo negativo de la balanza de cuenta corriente disminuye y tiende a invertirse, particularmente en Brasil y en Argentina (con la caída del PIB) con la aparición de saldos fuertemente positivos de la balanza comercial (salvo en México entre los grandes países); y las inversiones directas se reducen drásticamente. Sin embargo, con la crisis bursátil de 2002, las inversiones en portafolio disminuyen y la región se encuentra en una posición paradójica: las necesidades de financiamiento totales ceden en muchos países sin que, por tanto, puedan reencontrar siempre las capacidades de financiamiento a su altura. Las entradas netas de capital (bonos del tesoro, acciones) no son suficientes para financiar la amortización de la deuda externa antigua (créditos bancarios) como tampoco la deuda externa nueva (créditos de las instituciones financieras internacionales)<sup>14</sup> lo cual los obliga a pasar por “las horcas caudinas” del Fondo Monetario Internacional.

---

13 La apertura de esas economías ha conducido a una reestructuración del tejido industrial y una relativización de la industria respecto a otras fuentes de riqueza como la agricultura. El tejido industrial se está reestructurando gracias a la importación de bienes de equipo, incorporando nuevas tecnologías y tomando menos costos en razón de la liberalización de los cambios exteriores. Esas importaciones junto con las nuevas organizaciones del trabajo y el aumento de la flexibilidad de la mano de obra permiten, fuera de los períodos de crisis económica, un crecimiento sostenido de la productividad del trabajo (originada por un crecimiento de las exportaciones). En ciertos países, este proceso va más allá: desaparecen divisiones completas del sector industrial y el crecimiento de las exportaciones será el fruto de una especialización incrementada sobre los productos primarios agrícolas y minerales. Tal es el caso, por ejemplo, de Argentina y Chile. En otros casos, como el de México y de numerosos países de América Central, las inversiones extranjeras se multiplican a fin de producir para el mercado interior (México), o bien de destinar la producción con muy poco valor agregado nacional al mercado exterior (México, América Central). Ver Lautier et al. (2004).

14 Reunimos aquí el análisis de Kregel (2003).

En los años noventa la inflación cesa, y recomienza en América Latina un crecimiento lento (a tasas bajas). Esto es, el crecimiento en ocasiones está vivo (Argentina), aunque frecuentemente es modesto si se le compara con el de los años cincuenta a setenta, o bien con el de las economías asiáticas. Sin embargo, en conjunto, no es más elevado y volátil. Este régimen de crecimiento con tendencia a la estangflación es adoptado para salir de la crisis de los años ochenta y, sobre todo, para hacer frente a la volatilidad, la cual actúa negativamente sobre la amplitud del crecimiento.

Una cierta tendencia a la estangflación aparece sin que se pueda decir con mayor certeza si se trata de un movimiento de larga duración<sup>15</sup>. Esta tendencia se explica, fundamentalmente, por el reforzamiento de las desigualdades del producto durante la crisis de los años ochenta<sup>16</sup>.

Las fuerzas desiguales dificultan un aumento de la tasa de formación bruta de capital, “estancada” a un nivel de debilidad cuando se le compara con la alcanzada en las economías asiáticas. Esta importante desigualdad alimenta un comportamiento “rentista”, permitiendo así que aproximadamente entre el 30 y el 35% de la población en América Latina tenga un nivel de ingreso más o menos equivalente al correspondiente a estratos similares en los países desarrollados, mientras que el ingreso medio de la población sea muy inferior. Además, matemáticamente, la diferencia entre los ingresos de los estratos más altos y los medios de la población en América Latina son mucho más importante que en los países desarrollados. Es por ello que esta diferencia explica la dificultad de que numerosos bienes durables, como los automóviles, “se proletaricen”: su oferta no encuentra demanda solvente por parte de una importante fracción de la población, a diferencia de la que se puede observar en los países desarrollados. Es así como nos explicamos la razón de que cuando el mercado se reduce de manera absoluta y de manera relativa respecto a las dimensiones de la libre oferta, las expectativas de crecimiento para ese tipo de bienes son limitadas, y se puede asistir a la paradoja de una valorización del capital satisfactoria con una reinversión débil; y, por tanto, cuáles son las razones aducidas por los capitales que prefieren salir del sector o del país, pues las perspectivas de expansión de ese mercado permanecen poco favorables<sup>17</sup>.

---

15 Hemos intentado teorizar esos procesos en un artículo escrito en honor a Celso Furtado (Salama, 2003).

16 Hemos analizado las causas de este profundizando en las desigualdades (Salama, 2002).

17 La Argentina de los años noventa, hasta que abandona el plan de convertibilidad, ilustra este tipo de comportamiento: valorización elevada del capital en las grandes empresas y repatriación de considerables ganancias.

Este régimen de crecimiento con dominio financiero, puesto en marcha en los años noventa, tiende a producir modificaciones de la estructura de ingresos. Un ejemplo es el giro hacia una bipolarización de la población, aun cuando el nivel de desigualdades se mantiene más o menos estable a un nivel elevado. Entre el 5 y el 10% de la población –la más acomodada– percibe un aumento de sus rentas respecto al ingreso total; al siguiente 30% de la población lo caracteriza una diferenciación en sus entradas: aquí encontramos a aquellos cuyos emolumentos se acercan a los de la población de mayores ingresos y a los que sus percepciones, aunque por encima de la media, tienen una menor velocidad de crecimiento; el 60% restante de la población sufre un proceso de empobrecimiento relativo. Un mecanismo semejante está en curso en Estados Unidos: los estratos medios pierden su importancia y la sociedad se aproxima a una situación parecida a la de inicios del siglo XX. Una sociedad caracterizada por un numeroso ejército de empleados al servicio del estrato más rico de la población. Pero este “regreso” manifiesta un retroceso social importante<sup>18</sup>, por lo que lógicamente la estructura de gastos se ve afectada. Con mayor precisión, lo que está ocurriendo es que los gastos suntuarios de los estratos altos y su “redistribución” de ingresos en el empleo creciente de empleados domésticos no tienen una naturaleza dinamizadora de la oferta sectorial que conduzca a lograr una valorización del capital, excepto en el sector de la construcción. Es verdad que esos estratos altos tienen tendencia a ahorrar más que los estratos medios empobrecidos, pero una gran parte de su ahorro se refugia en los fondos que no alimentan la inversión productiva. En efecto, ese ahorro se destina principalmente a comprar bonos del gobierno emitidos para financiar el servicio de su deuda interna. Aun más, si ese ahorro fuera depositado en los bancos no proveería el financiamiento de las inversiones productivas dado que las tasas de interés son muy elevadas para incitar a proporcionar préstamos a los empresarios y a los gobiernos. En realidad, el ahorro depositado alimentaría la demanda de liquidez del Estado para financiar sus deudas, no para invertir.

El problema central radica en que esa desigualdad no es contrabalanceada por una intervención consecuente del Estado en la esfera

---

18 Sin embargo, la única diferencia entre Estados Unidos y los países de América Latina es que en estos últimos procesos operan a partir de un nivel de desigualdades superiores. Contamos con cifras que nos permiten aclarar este punto: en 1998, según el BID, en Estados Unidos el coeficiente de Gini correspondiente al 100% de la población era de 0,38 y el del 90% de la población menos acomodada era de 0,35. De acuerdo al BID, este no es el caso de Chile, pequeño país y ejemplo extremo en América Latina donde las cifras respectivas son de 0,58 y de 0,27. El Gini de Brasil, país grande de América Latina, según el BID, se acerca a 0,6 para la población total y a 0,44 para el 90% de la misma.

económica a través de una política industrial activa. Por lo que puede considerarse que los factores favorecedores de la tendencia al estancamiento continúan predominando. En este sentido, la tesis neo-estructuralista de la tendencia al estancamiento de los años sesenta-setenta conserva una gran parte de pertinencia y puede servir de base a la elaboración de una nueva teoría del estancamiento.

De acuerdo a lo señalado puede decirse que el crecimiento de los años noventa es volátil, marcado por las crisis financieras (Argentina y Brasil fueron casos representativos). Sin embargo, su volatilidad es menos importante que la de los años ochenta<sup>19</sup>.

En la década del noventa, las caídas son frecuentes y pronunciadas<sup>20</sup>, de tal suerte que el perfil de evolución del PIB en los países latinoamericanos se asemeja más a los ciclos europeos del siglo IX con sus altas y bajas absolutas, que a los del siglo XX con sus aceleraciones y frenos. Esta última característica, más que la mediocridad del crecimiento, es la que explica la vulnerabilidad particularmente elevada que sufren los pobres (Lautier et al., 2004). Dicho de otra manera, una tasa de crecimiento medio en el largo plazo es equivalente a la vulnerabilidad. Esta es muy importante porque la volatilidad es muy grande y débil. Por consiguiente, el deterioro de las condiciones de vida en América Latina durante los años noventa es inversamente proporcional al grado de riqueza. En el caso de los pobres, el sector permanece desfasado con respecto al ciclo, aun cuando el crecimiento se reanuda, en razón de deficiencias históricas (Lautier et al., 2004; Lustig, 2000).

En algunos países de América Latina, la apertura feroz de los mercados de capitales, al presentarse crisis financieras, tiene efectos extremadamente brutales sobre la economía real. Tratar de detener la huida de capitales conduce a elevar las tasas de interés a niveles astronómicos, que rápidamente, a falta de desalentar las fugas de capitales, paralizan la producción y precipitan las crisis económicas.

Esta situación ha permitido a los economistas redescubrir que la velocidad de reacción de la economía real es mucho más lenta que la

---

19 La bibliografía reciente sobre esa cuestión comienza a ser importante: Rodrik (2001), Lustig (2000) y Mogueillansky (2003).

20 La primera crisis aparece a mediados de los noventa. El déficit comercial de México (20 mil millones de dólares en 1994) alcanza una dimensión tal que los inversionistas extranjeros comienzan a dudar de la capacidad del gobierno mexicano para asegurar el conjunto de sus obligaciones financieras. Por temor a una devaluación, los capitales nacionales y extranjeros salen del país. La moneda es, por segunda vez, fuertemente devaluada. Una ayuda masiva es propuesta al gobierno mexicano por el gobierno estadounidense a fin de enfrentar la salida masiva de capitales. Es preciso hacer notar que se trata de un nuevo tipo de crisis: esta es la primera manifestación de los efectos de la liberalización brutal y masiva de esas economías. Esta suscita un contexto favorable a la salida de capitales de los otros países frágiles, como Argentina (efecto tequila).

de la economía financiera.<sup>21</sup> Por ejemplo, ven que las reacciones a las siguientes políticas no son inmediatas: un aumento de la tasa de inversión tiene un efecto positivo sobre el crecimiento por un cierto espacio de tiempo, la depreciación de la moneda nacional provoca un auge de las exportaciones –por un cierto tiempo– y hace que sean de mayor magnitud cuando la economía es semi-abierta y los productos exportados no son principalmente materias primas, sobre todo si se apuesta a obtener un saldo comercial positivo.

A la inversa, el sector financiero es más sensible a los movimientos especulativos y a la fuga de capitales, que pueden ser repentinos y considerables. Esa sensibilidad exacerbada repercute de forma desmedida sobre el sector real. Cuando aumenta considerablemente la tasa de interés, los flujos de capital pueden alcanzar montos de hasta 50%. Un ejemplo es el caso de Brasil, debido a los fuertes ataques especulativos en 1998. El primer efecto de esa brutal alza es volver a los créditos caros, lo cual aumenta el servicio de la deuda interna del Estado; posteriormente, hace más difícil la reducción prometida de su déficit; en fin, rápidamente se provoca una recesión, si no es que se acentúa la crisis en el sector real. Estamos entonces en presencia de lo que podríamos llamar un fenómeno de *overshooting* del sector financiero sobre el sector real.

Esta diferencia de sensibilidad es inversamente proporcional al grado de apertura de la economía. Desde el momento en que una de las relaciones más significativa a considerar no es la deuda externa en proporción al PIB, sino la deuda respecto al valor de las exportaciones, queda claro por qué las economías latinoamericanas permanecen relativamente firmes a pesar del aumento de sus tasas de apertura en los últimos diez años<sup>22</sup>.

---

21 En cierta medida, esa constante se encuentra en Calvo et al. (2002). Calvo señala a las economías poco abiertas, endeudadas y, de facto, dolarizadas (CDM) como las economías particularmente sensibles a los movimientos de capitales, sobre todo si sus bancos tienen pocas relaciones con los bancos extranjeros y si la deuda pública es importante. La instauración de una tasa de cambio flexible podría jugar un cierto rol (dependiendo de la calidad de las instituciones del país) si sus características (CDM) son atenuadas (más apertura, menos deuda y dolarización). El escepticismo concierne a la eficacia de una política de cambio cuando la calidad de las instituciones no es mejorada a nivel del régimen tributario, de las finanzas, y de la moneda (Calvo y Mishkin, 2003).

22 En quince años (de 1985 a 2000), el valor de las exportaciones se multiplican por cinco en México, tres en Argentina y dos en Brasil. Por las razones que hemos indicado, se puede considerar que las economías de Brasil y Argentina permanecen relativamente cerradas a pesar del aumento de sus tasas de apertura y de que la economía mexicana se tornaría abierta. Esta última apreciación es matizada: evidentemente, México aumenta más su tasa de apertura que las otras economías, pero una parte no despreciable del auge de sus exportaciones e importaciones es atribuible al desarrollo de las “maquiladoras”, por lo que la tasa de integración varía entre 2 y 5% según las ramas productivas. En América Latina ocurre lo opuesto a aquel donde la integración es muy importante y es producto de una po-

Del mismo modo, si consideramos que sus necesidades de financiamiento son importantes, es notable la capacidad del régimen de crecimiento implementado en los años noventa en América Latina para hacer frente a las crisis financieras. Además, los países latinoamericanos están un poco constreñidos en su parte financiera (interés, dividendos y amortizaciones), con excepción de poder aumentar considerable y durablemente las exportaciones y obtener un saldo positivo más consecuente de la balanza comercial. Sus capacidades de financiamiento están vinculadas a muchos factores, de los cuales unos continuamente engendran efectos perversos, y los otros están un poco limitados por los gobiernos de esos países: la liberalización del mercado financiero y la política de tasas de interés elevadas. En realidad, las posibilidades financieras de los países en desarrollo dependen de la coyuntura creada en torno a los segundos. Se comprende así que el problema de la credibilidad de las políticas gubernamentales no se sitúa en un nivel absoluto, sino relativo. Por ejemplo, es suficiente con que las posibilidades de financiamiento se reduzcan considerablemente para que la magnitud de la brecha entre capacidades y necesidades sea de naturaleza tal que suscite movimientos especulativos y precipite un aumento de la tasa de interés, una crisis financiera, una depreciación de la moneda, en resumen, una disminución del crecimiento. Esa caída de las capacidades de financiamiento puede ser superior a la reducción de las necesidades y de esa forma precipitar una crisis, especialmente si la venida de un nuevo gobierno no puede garantizar a los mercados financieros la conservación de la política económica<sup>23</sup>.

Estos regímenes de crecimiento—como el implementado en América Latina a lo largo de los años noventa—conocen una dependencia financiera muy elevada. La variable de ajuste clave es la tasa de interés<sup>24</sup> en detrimento

---

lítica industrial, como es el caso de la mayor parte de las economías emergentes asiáticas. En México se da un aumento considerable de la apertura a los aspectos “artificiales”, y la economía permanece extremadamente vulnerable a la coyuntura de sus vecinos cercanos (Mejía Reyes, 2003). Recordemos que según las estadísticas oficiales incluidas en el Informe de Comercio Exterior de febrero de 2003, el déficit de la balanza comercial de marzo 2002-febrero 2003 era de 6.895 mil millones de dólares. La industria maquiladora libera un excedente de 18.919 mil millones de dólares; el resto de la industria, un déficit de 25.714 mil millones de dólares. Las exportaciones de la industria maquiladora eran de 78.084 mil millones de dólares y las del resto de la industria de 64.038 mil millones de dólares.

23 Esto se produjo algunos meses antes de la llegada al poder de Lula en Brasil, hasta tanto este no dio importantes garantías al FMI de que su política sería una continuación de la de su predecesor.

24 Decir que la variable clave es la tasa de interés puede parecer paradójico si se consideran los datos de la balanza de pagos de manera superficial. En efecto, esta indica que la entrada de las inversiones de portafolio (bonos y acciones) está disminuyendo considerablemente la ganancia de las inversiones extranjeras directas y de los créditos de las instituciones oficiales. ¿Se podría entonces considerar que la influencia de la tasa

to del crecimiento cuando las entradas netas de capital son insuficientes. Los efectos de la especulación financiera se trasladan rápidamente sobre la tasa de cambio cuando la política económica de los gobiernos adquiere una cierta credibilidad y la capacidad de financiamiento no está limitada por una crisis en los países desarrollados. Esta es la razón por la cual la tasa de cambio real tiene una tendencia a apreciarse respecto al dólar, incluso cuando la tasa de cambio nominal es relativamente fija, o bien cuando flota entre los márgenes de una banda. No obstante, esta apreciación del tipo de cambio es favorable para la repatriación de dividendos y de ganancias producidas por el auge de las inversiones extranjeras directas.

Otra deficiencia del régimen de crecimiento instrumentado en los años noventa en los países de América Latina es que cuando las necesidades de financiamiento aumentan considerablemente a causa del ascenso potencial de los intereses de la deuda, y por la insuficiencia de ciertas entradas —caída de las inversiones extranjeras directas y de portafolio—, los mercados pueden perder confianza. Ante esta situación se recurre a aumentar las tasas de interés para frenar ese movimiento de desconfianza y evitar la caída de la inversión. Pero como la desconfianza es muy importante, ocasiona que la velocidad financiera y la velocidad real sean diferentes, hecho que sumado a la alta relación endeudamiento-exportaciones conduce al alza desproporcionada de las tasas de interés precipitando la crisis, sobrecargando el servicio de la deuda interna y dificultando responder positivamente a las exigencias de los mercados financieros internacionales, salvo si se interrumpe drásticamente el gasto público.

El fracaso de tal política se traduce en una fuerte devaluación en caso de que la tasa de cambio sea fija, y en una depreciación considerable en caso de tener una tasa de cambio flexible<sup>25</sup>. Esto puede facilitar

---

de interés es desdeñable? Esto sería confundir las entradas brutas con las entradas netas. Las cifras presentes en general son netas, "ocultan" entonces la amplitud de las entradas y salidas. La política de tasas de interés elevadas tiene por objetivo retener los capitales y atraer nuevos, pero las variaciones de la tasa de interés no son suficientes para evitar las fuertes depreciaciones de la moneda en caso de régimen de cambios flotante. Es interesante remarcar que puede existir un margen entre las tasas de interés externas e internas. Las primeras están compuestas del *prime rate* y de los *spreads* (riesgos ligados a la probabilidad de una variación de cambio, de una falta de pago, de un cambio de política); las segundas expresan la política del gobierno. La diferencia a favor de las segundas tiene un doble objetivo: lograr que los capitales permanezcan y que sean atraídos por esas tasas, aumentando la credibilidad externa, la cual debería conducir a una reducción de la prima de riesgo y a cesar las presiones sobre la tasa de cambio. El costo en términos de recesión y de sobrecarga de la deuda interna es considerable. Ver Farhi (2003) y el texto de Belluzo y Carneiro (2003) que trata de la vulnerabilidad externa particular en la instauración de cambios flotantes en Brasil.

25 No es nuestro propósito discutir aquí los avances comparados de las tasas de cambio fijo y flexible. Ya hemos hecho referencia a los argumentos de Calvo y Mishkin. Notamos que, a inicios de los años noventa, los diferentes gobiernos han sido forzados a anunciar las



el logro de un saldo positivo de la balanza comercial, favorecido por el descenso de las importaciones debido a la crisis. Pero, esas son fundamentalmente las medidas de acompañamiento que permiten, en general, recuperar el crédito ante las instituciones internacionales<sup>26</sup> y de salida a la crisis financiera<sup>27</sup>. La paradoja es sorprendente: por un lado, las políticas económicas precipitan la crisis en lugar de evitarla<sup>28</sup>, y por otro, están siguiendo la “vía obligada” para recuperar el apoyo por parte de las organizaciones internacionales y tras ellas, el de los mercados financieros internacionales. Se comprende entonces que esto es seguido por los países que han recibido las felicitaciones de esas organizaciones, y que también entran más fácilmente en crisis.

### LOS EFECTOS DEL AUGE FINANCIERO SOBRE LA GESTIÓN DE LA FUERZA DE TRABAJO

La hipótesis a manejar es que la autonomía del mercado financiero no es más que aparente. Esto acarrea que el origen de las ganancias de unos se explique parcialmente por la pérdida de otros, o bien, se pueda tener ganancias y pérdidas a un nivel absoluto o a un nivel relativo. En el primer caso, las finanzas producen los efectos perversos y el régimen de crecimiento se inscribe en un círculo vicioso (ya analizado para los años ochenta). En el segundo, las pérdidas se extienden a un nivel absoluto, pero relativo frente a las ganancias. En este último caso, el régimen de crecimiento se inscribe en un círculo virtuoso, que se puede observar en Estados Unidos durante la presidencia de Clinton.

---

tasas de cambio fijo antes que las tasas de cambio flexible: en caso contrario, los mercados financieros no tendrían credibilidad. Sobre este punto, la literatura es abundante: Alesina y Wagner (2003); para una comparación entre los regímenes de cambio practicados en Asia y América Latina, ver Takatoshi (2003).

26 Con el matiz con que a veces no se siguen las “recomendaciones” del FMI se puede conducir a una mejora de la situación económica y obrar, una vez más, favorablemente sobre la tasa de cambio: regreso a una apreciación de la moneda después de una fuerte devaluación. El ejemplo de Argentina en 2003 es, desde ese punto de vista, decisivo.

27 Esto explica el escepticismo de Calvo en cuanto a la eficacia de los regímenes de cambio y su insistencia por una mejora de la calidad de las instituciones (Calvo et al., 2002). Está presente también esa búsqueda de credibilidad que conduce a los gobiernos a optar por una tasa de cambio fija (en banda) y poner en práctica una tasa de cambio más o menos flexible. Anunciar una tasa de cambio flotante habría sido mal percibido, y la credibilidad de una política anunciada de esa manera para salir de una crisis habría sido débil.

28 Los ejemplos son numerosos: México, con el efecto tequila, y Brasil, con la crisis de 1998-1999. No es nuestro propósito analizar las apreciaciones, más o menos erróneas, de la amplitud de la crisis financiera por la participación de los gobiernos, apreciaciones para tratar de prevenir una crisis o crearla de facto. Para analizar el caso mexicano ver Griffith (1996) y para el estudio de la crisis brasileña se puede hacer referencia a Palma (2003). Tampoco analizaremos aquí si los consejos del FMI son factibles. Sobre ese punto se puede hacer referencia a las obras de Stiglitz (2002; 2003).

Sin embargo, las economías latinoamericanas se sitúan en un caso intermedio, más cercanas al círculo vicioso que al virtuoso, con dos particularidades que las distinguen de los países desarrollados: los productos financieros y la moneda.

Los productos financieros son emitidos por el gobierno, a fin de atender el déficit de su presupuesto y asegurar el financiamiento de los servicios de las deudas interna y externa. Pocos productos financieros son emitidos por las empresas, ya sea obligaciones o acciones. La moneda de los países latinoamericanos no es una divisa clave y el reembolso de los préstamos está ligado a su capacidad para procurarse la moneda de los países dominantes. Sin embargo, se puede sacar una conclusión simple: en los países latinoamericanos, la dependencia financiera concierne, sobre todo, a los estados y secundariamente a las empresas; no podemos transferir las observaciones tipo Minsky<sup>29</sup> aplicables a las empresas a las políticas económicas para explicar el funcionamiento de “la economía casino” que las caracteriza. El hecho de que los gobiernos puedan ser arrastrados a buscar los financiamientos de tipo Ponzi no tiene la misma significación ni las mismas consecuencias que al tratarse de empresas.

Siendo más precisos, las empresas son dependientes del ambiente en el cual actúan. Ambiente caracterizado por las marcadas desigualdades de las ganancias, situación que lo hacía poco favorable para una mayor dinamización del crecimiento en condiciones de apertura externa moderada y para una intervención del Estado debido a una inserción en la economía mundo fundada principalmente en el rol acrecentado de las leyes del mercado, y por una considerable dependencia financiera. En fin, por un régimen de crecimiento económico que imita a “la economía casino” y está obligado a mantener una elevada apertura externa justificada en el divorcio entre las necesidades y las capacidades de financiamiento. Esta apertura externa sobredetermina la política de la tasa de interés del gobierno y la búsqueda, por consiguiente, de un excedente primario en su presupuesto. Igualmente, las tasas de interés son importantes al desalentar a las empresas a utilizar al sistema bancario para el financiamiento de sus inversiones, y orientan a los bancos hacia la compra de bonos del gobierno. Este arbitraje a favor de las colocaciones financieras, en detrimento de las inversiones productivas, constituye un factor de mayor debilidad del crecimiento.

La inversión productiva tiene sus compromisos y, a menos que se acepte desaparecer rápidamente del mercado con todos los costos irre recuperables que eso entraña, los empresarios no pueden colocar la

---

29 A la inversa, la utilización de los aportes de Minsky para estudiar los efectos de la financiarización sobre el comportamiento de las empresas en el sudeste asiático es pertinente. Ver Salama (2000), Schroeder (2002) y Crotty y Dymiski (2000).

integridad de sus ganancias en los productos financieros bajo el pretexto de que estos son más rentables que la inversión en la actividad principal. Sin embargo, la diferencia de rentabilidad entre la inversión productiva y la inversión financiera conduce a las empresas a invertir menos en la actividad principal y, así, a financiarizar –a colocar su dinero en los productos financieros lucrativos. La especificidad del caso latinoamericano reside en que esos productos financieros están constituidos por bonos del gobierno. Los bancos participan en dicho movimiento comprando esos bonos y se ven menos motivados a otorgar créditos a las empresas para financiar sus inversiones cuando no están obligados a hacerlo. Adicionalmente, las tasas de interés elevadas no estimulan en gran medida a las empresas a pedir prestado para invertir, en cambio, optan principalmente por hacerlo a partir de fondos propios<sup>30</sup>, aunque las empresas de mayor tamaño acceden directamente a los mercados financieros internacionales, ya sea que lo hagan o no a través de su casa matriz.

Cabe destacar que la financiarización de las empresas se hace en detrimento de la inversión e, indirectamente, del empleo y de los salarios. Dicho de otro modo, los excedentes de financiamiento colocados en los productos financieros provienen más de un arbitraje desfavorable a la inversión en comparación con los productos financieros, que de un análisis de rentabilidad que ellos juzguen insuficiente. Esto explica, por otra parte, que las ganancias financieras obtenidas en esa nueva actividad, no alcanzan el nivel adecuado de inversión en la actividad principal. A la inversa, sería suficiente con que las condiciones de la concurrencia fueran modificadas; o que la rentabilidad de la inversión aumentara en proporción al crecimiento de la demanda efectiva debido a una modificación del ambiente macroeconómico; o, finalmente, que la rentabilidad financiera cediera para que esas ganancias financieras sirvieran, en parte, para aumentar el esfuerzo de invertir. Sin embargo, sobre el mediano y largo plazo, esa función de “caldo de cultivo” a la inversión no es dominante y la financiarización a las empresas tiende a desarrollarse en las economías latinoamericanas.

El comportamiento rentista de los inversionistas latinoamericanos tiene consecuencias sobre la gestión de la fuerza de trabajo: se des-

---

30 El sistema de crédito está menos desarrollado en Argentina y en América Latina que en otras regiones y países. En la década del noventa, las empresas de países desarrollados financiaron sus activos de la siguiente manera: 70% por autofinanciamiento, 20% por endeudamiento y 10% por la emisión de acciones. En América Latina, las cifras respectivas fueron: 80% por autofinanciamiento y de 20% por el resto. La inversión cayó en 2002 y se reanudó en 2003 al ser financiada esencialmente por las ganancias y, en menor medida, por el crédito. Así, las ganancias debían, de cualquier manera, financiar la reducción de deudas. Por ejemplo, mientras las economías avanzadas tienen, aproximadamente, un stock de crédito equivalente a 110% del PIB, Argentina apenas alcanzó el 34% en la época de la convertibilidad.

engancha de la evolución de los salarios reales y de la productividad del trabajo; la flexibilidad se acrecenta y la precariedad es más importante; el empleo productivo declina y aumenta la participación del empleo informal en el empleo total. No obstante, la hipótesis de que el origen de las ganancias está en el trabajo sigue siendo válida porque el capital se nutre del trabajo y hace que el desarrollo de las actividades financieras influya sobre el empleo, las remuneraciones y las formas de dominación en el trabajo.

Los cambios en la relación trabajo-capital se dan bajo nuevas formas de dominación en el empleo, con la creación de obligaciones de orden tecnológico, social y financiero. En América Latina, la modernización del aparato productivo es consecuencia de la apertura de las economías y de la introducción masiva de bienes de equipo sofisticados<sup>31</sup>. La apertura externa presiona a fin de modificar sustancialmente la organización del trabajo, pero aun así existe relativa libertad para elegir esa organización, por ello es que con frecuencia se observa entre filiales de una misma firma multinacional, instaladas en diferentes países, modos diferentes de organización del trabajo. También la naturaleza de los productos fabricados interviene en la definición de la organización del trabajo y en la búsqueda de una flexibilidad “funcional”, en términos cualitativos se aspira a una adaptabilidad más grande de la mano de obra empleada. Complementariamente, se conoce que a partir de un cierto nivel de poder de compra alcanzado por los estratos medios en los países latinoamericanos, la demanda cambia y los productos diversificados tienden a desplazar a los productos estandarizados. Entonces, las relaciones entre demanda y oferta se ubican más en términos de calidad que de cantidad. La diversificación de la demanda enfatiza en la calidad, conduciendo a pensar de forma diferente en los stocks y los plazos. Es así que la organización de la producción cambia: los flujos se vuelven más flexibles y los stocks disminuyen. La organización del trabajo tiende a cambiar profundamente: el trabajo fijo se reduce, y el equipo aumenta al mismo tiempo que la polivalencia del trabajo también aumenta –las personas se ven en la obligación de desempeñar diversos trabajos a la vez. En consecuencia, aumentan la precariedad, el trabajo anualizado, la intensificación y la competencia más que la calificación.

En efecto, ese conjunto de factores contribuye a la imposición de nuevas formas de dominación en el trabajo: por una parte, hace que au-

---

31 El auge de las inversiones extranjeras directas explica, en parte, esa modernización, a diferencia de lo que se había podido observar en los años sesenta y setenta. En aquella época, las firmas multinacionales buscaron satisfacer el mercado interno de cada país latinoamericano exportando sus líneas de producción obsoletas de Europa o Estados Unidos hacia esa región (Salama, 1978).

mente la insuficiencia de inversión en las economías latinoamericanas y, por otro, los efectos de la liberalización del comercio exterior conducen al retiro del Estado del ámbito productivo. Cuando el volumen de inversión crece insuficientemente, la modificación en la organización laboral se hace más imperiosa. Los tiempos muertos son reducidos con la intensificación y la reorganización del trabajo y su anualización. Por razones semejantes, se busca la caída del costo del trabajo por la vía de la “moderación” salarial y una movilidad más elevada de la mano de obra gracias al desarrollo de empleos precarios y de la facilidad para despedir a los trabajadores. Asimismo, la externalización de numerosas actividades juzgadas insuficientemente rentables en el cuadro de las empresas permite modificar sensiblemente las condiciones de trabajo, empleo y organización del trabajo en las actividades que no son responsabilidad directa de las empresas. En consecuencia, la contratación o recontractación de los trabajadores que, una vez más, tendrían trabajo en las grandes empresas se haría en condiciones muy diferentes. La externalización es un medio de imponer la flexibilidad laboral, insistiendo particularmente, según los casos, en los salarios, la anualización de los tiempos de trabajo, las facilidades para concretar despidos, el no reconocimiento de la calificación a fin de imponer remuneraciones más bajas, y la reorganización del trabajo.

De una manera general, el incremento sensible de la productividad del trabajo que se observa en América Latina después de la salida de la crisis inflacionista se explica en parte por los modos de dominación en los diferentes trabajos, y por la utilización de nuevos equipos. La particularidad es que la inversión crece poco con respecto a la de los años ochenta, y la reorganización del trabajo juega un papel muy importante en el aumento de la productividad. En condiciones de una concurrencia favorecida, la reducción de costos unitarios del trabajo muestra que la falta de inversiones suficientes demanda pasar a la búsqueda de una flexibilidad creciente de la fuerza de trabajo, sin que esto se encuentre necesariamente ligado a la naturaleza de las tecnologías utilizadas. Además, como la insuficiencia de inversión se explica, en parte, por los arbitrajes a favor de las actividades financieras, la carga más elevada de las finanzas en el balance de las empresas ocasiona la búsqueda de una mayor flexibilidad del trabajo.

## CONCLUSIÓN

En América Latina, los efectos del servicio de la deuda y del desarrollo de las finanzas en los años ochenta no son los mismos que en los años noventa. El primer período conoce una reducción en términos absolutos del poder de compra de la mayor parte de la población. El segundo período se caracteriza por una sensible desconexión de la evolución

del poder de compra con respecto a la productividad del trabajo. Sin embargo, en ambos casos, los aspectos negativos del desarrollo de las finanzas están por encima de los aspectos positivos. Actualmente, el “desequilibrio” entre entradas y salidas de la balanza de pagos depende de la manipulación de la tasas de interés, variable clave de las políticas económicas, pero el aumento de las tasas de interés, que incluso se mantiene a un nivel relativamente elevado, es condición necesaria mas no suficiente para atraer a los capitales cuando estos hacen falta. Por un lado, los bancos se vuelven más vulnerables al ver descender, parcialmente, el valor de sus activos por haber sido impulsados a acordar malos créditos y aumentar el riesgo de no pago de los deudores. Por otra parte, la elevación considerable de los costos de los préstamos ocasiona un aumento del déficit presupuestal. Evita la reducción de los gastos públicos pero induce a un descenso en los proyectos de inversión de las empresas por dos razones: una ligada a los costos y, la otra, a la posibilidad de arbitrar a favor de la compra de bonos del gobierno más rentables que la inversión misma.

En conclusión, el efecto recesivo del aumento de las tasas de interés produce un círculo vicioso: todo aumento en las tasas de interés agrava las dificultades presupuestarias, entraña una recesión, conduce a un nuevo aumento de las tasas de interés y a una devaluación o a una depreciación de la tasa de cambio. Este movimiento autosostenido se vuelve muy difícil de detener. Sus efectos, en términos de vulnerabilidad social, son considerables.

Hoy, la paradoja de la situación de numerosos países es que puede, por un lado, mejorarse y, por el otro, empeorar a causa de un lento y volátil crecimiento, por la vulnerabilidad social acentuada y la imposibilidad, en el marco de ese régimen de crecimiento, de obtener una reducción consecuente de la pobreza masiva. Así, la lógica financiera introducida por el funcionamiento de una economía casino tiende a imponer una gran inestabilidad de la actividad económica, sea por tratar de prevenir las crisis financieras, o bien como consecuencia del estallido de esas crisis. La justificación financiera de los estados latinoamericanos para insertarse de ese modo en la economía mundial imprime al crecimiento un perfil de “montaña rusa”. En resumen, ese tipo de crecimiento reposa sobre “el filo de la navaja”.

## BIBLIOGRAFÍA

- Alesina, A. and Wagner, A. 2003 “Choosing (and Reneging on) Exchange Rate Regime”. Documento de trabajo NBER.
- Belluzo, L. e Carneiro, R. 2003 “Globalizações e integração perversa” in *Foco* (Campinas: São Paulo) N° 1.

- Calvo, Guillermo and Mishkin, Frederic 2003 “The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries”. Documento de trabajo NBER.
- Calvo, Guillermo; Izquierdo, A. and Talvi, E. 2002 “Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina’s Lessons”. Documento de trabajo BID.
- Chesnais, François (ed.) 1996 *La mundialización financiera. Génesis, costos y posturas* (Paris: De Syros).
- Crotty, James and Dymski, Gary 2000 “Can the Global Neoliberal Regime Survive Victory in Asia? The Political Economy of the Asian Crisis”, Political Economy Research Institute (PERI), University of Massachusetts, Amherst.
- Farhi, M. 2003 “La permanencia de vulnerabilidad externa en política económica” en *Foco* (Campinas: São Paulo) N° 1.
- Griffith, Jones St. 1996 “The Mexican peso crisis”, IDS, Brighton, mimeo.
- Kregel, Jan 2003 “The Perils of Globalization: Structural, Cyclical and Systemic Causes of Unemployment”, mimeo.
- Krémer, G. 1988 “El modelo de inestabilidad financiera de Minsky”, mimeo.
- Lautier, B.; Marques Pereira, J. et Salama, P. 2004 “Régime de croissance, vulnérabilité financière et social en Amérique Latine. Les conditions ‘macro’ de l’efficacité de la lutte contre la pauvreté” en *CEPAL* (Santiago de Chile) Financiamiento del Desarrollo N° 140.
- Lustig, Nora 2000 “Crisis and the Poor; Socially Responsible Macroeconomics”, Inter-American Development Bank (IADB), Technical Papers Series, Washington.
- Mejía Reyes, P. 2003 “Fluctuaciones cíclicas en la producción maquiladora de México” en *Frontera Norte* (Tijuana) N° 29, enero-junio.
- Moguillansky, Graciela 2003 “Inversión y Volatilidad Financiera en América Latina” en *Revista de la Cepal* (Santiago de Chile) N° 77.
- Palma, Gabriel 2003 “The 1999 brazilian financial crisis, how to create a financial crisis by trying to avoid one”. Documento de trabajo ILO y Universidad de Cambridge.
- Rodrik, Dani 2001 “Por qué hay tanta inseguridad económica en América Latina” en *Revista de la Cepal* (Santiago de Chile) N° 73.
- Ros, Jaime 1993 (ed.) *La edad de plomo del desarrollo latinoamericano* (México DF: Fondo de Cultura Económica).
- Salama, Pierre 1978 “Spécificités de l’internationalisation du capital en Amérique Latine” en *Revue du Tiers Monde* (Paris) N° 74.
- Salama, Pierre 1999 *Riqueza y pobreza en América Latina* (México DF: Fondo de Cultura Económica).

- Salama, Pierre 2000 “Du productif au financier et du financier au productif en Asie et en Amérique Latine” en *Conseil d'analyse économique. La documentation française* (Paris) N° 25.
- Salama, Pierre 2002 “La pauvreté prise dans les turbulences macroéconomiques en Amérique latine” en *Problèmes d'Amérique Latine* (Paris) N° 45.
- Salama, Pierre 2003 “La tendance á la stagnation revisitée”, mimeo.
- Salama, Pierre et Valier, Jacques 1994 *Pauvretés et inégalités dans le tiers monde* (Paris: La Découverte).
- Schroeder, Susan 2002 “A Minskian Analysis of Financial Crisis in Developing Countries”. Documento de trabajo N° 9, Center for Economic Policy Analysis (CEPA).
- Stiglitz, Joseph 2002 *La grande désillusion* (Paris: Fayard).
- Stiglitz, Joseph 2003 *Quand le capitalisme perd la tête* (Paris: Fayard).
- Takatoshi, Ito 2003 “Exchange Rate Regime and Monetary Cooperation: lessons from East Asia for Latin America”. Documento de trabajo N° 9, LABEA.



Este libro se terminó de imprimir en el  
taller de Gráficas y Servicios SRL  
Santa María del Buen Aire 347  
en el mes de julio de 2006  
Primera impresión, 2.000 ejemplares

Impreso en Argentina