

DOCUMENTO DE TRABAJO N° 312

CRISIS FINANCIERA, SISTEMA MONETARIO Y EL DESAFÍO DE LOS PAÍSES EMERGENTES

Jorge Rojas

DEPARTAMENTO
DE ECONOMÍA



PONTIFICIA
UNIVERSIDAD
CATÓLICA
DEL PERÚ

DOCUMENTO DE ECONOMÍA N° 312

**CRISIS FINANCIERA, SISTEMA MONETARIO Y EL DESAFÍO
DE LOS PAÍSES EMERGENTES**

Jorge Rojas

Febrero, 2011

DEPARTAMENTO
DE **ECONOMÍA**



PONTIFICIA
UNIVERSIDAD
CATÓLICA
DEL PERÚ

DOCUMENTO DE TRABAJO 312

<http://www.pucp.edu.pe/departamento/economia/images/documentos/DDD312.pdf>

© Departamento de Economía – Pontificia Universidad Católica del Perú,
© Jorge Rojas

Av. Universitaria 1801, Lima 32 – Perú.
Teléfono: (51-1) 626-2000 anexos 4950 - 4951
Fax: (51-1) 626-2874
econo@pucp.edu.pe
www.pucp.edu.pe/departamento/economia/

Encargada de la Serie: Giovanna Aguilar Andía
Departamento de Economía – Pontificia Universidad Católica del Perú,
gaguila@pucp.edu.pe

Jorge Rojas

CRISIS FINANCIERA, SISTEMA MONETARIO Y EL DESAFÍO DE LOS
PAÍSES EMERGENTES / Jorge Rojas
Lima, Departamento de Economía, 2011
(Documento de Trabajo 312)

International Monetary Arrangements / Exchange Rates /
International Reserves / Globalization / Financial Liberalization.

Las opiniones y recomendaciones vertidas en estos documentos son responsabilidad de sus autores y no representan necesariamente los puntos de vista del Departamento Economía.

Hecho el Depósito Legal en la Biblioteca Nacional del Perú N° 2010-06580
ISSN 2079-8466 (Impresa)
ISSN 2079-8474 (En línea)

Impreso en Cartolan Editora y Comercializadora E.I.R.L.
Pasaje Atlántida 113, Lima 1, Perú.
Tiraje: 100 ejemplares

CRISIS FINANCIERA, SISTEMA MONETARIO Y EL DESAFÍO DE LOS PAÍSES EMERGENTES

Jorge Rojas

RESUMEN

Aunque en el debate sobre la crisis financiera se ha reconocido el rol jugado por el influjo de capitales extranjeros hacia Estados Unidos –el cual, conjuntamente con la desregulación financiera, hizo posible el crecimiento desmedido del crédito en ese país–, pensamos que aún no se ha reconocido la importancia de tal influjo, de su conexión con la forma asimétrica como está organizado el sistema monetario internacional, ni de su relación con el tipo de crecimiento adoptado por ese país en las últimas tres décadas, que pudo mantener su dinamismo gracias al aumento del gasto de los hogares financiado con crédito, y que mantuvo baja la inflación gracias a la importación de manufacturas baratas, al costo de ver caer la rentabilidad de su sector manufacturero. Sugerimos que la crisis surge por la imposibilidad de mantener ese tipo de crecimiento de manera indefinida, y que una recuperación requiere tanto la reforma del sistema monetario, como el aumento de la eficiencia económica a nivel mundial.

ABSTRACT

Although in the debate over the current financial crisis there is a general agreement on the role played by foreign capital inflows into the United States – that together with financial deregulation allowed for an excessive increase of credit in that country–, we think that their importance has not yet been recognized, nor their link with the asymmetrical organization of the international monetary system, nor their relationship with the economic growth model adopted by that country during the last thirty years, which relied on the increase of credit-financed households expenditures in order to maintain its dynamism, and that was able to keep inflation down by importing cheap foreign manufactures, at the cost of a drop in the profitability of its manufacturing sector. We suggest here that the crisis was caused by the impossibility of keeping this type of economic growth for an indefinite time, and that its solution will require a radical reform of the international monetary system, as well as a general increase in economic efficiency.

CRISIS FINANCIERA, SISTEMA MONETARIO Y EL DESAFÍO DE LOS PAÍSES EMERGENTES

Jorge Rojas

1. Introducción

Aunque la crisis que estalla el 2008 ha sido de carácter global, y muchos países –principalmente europeos– se han visto arrastrados por la debacle del sistema financiero americano –en parte porque ellos también remontaron la ola de desregulación financiera iniciada en la década de los 80¹– parece innecesario enfatizar que fue la economía norteamericana la que incubó este fenómeno, y la que más ha sufrido sus consecuencias.

Resulta evidente también que la crisis está vinculada a la conjunción de dos grandes fenómenos íntimamente entrelazados: por un lado, el crecimiento desproporcionado del crédito y del sector financiero americanos, estimulados por la desregulación financiera; y, por otro lado, la acumulación por la economía americana de sucesivos y crecientes déficits en cuenta corriente durante las últimas tres décadas, conjugados con una cuenta de capitales básicamente en equilibrio, conjunción hecha posible por el uso del dólar como moneda reserva internacional, tal como ya había sido advertido por Robert Triffin hace 50 años.²

Es, pues, importante entender que la exhaustiva desregulación financiera que se llevó adelante en Estados Unidos fue una condición necesaria pero no suficiente del crecimiento desmedido del crédito y del sector financiero, pues tal crecimiento requirió también de un endeudamiento masivo de ese país con respecto al resto del mundo. Como resultado de tal endeudamiento, la banca americana simplemente buscó intermediar esos fondos, desatando a partir de los años 80 una

¹ De hecho, el *free-market fundamentalism* hizo su debut en un país europeo o, más precisamente, en el Reino Unido durante el gobierno de Margaret Thatcher.

² Ver Triffin (1960).

baconal crediticia –principalmente en el mercado inmobiliario– que no podía terminar bien.

Algo que puede no estar tan claro es que, dado el rol del dólar como principal moneda reserva, los déficits externos americanos resultaban en cierta medida “naturales”, e incluso “necesarios”, y que, eventualmente, podrían haberse mantenido de manera indefinida. Aún más difícil puede ser entender también por qué tal eventualidad no se pudo dar en este caso. Y pensamos que es justamente esta imposibilidad la que subyace detrás de la crisis actual. Vamos a argumentar aquí que tal imposibilidad resulta del hecho que los déficits americanos fueron en cuenta corriente y no en cuenta de capitales, y que esta opción se convierte en el fenómeno clave a ser explicado. La explicación que vamos a sugerir tiene que ver con la caída de la tasa de ganancia del capital en el sector real, y con una estructura de precios relativos que impide a los países ricos enfrentar el desafío que significa la mayor integración de países como China, India y Brasil –que denominaremos aquí “países emergentes”– a la economía mundial.

Empezaremos, entonces, por tratar de entender qué factores hicieron posible, por un lado, la desregulación y la expansión financiera en Estados Unidos (punto 2) y, por otro lado, el crecimiento sostenido de los déficits externos de ese país (punto 3). Pasaremos luego a examinar dichos déficits, y a argumentar que –por su naturaleza– dichos déficits debían necesariamente conducir a un desastre como el que estalló el 2008 (punto 4). Discutiremos luego algunas explicaciones de la naturaleza de los déficits externos, distinguiendo entre factores políticos –en el caso del déficit público– y factores económicos –en el caso del déficit privado (punto 5). Consideraremos luego algunas de las consecuencias de la crisis y las condiciones para una recuperación (punto 6). Las conclusiones se presentan en el punto 7.

2. La Desregulación, la Financiarización y la Inestabilidad Financiera

Con relación al proceso de **desregulación** –financiera en particular y económica en general– en Estados Unidos, debemos señalar que ésta puede ser vista como un fenómeno básicamente político, resultado –entre otras cosas– del aumento del poder político de los bancos y de las grandes corporaciones financieras, del resurgimiento del pensamiento conservador, etc. Además de comprender la reducción de impuestos, la eliminación de los controles de precios, y la “flexibilización” del mercado laboral, el proceso de desregulación afectó cuatro sectores económicos específicos: financiero, transportes, comunicaciones, y energía, siendo la desregulación financiera la más importante.³

El proceso de desregulación financiera se llevó a cabo mediante una serie de leyes que se dieron en los últimos 20 años del siglo XX –tales como la *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act* de 1980, la *Garn–St. Germain Depository Institutions Act* de 1982, y la *Gramm-Leach-Bliley Financial Services Modernization Act* de 1999– con las cuales se derogó la configuración del sistema financiero establecido por la *Glass-Steagall Act* de 1933, eliminándose el control de la Reserva Federal sobre las tasas de interés, autorizándose a los bancos a ofrecer nuevos tipos de cuentas, hipotecas con tasas de interés variable, y a fusionarse con bancos de otro tipo y de otros estados, permitiéndose así la formación de conglomerados financieros agrupando servicios de banca comercial, banca de inversión y seguros.⁴

Si el proceso de desregulación financiera se hubiera circunscrito a Estados Unidos sus efectos podrían haber sido menos significativos. Sin embargo, ya hemos señalado que el *free-market fundamentalism* hizo su debut en Europa, por lo que la desregulación financiera también se llevó

³ Ver Niskanen (1989).

⁴ Ver Mishkin (2009), pp. 270-271.

adelante en esos países y en gran parte del resto del mundo, siendo el hito más importante la publicación del Acuerdo Basilea II en junio del 2004.⁵

El fenómeno de la **financiarización** –esto es, del aumento de la importancia relativa del sector financiero⁶– puede ser visto como resultado directo de la desregulación, la cual –al estimular el surgimiento y/o crecimiento de instituciones e instrumentos financieros cada vez más sofisticados– amplificó tanto el poder de maniobra de los agentes financieros privados como el valor del multiplicador monetario, de tal manera que el nivel de liquidez terminó siendo básicamente independiente de la base monetaria, restando así eficacia a la política monetaria y complicando el rol de la banca central como *lender of last resort*.

Entre las instituciones o instrumentos financieros que surgieron y/o ganaron importancia –contribuyendo así al crecimiento y mayor sofisticación del sector financiero– podemos incluir a inversionistas institucionales como los fondos de inversión (fondos de pensiones, fondos mutuos, *hedge funds*, *index funds*, fondos soberanos, etc.); a la *securitization* de préstamos; a los *derivatives* (*forwards*, futuros, opciones, swaps, etc.); a los *junk bonds*; etc.

La mayor importancia de los inversionistas institucionales se reflejó –por ejemplo– en la caída del valor de las acciones en manos de los hogares de 90% en 1952 a 37% en 2008.⁷ La mayor importancia de la *securitization* se revela en el crecimiento de instituciones financieras como Fannie Mae y Freddie Mac a partir de 1984 en el caso de las

⁵ Ver Bank for International Settlements (2006).

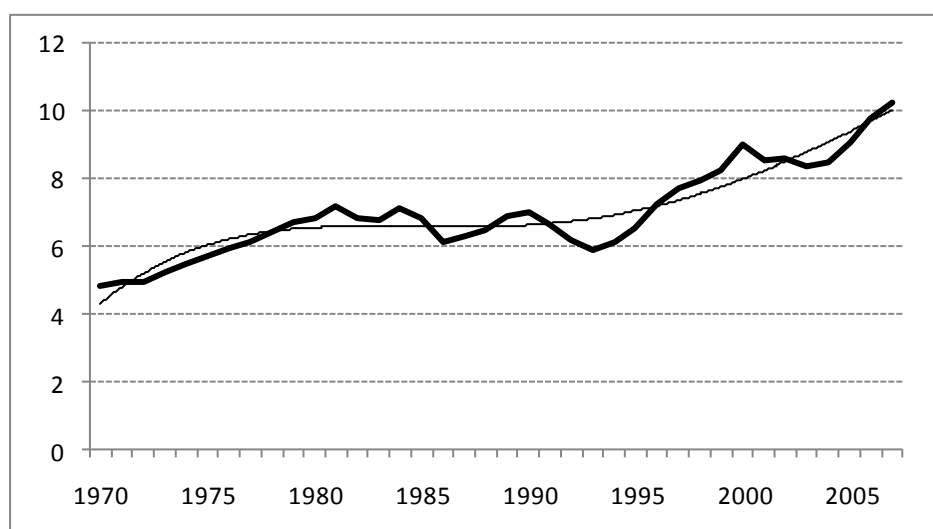
⁶ Epstein (2005), p. 3, señala: “financialization means the increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies”.

⁷ Esta cifra es dada por Authers (2010), citando a la Reserva Federal.

hipotecas, y su extensión luego a otros tipos de préstamos bancarios.⁸ En el caso de los *derivatives* –involucrando contratos de moneda extranjera, tasas de interés, acciones y *commodities*–, su mayor difusión es ilustrada por una tasa de crecimiento anual a nivel mundial de los *notional amounts outstanding* de *OTC derivatives* de 25% entre junio 1998 y junio 2008.⁹

La forma más sencilla de ilustrar el incremento en el valor del multiplicador monetario es examinando el comportamiento de la velocidad de circulación del dinero (M1), la cual empieza a aumentar rápidamente a partir de 1994, tal como es señalado por Dadkhah (2009),¹⁰ y como podemos observar en el Gráfico 1, y ello a pesar de la también creciente “exportación” de dólares por parte de Estados Unidos al resto del mundo.

Gráfico 1
Velocidad de Circulación del Dinero (M1), 1970-2008



Fuente: Economic Report of the President 2010, Tablas B-1 y B-69.

⁸ Ver Gutenttag y Herring (1987), p. 154.

⁹ En el caso de los *gross market values* la tasa correspondiente es 22%. Ver BIS *Quarterly Review: December 2010* o <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>.

¹⁰ Ver Dadkhah (2009), p. 184.

El problema con la financiarización es que, a diferencia de otro tipo de bienes o activos, es relativamente fácil especular con activos financieros, pues son sumamente líquidos y tienen un bajo costo de almacenamiento. Si a esta facilidad se añade el hecho que la demanda por activos financieros tiende a subir cuando los precios suben, y a caer cuando éstos bajan –el *herd-like behavior*– resulta que la especulación financiera tiende a ser desestabilizadora “por naturaleza”.¹¹

De esta manera, la desregulación y la financiarización – conjugados con la creciente movilidad internacional del capital que se inicia con los “petrodólares”– determinaron una creciente **inestabilidad** de precios de diversos activos (acciones, tipos de cambio, materias primas, etc.), inestabilidad que eleva la probabilidad de crisis financieras y contribuye a su severidad.

En el caso de la mayor movilidad internacional del capital –a la cual contribuyeron, entre otros, la integración de los países en desarrollo a los mercados internacionales y la eliminación de los controles cambiarios y de capital–, ésta se convirtió en una fuente adicional de inestabilidad, no solamente por el peligro que representan las reversiones bruscas en la dirección de los flujos de fondos, sino también por el rol central que adquieren los mercados cambiarios –mercados gigantescos y sumamente líquidos¹²–, dada la tendencia de los tipos de cambio a la volatilidad.¹³ Además, tal como señala Authers (2010), la mayor integración de los diferentes mercados de activos a nivel mundial implica una mayor sincronización de las diversas variables, lo que impide la conformación de carteras con activos de baja correlación (y de un valor total más estable).

¹¹ Minsky (1982) argumenta en el sentido de que en una economía capitalista no se necesitan shocks externos para explicar las crisis financieras. Kindleberger (1978), por su parte, llama a las crisis financieras “a hardy perennial”.

¹² Según el Bank for International Settlements, el monto **diario** de transacciones (*turnover*) en el mercado mundial de moneda extranjera era de \$4 billones (millones de millones) en abril de 2010. Ver www.bis.org/publ/rpfx10.htm.

¹³ Ver Dornbusch (1976) sobre “overshootings” cambiarios.

Por otro lado, la mayor importancia de los inversionistas institucionales agravó el problema de la inestabilidad no solo porque permitió la acumulación de gigantescos fondos líquidos en manos de unos pocos especuladores, sino también porque agudizó el problema de “prestar plata prestada”, esto es, el problema de la separación entre *agente* (el administrador de fondos) y *principal* (el ahorrista o dueño del capital), separación que induce la toma de riesgos excesivos por parte de los *agentes*.

Similar efecto tuvieron los rescates (*bailouts*) de instituciones financieras –tales como las *Savings and Loans* (cooperativas de crédito) y el banco Continental Illinois en los 80, y el *hedge fund* Long Term Capital Management en 1998– efectuados u organizados por la Reserva Federal, que agravaron el problema del *moral hazard* y se convirtieron en una fuente adicional de riesgo e inestabilidad. A los rescates manejados por la Reserva Federal habría que agregar aquellos dirigidos por el Fondo Monetario Internacional con el fin de ayudar a los bancos envueltos en préstamos a países en desarrollo a recuperar su dinero luego que un buen número de países deudores entraron en *default*, función que ganó mucha importancia dentro de las actividades del FMI luego del estallido en 1982 de la crisis de la deuda en México.

En el caso de los *derivatives*, cuyo propósito es disminuir o eliminar ciertos riesgos asociados a las actividades productivas, los resultados finales parecen no haber sido los esperados. Dodd (2005), por ejemplo, expone una serie de razones por las cuales considera que su “extraordinario” crecimiento debe conllevar un aumento de la vulnerabilidad del sector financiero. Entre las razones que da para llegar a esa conclusión se pueden mencionar el hecho de que tales instrumentos permiten aumentar los *leverages*, reducir el costo de

asumir riesgos, evadir normas regulatorias e impuestos, cometer fraudes, etc.¹⁴

En el caso de la *securitization* de préstamos, Guttentag y Herring (1987) señalan que este proceso no ha logrado su principal propósito, cual es permitir a los bancos obtener la liquidez que necesitaban y que, en realidad, terminaron contribuyendo a su vulnerabilidad.

Finalmente, innovaciones tecnológicas –tales como Internet–, que permitieron que las transacciones se hicieran de manera instantánea, terminaron por complicar el panorama.

3. Los Déficits Externos de Estados Unidos y el Dilema de Triffin

Con relación a la explicación de qué hizo posible –y necesarios– los déficits externos americanos de la magnitud y duración en que han sido observados, pensamos que tales déficits pueden ser atribuidos básicamente al rol del dólar como moneda reserva internacional. De hecho, lo que se ha estado observando es un tipo de situación que ya había sido advertido hace cincuenta años por Robert Triffin, quien hizo notar que la viabilidad del sistema monetario establecido en Bretton Woods en 1944 –el cual asignó al dólar el papel de moneda reserva con un valor fijo en términos de oro– solo sería posible si Estados Unidos satisficiera la creciente demanda internacional por liquidez (dólares) vía sostenidos déficits externos, lo cual –eventualmente– debilitaría la confianza en el dólar.

En este contexto debemos, entonces, considerar dos cuestiones. Primero, ¿qué hizo posible que el dólar mantuviera su rol de moneda reserva luego de la disolución de Bretton Woods? Y, segundo, ¿qué

¹⁴ Reich (2010) ve los *derivatives* como “apuestas a cambios de precios de *commodities*” (y monedas). Esto convertiría a la especulación en estos mercados en un juego suma cero.

relevancia tiene en estos momentos la advertencia de Triffin sobre la confianza en el dólar?

Para entender la continuidad del dólar como moneda reserva debemos tomar en cuenta que los mercados, como mecanismos de intercambio, por naturaleza prefieren el uso de una sola moneda, pues el dinero cumple mejor sus funciones de medio de cambio, depósito de valor y unidad de cuenta si es universalmente aceptado. En un grupo de países totalmente aislados entre sí, cada uno puede funcionar perfectamente con su propia moneda; pero si ese grupo de países quiere estar integrado económicamente, la opción de una moneda única es la más eficiente, esto es, la preferida por los mercados.

De esta manera, ante la inexistencia de alternativas, el dólar pudo mantener su rol de moneda reserva. La amenaza que pudo haber significado el yen desaparece a partir de 1989, con el inicio de la crisis japonesa. Igualmente, la posibilidad que los Derechos Especiales de Giro (DEG) se convirtieran en una alternativa desaparece por la renuencia de los países avanzados –más concretamente, de Estados Unidos– a otorgarles un papel más importante.

Si bien al jugar el rol de moneda reserva el dólar contribuyó durante 60 años al crecimiento y estabilidad de la economía mundial, debemos advertir que no lo hizo de manera gratuita, y que hubo un intercambio de favores mutuos: jugando el rol de banco central de la economía mundial Estados Unidos pudo gastar dinero que no había ganado sino solamente impreso (lo que constituye el ingreso por señoreaje), mientras que el resto del mundo obtuvo la liquidez que necesitaba para llevar adelante actividades económicas en volúmenes cada vez mayores.

El asunto es que niveles de actividad económica cada vez mayores, a su vez, requerían que los países del resto del mundo acumulasen

reservas en dólares en volúmenes también cada vez mayores. Es en una situación de este tipo que tiene relevancia la advertencia (o dilema) de Triffin, en el sentido de que los países del resto del mundo pueden empezar a dudar de la capacidad (y voluntad) de Estados Unidos de respaldar su moneda. Es más, a pesar que la figura del intercambio de favores mutuos del párrafo anterior es válida, los países del resto del mundo pueden también empezar a sentir que tal arreglo no es del todo simétrico, lo cual los induce a buscar alternativas al dólar.

Así, la introducción del euro en 1999 y su rápido crecimiento inicial en alguna medida sugieren que la economía mundial ve con buenos ojos la posibilidad de contar con activos financieros (o monedas) alternativos, lo que refleja desconfianza en el dólar. De la misma forma, el aumento desmedido del precio del oro en los últimos años podría también ser visto como un recurso de los mercados para satisfacer la demanda mundial por liquidez recurriendo a un activo (aunque menos líquido) alternativo al dólar.

La necesidad de activos líquidos alternativos al dólar ya ha sido reconocida por los mismos países ricos, tal como lo muestran las emisiones de Derechos Especiales de Giro (DEG) por el Fondo Monetario Internacional realizadas el año 2009 –las dos primeras habían sido hechas en 1970-72 y 1979-81– las cuales incrementaron el stock de DEG de 21,400 millones a 204,000 millones, los que equivalían a \$308,000 millones para agosto de 2010.¹⁵

En todo caso, el problema de la desproporción de las reservas mundiales en dólares se terminó de complicar con la creciente demanda por liquidez (dólares), que se vio fuertemente acelerada a partir de la crisis de 1990 cuando los bancos centrales asiáticos –incluyendo China– y los países en desarrollo en general, empezaron a acumular montos

¹⁵ Ver <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sdr.HTM>.

crecientes de reservas internacionales en un intento de afrontar las crisis externas con mayor facilidad (o menos dificultad), esto es, sin tener que someterse a la condicionalidad del FMI y de la banca internacional.¹⁶ De esta manera, pues, los países en desarrollo también contribuyeron a engendrar la crisis.

4. La Naturaleza de los Déficits Externos y la Crisis Financiera

Como ya hemos señalado, fue como resultado del rol del dólar como moneda reserva que Estados Unidos pudo y debió tener continuos déficits externos en los últimos 30 años. Debemos hacer notar también que un sistema monetario internacional que permite al país emisor de la moneda reserva acumular déficits externos de manera indefinida no tiene por qué conducir necesariamente a una crisis, ni ser inestable por naturaleza. El problema surge cuando –por alguna razón– tales déficits son insostenibles en el largo plazo.

Para entender esta cuestión es muy importante tomar en cuenta que los déficits externos del país emisor de la moneda reserva –y de cualquier país en general– pueden ser de dos tipos: déficits en cuenta corriente y déficits en cuenta de capitales. Mientras un déficit en cuenta corriente implica que el país está gastando más de lo que produce, un déficit en cuenta de capitales implica que el país está invirtiendo en el extranjero por un monto mayor al de la inversión extranjera que recibe. O sea, mientras en el primer caso el país se está endeudando –o disminuyendo sus acreencias en el extranjero–, en el segundo caso está adquiriendo activos extranjeros en términos netos.

Así pues, la diferencia clave entre déficits en cuenta corriente y déficits en cuenta de capitales es que, mientras que en el primer caso el país está consumiendo más de lo que produce, en el segundo caso el

¹⁶ La Comisión Stiglitz (p. 116) señala que “Developing countries hold reserves which are, in proportion to their GDP, several times those of industrial countries (26.4% of GDP in 2007 vs. 4.8% for high-income OECD countries)”.

país está invirtiendo en el extranjero por un monto mayor a la inversión extranjera que recibe, y es aparente que es el primer tipo de déficit el que puede resultar insostenible en el largo plazo.

Tomando esto en cuenta, debemos hacer notar ahora que lo que se dio en Estados Unidos en los 25 años previos a la crisis fueron déficits en cuenta corriente de un promedio nominal anual de \$270,000 millones y una cuenta de capitales básicamente balanceada. Es decir, el rol de dólar como moneda reserva le permitió a Estados Unidos elegir la primera opción, y tener una cuenta corriente deficitaria año tras año desde 1982, con la sola excepción del año 1991, lo cual lo convirtió en una economía netamente deudora hace por lo menos veinte años, habiendo acumulado una deuda pública (federal) que actualmente equivale al 100% del producto bruto interno –cifra que sería aún mayor si se tomara en cuenta las deudas de los estados y las ciudades–, lo que lo convierte en el deudor más grande del mundo.¹⁷

Estos hechos nos dicen simplemente que ese país prefirió usar el rol del dólar como moneda reserva para aumentar sus gastos en bienes y servicios (consumo presente), y no para incrementar sus inversiones en el resto del mundo (consumo futuro). Pero a esta cuestión central – que es la opción entre déficits en cuenta corriente y déficits en cuenta de capitales como dos maneras alternativas de satisfacer la demanda por liquidez del resto del mundo– no se le prestó la debida atención en la literatura. Por ejemplo, al proponer la reforma del sistema monetario internacional, Joseph Stiglitz señala:

“A country whose currency is being used as a reserve must –if it is to continue to be used as a reserve– “sell” its currency (or more accurately, its T-bills or bonds) to other countries, who hold on to them”.¹⁸

¹⁷ Ver Ott (2002).

¹⁸ Ver Stiglitz (2006), pp. 252.

Es decir, según Stiglitz, la única forma que tenía Estados Unidos de satisfacer la demanda internacional por liquidez era endeudándose. Pues bien, el hecho de que eso fue lo que efectivamente Estados Unidos hizo no implica que no tenía abierta también la posibilidad de invertir en el extranjero como una manera de “vender” su dinero.

En todo caso, Estados Unidos podía gastar de manera indefinida más de lo que producía si es que el resto del mundo estaba dispuesto a mantener los dólares que recibía en las bóvedas de sus bancos centrales y de su banca privada. Sin embargo, lo que ocurrió fue que los países del resto del mundo usaron los dólares que obtenían por sus superávits en cuenta corriente con Estados Unidos **no para invertir** en actividades productivas en sus propias economías, sino para comprar activos financieros (deuda) emitidos en ese país; esto es, para prestarle aún más dinero, dinero que Estados Unidos **tampoco invertía** sino que volvía a gastar en importación de bienes de consumo.

Así pues, el reciclaje hacia Estados Unidos de los dólares que ese país “exportaba” vía sus déficits en cuenta corriente tomó la forma de un círculo vicioso en el cual Estados Unidos jugó el rol de un banco central que alimentaba el crecimiento excesivo de la liquidez en dólares en todo el mundo,¹⁹ acumulando, por tanto, una deuda cada vez mayor. De mantenerse, una situación de este tipo debe llevar a que sea necesario emitir nueva deuda únicamente con el fin de pagar la deuda existente, situación análoga a la de un *Ponzi scheme* –lo cual no implica premeditación o malicia–, y que debe resultar insostenible a la larga. Sin embargo, parece obvio que la crisis no estalló como resultado del rompimiento de una cadena de Ponzi por el país en su conjunto, incluyendo hogares, empresas y gobierno. En el caso del gobierno, por ejemplo, un déficit fiscal debe forzar al gobierno a pedir al congreso aumentar el límite de la deuda federal, y ordenar al Departamento del

¹⁹ Ver Rüffer y Stracca (2006).

Tesoro ofrecer en venta más bonos del Tesoro al público. Pero si los inversionistas (extranjeros, en particular) dejasen de comprar los bonos, la única salida que tendría el Departamento del Tesoro para poder cumplir con los inversionistas sería vender esos bonos a la Reserva Federal, salida que no sería posible si la Reserva Federal se negase a incrementar la oferta de dinero, situación que impediría al gobierno federal cumplir con sus obligaciones con los inversionistas, y forzaría el rompimiento de la cadena de Ponzi en el caso del gobierno.

Pero para poder hablar de un rompimiento de la cadena de Ponzi por el país en su conjunto sería necesario que situaciones similares a la que hemos planteado para el gobierno ocurriesen simultáneamente también en el caso de los hogares y de las empresas. Pero el rompimiento simultáneo de las cadenas implicaría un apocalipsis. Lo que ha ocurrido es que el gobierno ha intervenido justamente para evitar el rompimiento de la cadena por los bancos, afectados a su vez por el rompimiento de la cadena en el caso del sector de hogares endeudados. Y eso es suficiente para hacer estallar una crisis financiera.

En todo caso, una vez que una crisis estalla, todo se ve complicado por la facilidad de los “contagios” en los mercados financieros,²⁰ y por la importancia de los factores subjetivos (expectativas, confianza) tanto en los mercados financieros como cambiarios. Tales factores subjetivos comprenden fenómenos tales como las profecías auto-cumplidas (*self-fulfilling prophecies*), y el ya mencionado *over-shooting* cambiario de Dornbusch, fenómenos que ganaron tremenda importancia con la expansión de los mercados cambiarios (a su vez asociada al crecimiento financiero y a la mayor movilidad internacional del capital).

²⁰ Ver Cooper (2008).

5. Sobre la Preferencia de Estados Unidos por los Déficits en Cuenta Corriente

Lo que falta entender, entonces, es la cuestión central de por qué Estados Unidos prefirió satisfacer la demanda internacional por liquidez vía déficits en cuenta corriente y no vía déficits en cuenta de capitales; esto es, para aumentar sus gastos en bienes y servicios (consumo presente), y no para incrementar sus inversiones en el resto del mundo (consumo futuro). Con este propósito, debemos empezar por distinguir los dos componentes básicos de la balanza en cuenta corriente: el déficit o superávit privado, igual a la diferencia entre inversión privada y ahorro privado, y el déficit o superávit público, igual a la diferencia entre gasto público y recaudación fiscal. Así, en el caso de un déficit en cuenta corriente hay tres posibilidades: déficit tanto público como privado, y la combinación de un déficit privado (público) mayor a un superávit público (privado).

Empezando con el **déficit público** de Estados Unidos, éste resultó de la conjunción de un aumento del gasto público, equivalente a 3 puntos del PBI, y una reducción de los ingresos fiscales también equivalente a 3 puntos del PBI, durante los 10 años previos al estallido de la crisis, y –al igual que el proceso de desregulación– puede ser considerado como un fenómeno básicamente político. El carácter político del aumento del gasto público es reflejado en el hecho de que la mayor contribución a dicho aumento vino del gasto militar, el cual se duplicó en el periodo 2001-2008, aumento equivalente a 1.3 puntos del PBI,²¹ y que puede ser atribuido a una peligrosa acumulación de poder político por parte del complejo militar-industrial. De la misma manera, el carácter político de la caída de los ingresos fiscales se revela en el hecho de que la mayor contribución a dicha caída vino de la reducción de impuestos a la renta y a la propiedad pagados por los ricos. Estas

²¹ Ver *The Economic Report of the President 2010*, Cuadros B-78 y B-79. En general, todas las cifras de agregados macroeconómicos que damos sin citar fuente han sido tomadas del mismo Reporte.

medidas –implementadas por gobiernos republicanos– reflejan un cambio en la correlación de fuerzas políticas al interior de ese país.

En el caso de un **déficit privado**, éste resulta de un ahorro privado menor que la inversión privada, por lo que el aumento del déficit privado puede deberse a una declinación de la tasa de ahorro privado y/o a un aumento de la tasa de inversión. En el ahorro privado debemos distinguir entre ahorro de las empresas (utilidades no distribuidas) y ahorro de los hogares (la diferencia entre ingreso disponible y gasto de consumo). Lo que se observa en el caso de Estados Unidos es que el aumento del déficit privado a partir de los 80 es explicado básicamente por la continua caída en el ahorro de los hogares, que cayó de 8.1 puntos del PBI en 1982 a 1 punto en el 2005, mientras que el desbalance de las empresas (la diferencia entre utilidades no distribuidas y gasto de inversión) se contrajo en 1 punto en el mismo período.

La caída en el ahorro de los hogares se hizo posible por el mayor acceso al crédito por parte de los consumidores, tal como ya había sido señalado hace más de 10 años por Parker (1999), y es también aludido por Parker y Palumbo (2009), quienes al respecto señalan:

“In the 1960s and 1970s, the two nonfinancial business sectors [non-corporate and corporations], the two government sectors [federal and municipal], and the rest of the world were consistently net borrowers, meaning their rates of investment almost always exceeded their rates of saving. The household and the financial business sectors served as the net lenders to all the other sectors. In the 1980s and 1990s, the primary change was to net lending by foreign institutions... In the 2000s, however, as household switched from being the largest lending sector to the largest borrowing sector, a large inflow of foreign (financial) capital provided the lion’s share of net lending,

complemented by new lending by nonfinancial corporations".²²

Es decir, el mayor acceso al crédito –endeudamiento– por parte de los hogares fue financiado en gran medida por un mayor influjo de capitales extranjeros. La caída en el ahorro de los hogares fue reforzada por la disminución de las tasas de interés a partir de la segunda mitad de los 80, por el aumento en la variedad de los instrumentos financieros, por la “democratización” del crédito, por la expansión de una industria publicitaria con una alucinante capacidad para promover el consumo conspicuo,²³ etc.

Pero si bien el mayor acceso al crédito hizo **posible** el endeudamiento de los hogares, es más importante entender qué hizo **necesario** tal endeudamiento. Robert Reich –Secretario del Trabajo del presidente Bill Clinton– ve el mayor endeudamiento de los hogares como el último mecanismo que éstos encontraron para mantener sus niveles de consumo luego del retraso de los salarios reales a partir de fines de los 70, habiendo sido los dos primeros la incorporación de las mujeres a la fuerza laboral y la extensión de las horas de trabajo.²⁴ Resulta pues claro que –dada la mayor concentración del ingreso y el retraso de los salarios reales²⁵– para que la economía americana pudiese crecer a partir de mediados de los 80 fue necesario forzar a los hogares a endeudarse y a los bancos a asumir mayores riesgos penetrando en los mercados *subprime*, es decir, a otorgar créditos a nuevos –y cada vez menos solventes– clientes, con los resultados que ya conocemos. En el caso del desbalance de las empresas, si bien cuantitativamente el cambio fue menor que el de los hogares –el déficit de las empresas se “cerró” en un punto del PBI entre 1982 y el 2005, mientras que el

²² Ver Palumbo y Parker (2009), pp. 7-8.

²³ Ver Schechter (2008).

²⁴ Ver Reich (2010), Cap. 8.

²⁵ Levy y Temlin (2007) citan data que indica que el 1% más rico de declaradores de impuestos percibió el 80% del aumento total en los ingresos entre 1980 y 2005 (p. 5).

superávit de los hogares cayó 8 puntos–, el hecho que el cambio haya sido en la dirección opuesta al de los hogares es muy significativo. En ese sentido argumentan Loeys et al (2005), quienes indican que existe evidencia de un aumento en la tasa de ahorro de las empresas, que tuvieron un *financiamiento* promedio de 1.7 puntos del PBI desde el año 2002, luego de haber tenido un *financiamiento* promedio de 1.2 puntos durante los 40 años previos, lo cual equivale a un cambio total de casi 3 puntos del PBI.²⁶

Una posible explicación del hecho de por qué las empresas hayan estado reduciendo sus tasas de inversión es la caída de la tasa de ganancia del capital privado.²⁷ De la misma manera se puede explicar el hecho ya mencionado de que los países del resto del mundo usaron los dólares que obtenían por sus superávits en cuenta corriente con Estados Unidos no para invertir sino para prestarle aún más dinero, Estados Unidos tampoco invertía ese dinero, sino que lo volvía a gastar en importación de bienes de consumo, pues la forma más sencilla de explicar por qué ni Estados Unidos ni los países del resto del mundo invertían ese dinero es la inexistencia de proyectos de inversión rentable en el sector productivo real.

Una forma sencilla de ilustrar esta declinación es presentada en el Gráfico 2, donde se muestra el comportamiento del ratio Ganancias/Precios de Acciones de la Bolsa de Nueva York, observándose una caída en la tasa de ganancia del capital que se inicia alrededor de 1980. Se ha tomado en este caso la inversa de la serie original construida por Shiller (2005), quien mide el ratio Precio de Acciones/Ganancias (*Price-Earnings Ratio*) para el período 1881-2010, usando series mensuales desestacionalizadas, y donde el denominador son las ganancias promedio de los últimos 10 años. Una serie análoga que usa como denominador no las ganancias promedio de los últimos 10

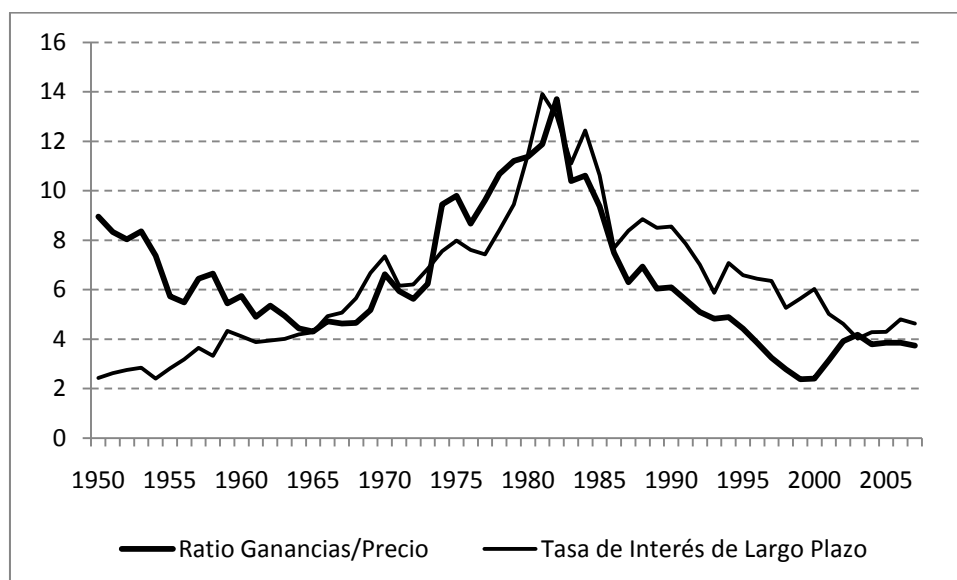
²⁶ Loeys et al (2005), p. 4.

²⁷ Explicación sugerida –por ejemplo– por Amin (1996).

años sino las ganancias del año correspondiente tiene el mismo perfil en el periodo de intersección, aunque en el caso de la serie de Shiller el segundo pico es mucho más empinado y tiene lugar con 3 años de retraso.

El ratio Ganancias/Precio de Acciones tiene el problema que su evolución puede ser muy afectada por el comportamiento más volátil de los precios de las acciones, y no tanto por el comportamiento de las ganancias. Una manera de descartar esta posibilidad es mostrando que la serie Tasa de Interés de Largo Plazo –la cual, obviamente, mantiene una relación muy estrecha con la tasa de ganancia del capital privado– tiene una conducta similar a la del Ratio Ganancias/Precio, tal como se puede ver en el Gráfico 2.

Gráfico 2
Ratio Ganancias/Precios de Acciones y Tasa de Interés de Largo Plazo, 1950-2007



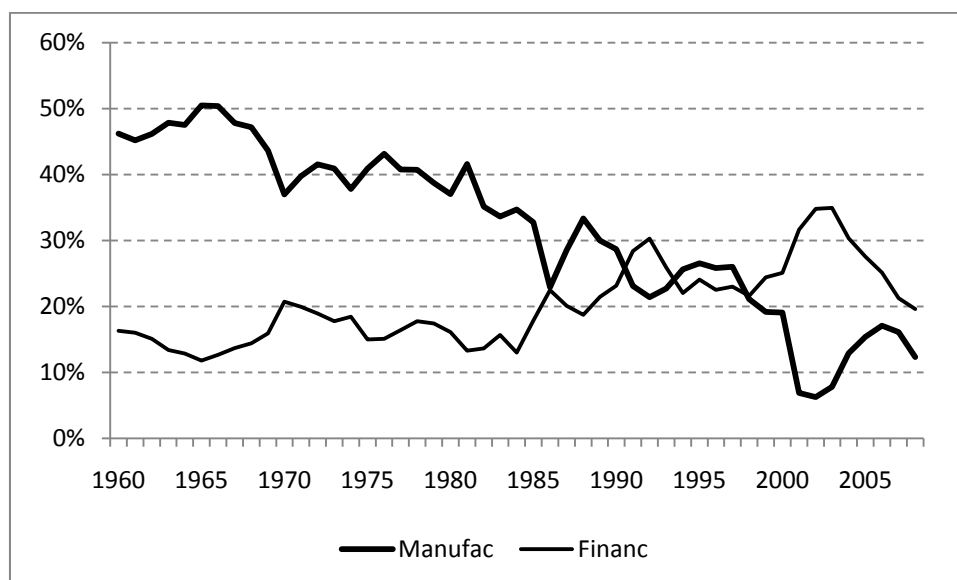
Fuente: Shiller (2005).

Pero, dado que el numerador del ratio Ganancias/Precios de Acciones son las ganancias totales, este ratio no captura el hecho de que el sector real fue aún más afectado por la declinación de las tasas de

ganancia. Una forma sencilla de ilustrar tal situación es presentada en el Gráfico 3, donde se comparan las participaciones del sector manufacturero y del sector financiero dentro de las ganancias totales. Es aparente la declinación del sector manufacturero, cuya participación cayó de 50% en 1964-65 a menos de 10% en 2001-03. Esta declinación, que se aceleró hacia 1980, es consistente con el comportamiento del ratio Ganancias/Precio de Acciones. Por otro lado, la participación correspondiente al sector financiero muestra un crecimiento que se acelera a partir de 1985, llegando a sobrepasar al sector manufacturero unos años después. Debemos añadir que el declive del sector manufacturero se agrava si se toma en cuenta que la participación promedio de las ganancias del sector petroquímico dentro de las ganancias del sector manufacturero subió de 21% durante el período 1984-99 a 50% durante el período 2000-08.

Gráfico 3

Ganancias de Sectores Manufacturero y Financiero, 1960-2008
(% de Ganancias Totales)



Fuente: Economic Report of the President 2010, Tabla B-91.

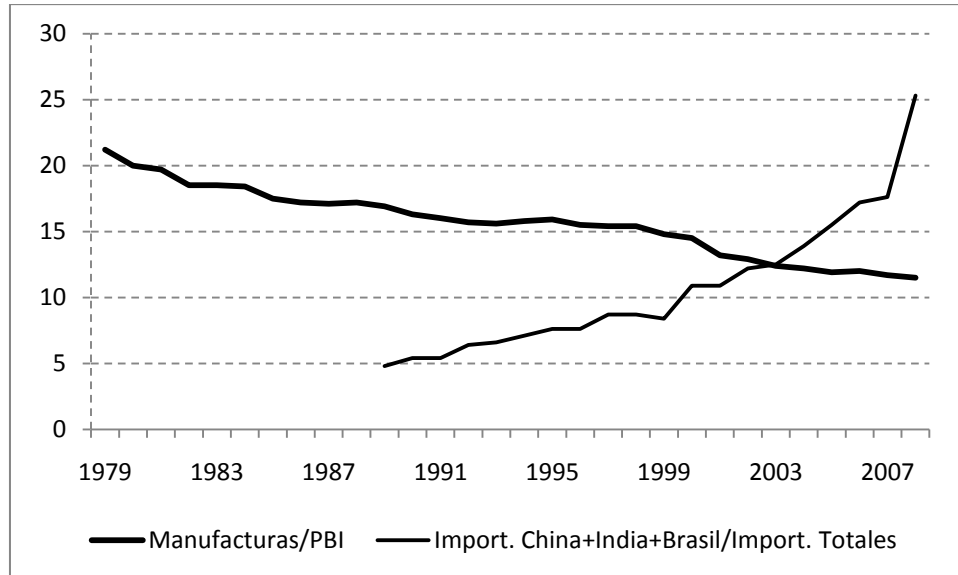
Debemos ahora tratar de explicar la caída de la rentabilidad del sector manufacturero en los países ricos. Aunque existe una variedad de

factores que pueden haber contribuido a generar esta situación, nos interesa enfatizar aquí el aumento de la competencia que significó la mayor integración de los países emergentes a la economía mundial, una de cuyas manifestaciones fue el aumento de sus exportaciones de productos manufacturados durante las dos últimas décadas. Efectivamente, tal como se puede ver en el Gráfico 4, entre 1989 y 2008, las importaciones de Estados Unidos provenientes de los países emergentes –básicamente productos manufacturados– quintuplicaron su participación en las importaciones totales, luego de acelerarse fuertemente a partir del 2000, llegando a representar 25% de las importaciones totales.²⁸ Esta situación refleja una pérdida de competitividad del sector manufacturero americano, cuya explicación básica está dada por una estructura insostenible de precios relativos: los salarios de los países ricos son exageradamente elevados cuando se les compara con los salarios de los países emergentes.

²⁸ Cifras elaboradas en base a información tomada de la U.S. International Trade Administration.

Gráfico 4

Producción Manufacturera e Importaciones de Productos Chinos, Indios y Brasileños, 1979-2008 (% de PBI y de Importaciones Totales)



Fuente: International Trade Administration (<http://tse.export.gov>).

La imposibilidad de mantener de forma indefinida una situación de ese tipo es explicada por el Teorema de Igualación de Precios de los Factores, el cual muestra que, bajo ciertas condiciones, el libre comercio entre dos países debe llevar a la igualación de los precios de los factores de producción (mano de obra y capital). El teorema es probado por Samuelson (1949) para el caso de dos países, dos industrias y dos factores de producción, asumiendo la misma tecnología en ambos países, factores de producción homogéneos, entre otros.

De esta manera, la actual desigualdad de salarios reales puede explicarse tanto por diferencias tecnológicas como por diferencias en la calidad de la mano de obra, por lo que habría que esperar que el progreso tecnológico y una mayor calificación de la mano de obra en los países emergentes –al contribuir al aumento de los salarios en esos países– finalmente eliminen la brecha salarial. Sin embargo, lo más probable es que la reducción de la brecha sea el resultado conjunto de un

aumento de los salarios en los países emergentes y una disminución de los salarios en los países ricos. En todo caso, lo que se infiere del teorema es que la situación actual no se podrá mantener de forma indefinida.

Además, debemos tener en cuenta que la mayor integración a la economía mundial de los países emergentes ha planteado un desafío a los países ricos al competir con ellos no solo como oferentes en los mercados de productos manufacturados, sino también como demandantes en los mercados de materias primas, lo cual debe haber tenido también un importante efecto sobre la rentabilidad del capital en el sector manufacturero de los países ricos. Esto nos permite insistir, entonces, que el deterioro de tal rentabilidad está fuertemente vinculado al esfuerzo de los países emergentes por integrarse más plenamente a la economía mundial.

6. Algunas Consecuencias y Condiciones para una Recuperación

En el caso de las **consecuencias**, éstas –en su mayoría– ya se han estado manifestado. Las más importantes tienen que ver con la regulación financiera, con el sistema monetario internacional y el rol del dólar y de Estados Unidos en la economía mundial, con las políticas comerciales, con la movilidad internacional del capital, con la concentración económica, con la distribución del ingreso, así como con la estabilidad del orden político en Estados Unidos.

En lo concerniente a la regulación financiera, se puede ver que existe un repliegue parcial del movimiento hacia la desregulación, básicamente con el propósito de elevar los requerimientos mínimos de capital de las instituciones financieras. En el ámbito internacional, una propuesta en este sentido fue hecha el 2009 por el Basel Committee on Banking Supervision con el fin de cambiar las reglas fijadas en el Basel Accord II del 2004.

En lo concerniente al sistema monetario internacional, se han dado presiones a favor de la reforma del sistema (o *non-system*) que surge

después de Bretton Woods, lo que implicaría un retroceso del dólar como moneda reserva. Propuestas en esta dirección no solamente han sido hechas por organismos y comisiones de las Naciones Unidas,²⁹ sino también por una serie de países.³⁰

En lo que concierne específicamente al dólar, Estados Unidos busca su devaluación como una manera de cerrar su brecha externa y reducir la carga de su deuda pública (denominada en dólares). La decisión de la Reserva Federal de comprar Bonos del Tesoro es una medida que va en esa dirección pues tales compras contribuyen a la devaluación del dólar en tanto constituyen un aumento en la oferta de tal moneda.

Ligado a lo anterior –y en lo que concierne a las políticas comerciales– están las políticas proteccionistas a través de políticas de manipulación cambiaria, y que están dando lugar a “guerras cambiarias” que podrían terminar configurando políticas de *beggar-thy-neighbor*.

En lo que concierne a la movilidad internacional del capital, se puede observar cierta voluntad por introducir restricciones a la movilidad del capital especulativo (de corto plazo), y medidas de este tipo ya han sido tomadas por países como Brasil, Tailandia, Taiwán, Islandia, entre otros.³¹

Se da también un aumento de la concentración económica, especialmente en el sector financiero, como debe esperarse de cualquier crisis como la actual, y está demás comentar las consecuencias que eso tendrá para la eficiencia de la economía mundial. Puede observarse al mismo tiempo un aumento de la pobreza y de la concentración del

²⁹ Ver Comisión Stiglitz (2009), Cap. 5, y el *Trade and Development Report 2009* de UNCTAD, Cap. IV.

³⁰ Como China en la Cumbre G20 de abril del 2009 en Londres. Ver Suominen (2010).

³¹ Ver Authers (2010), Cap. 25 y *The Economist*, Oct. 25, 2010.

ingreso en los países ricos,³² que resultan de las medidas de austeridad y de la “liberalización” de los mercados laborales, con la cual se arrebatan derechos a los trabajadores.

A nivel internacional, la consecuencia política más importante debe ser el deterioro del liderazgo económico y político americano. La más reciente expansión sin inflación de la economía mundial fue facilitada por la mayor integración a los mercados internacionales de los países emergentes, países que ahora reclamarán un rol más importante dentro de la economía mundial. En una muestra de ello, en la reunión de los ministros de economía de los países del G-20 realizada en Corea del Sur en octubre del 2010, se acordó transferir 6% del poder de voto en el FMI a India y Brasil.

Finalmente, la desconfianza en la dirigencia política está conduciendo al surgimiento en Estados Unidos de grupos populistas de derecha que buscan captar los beneficios de dicho sentimiento, lo cual puede desestabilizar el orden político en la más importante economía del mundo. En este sentido, una consecuencia análoga a la reintroducción de restricciones a la movilidad del capital es la intensificación del combate a la inmigración ilegal, y el recrudecimiento del sentimiento anti-inmigratorio.

Por otro lado, en el caso de las **condiciones para una recuperación**, debemos distinguir entre aquellas que conciernen el orden financiero, y aquellas que tienen que ver más directamente con la eficiencia económica del sector real. En el primer caso, la principal condición es la reforma del sistema monetario internacional, acompañada –de manera suplementaria – por una reducción de la movilidad internacional del capital especulativo, y una regulación más eficaz del sistema financiero. En el segundo caso, las condiciones para el aumento

³² Ver *The IPS Program on Inequality and the Common Good* (2009) para el caso de Estados Unidos.

de la eficiencia económica son el desmantelamiento de los grandes monopolios, la reducción de los gastos improductivos, la eliminación de las distorsiones de precios, y el aumento de la productividad incentivando tanto el progreso como la difusión tecnológica.

La principal razón por la cual se requiere una **reforma del sistema monetario** es que el presente sistema es inviable en una economía global e integrada como la que se ha estado construyendo en las últimas décadas y esto, a su vez, por varias razones. Primero, porque el país emisor de la moneda reserva (Estados Unidos) termina siendo el único país con política monetaria realmente independiente. Los demás países se ven forzados, en el corto plazo, a mantener sus tasas de interés ligadas a la tasa fijada por la Reserva Federal y, en el largo plazo, a mantener también sus niveles de precios consistentes con aquéllos de los países con que intercambia, y no siempre es posible conciliar estas dos tareas de la política monetaria.

Segundo, porque en un sistema monetario con n monedas diferentes solamente pueden haber $n-1$ tasas de cambio independientes, por lo que necesariamente habrá por lo menos un país al cual los mercados no aseguran un tipo de cambio consistente con sus políticas domésticas y el pleno empleo; y lo más probable es que ese país sea el emisor de la moneda reserva, lo que no hace sino complicar el problema. Y la situación termina de ser agravada por el hecho que la demanda extranjera por liquidez hace que la moneda reserva tienda a sobrevaluarse.

Tercero, porque es muy difícil que un sistema monetario internacional con n monedas y una moneda reserva tenga la simetría como una de sus características, pues no solamente permite al país emisor de la moneda reserva cobrar señoreaje, sino que también puede permitirle acumular déficits externos que a la larga resultan insostenibles.

Una solución de largo plazo requiere una reforma radical del sistema monetario internacional, el cual, en su forma óptima, debería conllevar a la introducción de un banco central y una moneda única a nivel mundial – como ya había sido propuesto por Keynes en su *Treatise on Money*, y se trató de hacer mediante los Derechos Especiales de Giro, para no mencionar las propuestas en este sentido hechas no solamente por organismos y comisiones de las Naciones Unidas, sino también por varios países.³³

El problema es que una moneda única requiere de la movilidad internacional totalmente libre de los factores de producción, pues –al no disponer del tipo de cambio como variable de ajuste– dicha movilidad se convierte en la única manera eficiente de ajustar las cuentas externas de un país. Y se trata de un problema porque la libre movilidad internacional del trabajo no es algo que sea políticamente aceptable en los países ricos. Esto revela la importancia de una de las asimetrías más importantes en el actual orden económico mundial: mientras el capital goza de una movilidad internacional casi perfecta, las restricciones a la movilidad del trabajo se intensifican cada vez más.

En todo caso, la reforma del sistema monetario internacional es una condición necesaria pero no suficiente para prevenir crisis de este tipo, pues siempre habría el problema de la excesiva movilidad internacional –los flujos y reflujos– del capital de corto plazo. Se necesita también, entonces, reducir la movilidad internacional del capital de corto plazo, pues la introducción de una moneda única no terminaría por resolver el problema de la inestabilidad. En este caso, un impuesto como el que propone Tobin (1978) podría reducir la volatilidad en general elevando en alguna medida el costo de movilizar capital especulativo a nivel internacional.

³³ Stiglitz (2006), Cap. 8, por ejemplo, propone de manera muy firme una reforma en este sentido. Por supuesto, también existe la alternativa de retomar el Patrón Oro, pero un listado de las deficiencias de tal alternativa puede encontrarse en cualquier texto básico de economía internacional.

Es también importante tener en cuenta que una regulación más eficaz del sistema financiero conseguiría atenuar los efectos de la actual crisis pero sin prevenir futuras, más severas, crisis. En todo caso, como parte de la reforma del sistema monetario internacional se debería revisar el rol del Fondo Monetario Internacional y del Bank for International Settlements con el fin de que contribuyan a la estandarización y el cumplimiento de las reglas de juego para los sistemas financieros a nivel mundial. De especial importancia es redefinir el rol actual del FMI, que es básicamente el de emisor de certificados de buena conducta para los países deudores que firman cartas de intención, y que son usados por la banca privada como indicadores de su solvencia. Como condición previa para que tal redefinición sea posible, se necesita un FMI organizado más democráticamente y una asignación más equitativa de los DEG que emite.³⁴

Por otro lado, las condiciones para el **aumento de la eficiencia económica** –el desmantelamiento de los grandes monopolios, la reducción de los gastos improductivos, la eliminación de las distorsiones de precios, y el aumento de la productividad incentivando tanto el progreso como la difusión tecnológica– no están sujetas a controversia, por lo que nos limitaremos a hacer algunos comentarios sobre sus aspectos menos convencionales.

La concentración económica que resulta del predominio de grandes monopolios y conglomerados en diversas ramas productivas – particularmente los sectores financiero, telecomunicaciones, aeroespacial y petroquímico³⁵– es nociva no solamente porque tiene importantes costos microeconómicos al reducir el nivel de competencia, sino también porque genera costos de tipo macroeconómico (por el problema del “*too*

³⁴ Ver al respecto Stiglitz (2006), Cap. 8.

³⁵ En el caso del sector financiero, Kaufman (2010) señala: “In 1990 the 10 largest US financial institutions held about 10 per cent of US financial assets. Today, the number is well over 70 per cent”.

big to fail”), y porque tiene implicancias políticas que pueden resultar siendo aún más costosas.

Un ejemplo claro de las repercusiones políticas de la concentración económica es el caso de los conglomerados que conforman el *military-industrial complex* en Estados Unidos, el cual ha logrado un rápido crecimiento del gasto en armas gracias a un peligroso aumento de su poder político. Aunque una advertencia sobre tal peligro ya había sido hecha por el presidente Eisenhower en 1961,³⁶ las corporaciones que conforman dicho complejo han logrado afianzar su creciente poder por medio del *lobbying*, de contribuciones a campañas electorales, de la exageración del peligro que algunos países extranjeros representan para Estados Unidos, de hábiles estrategias de distribución geográfica de sus unidades productivas al interior de ese país, y por su importante contribución a las exportaciones. Debe tomarse en cuenta, además, que desde la Guerra Civil, Estados Unidos no ha participado en ninguna guerra que se haya desarrollado en su propio territorio, razón por la cual el ciudadano promedio no identifica guerras con penurias económicas. La principal distorsión de precios a ser corregida es la diferencia de costos de producción –básicamente salarios– entre los países ricos y el resto del mundo, con el fin de permitir a los países ricos enfrentar el desafío que representan los países emergentes y –al mismo tiempo– lograr una completa integración de los países menos desarrollados a la economía mundial. Esto requerirá de una devaluación del dólar y del euro y, por lo tanto, de una reducción de los salarios reales en los países ricos, requerimientos cuya viabilidad política es dudosa.

El progreso y la difusión tecnológica son importantes no solamente porque el aumento de la productividad permitiría a los países ricos enfrentar el desafío que representan los países emergentes sin tener que reducir sus salarios, sino también porque el carácter limitado del stock de

³⁶ Ver *Farewell Address* de enero de 1961.

recursos naturales ya empieza a reflejarse en materias primas más costosas. El problema es que la investigación y el progreso tecnológico generalmente requieren de un importante apoyo del Estado, para lo cual en estos momentos no solamente no hay dinero sino tampoco voluntad política. Además, Estados Unidos –y los países ricos en general– no están dispuestos a facilitar la difusión tecnológica a nivel mundial.

7. Conclusiones

En un intento por evitar la debacle de sus sistemas financieros, los gobiernos de Estados Unidos y de otros países ricos se vieron obligados a intervenir, básicamente transfiriendo montos gigantescos de fondos públicos a bancos privados y otras corporaciones financieras y no financieras en peligro de hundirse, en lo que constituyó una nacionalización forzosa, si bien parcial y temporal, de sus bancos más importantes. Esta intervención del Estado no tuvo como único propósito salvar a la banca en problemas, y otorgar mejores condiciones (pagar mejores precios) a los dueños de esos bancos–, sino que buscó también evitar que sean las fuerzas del mercado –esto es, capitales extranjeros– las que resuelvan el problema. Podemos decir, entonces, que lo que se buscó es evitar que la banca americana caiga en manos de capitalistas extranjeros (asiáticos y árabes, básicamente), los cuales han estado acumulando acreencias contra Estados Unidos en los últimos 30 años como resultado de los continuos déficits en cuenta corriente de dicho país.

Se trata, pues, de una crisis que se ha estado incubando por mucho tiempo, y para la cual no existen soluciones de corto plazo, sean éstas ajustes fiscales, monetarios o cambiarios. Es obvio, por ejemplo, que aumentos en liquidez resultan insuficientes para hacer que la inversión privada crezca. Las tasas de interés actuales por sí solas muestran que ya existe un exceso de liquidez. En el caso de Estados Unidos, por ejemplo, el Federal Reserve Bank of St. Louis señala que el

monto promedio de *Excess Reserves of Depository Institutions* de setiembre de 2008 a agosto de 2010 (\$843,000 millones) fue casi 500 veces mayor que el promedio para los cinco años previos.³⁷

La opción de las políticas fiscales es muy complicada pues en estos momentos existe un conflicto entre las soluciones de corto y largo plazo, dado que las políticas fiscales expansivas requeridas para aliviar la situación en el corto plazo agravarían el problema de largo plazo que resulta de los desequilibrios internos y externos de los países ricos, los cuales no cuentan con suficientes grados de libertad (fondos) para adoptar dichas medidas.

En el caso de los ajustes cambiarios, aunque Estados Unidos sea el primer interesado en devaluar el dólar con el fin de cerrar su brecha externa y reducir el costo del pago de su deuda pública, este hecho no implica que ésta sea una tarea sencilla, y ello por varias razones. Primero, porque una devaluación del dólar sería costosa políticamente pues implicaría un aumento de la inflación y una disminución de los salarios reales en ese país.³⁸ Segundo, porque permitiría a inversionistas extranjeros comprar activos (empresas) en ese país pagando precios más bajos. Y, tercero, porque requeriría que los países que han acumulado reservas en dólares accedan a deshacerse de ellas. En todo caso, Estados Unidos necesita en estos momentos un aumento de la demanda agregada que reactive su aparato productivo; pero como los hogares y el sector público están excesivamente endeudados –mientras que las empresas no encuentran razón para aumentar su gasto de inversión– la mayor demanda tendrá que venir del resto del mundo (vía exportaciones). Y es por eso que el tipo de cambio es tan importante.

³⁷ Ver <http://research.stlouisfed.org/fred2/series/EXCRESNS/>

³⁸ La devaluación del dólar puede verse también como una revaluación de –por ejemplo– la moneda china, lo cual resultaría en una “exportación” de inflación por ese país, lo cual ya no le permitiría seguir contribuyendo a mantener bajas las tasas de inflación en el resto del mundo.

Como única superpotencia durante los últimos 20 años, a Estados Unidos le correspondía adoptar un modelo de crecimiento económico que sirviera de referencia para los países del resto del mundo, opción que – por diversas razones– no pudo o no quiso escoger. Como resultado de esta falta, Estados Unidos debe ahora renunciar a una parte de su poder, tanto económico como político. Sin embargo, no será fácil convencer a Estados Unidos a aceptar una reforma fundamental del sistema monetario internacional, lo que complica aún más un proyecto que no es para nada una tarea sencilla, tal como lo advierte la Comisión Stiglitz (2009).³⁹ Pero un sistema capitalista global e integrado como el que se ha estado construyendo en las últimas décadas no admite fronteras nacionales, y la reforma del sistema monetario internacional es una forma de reconocerlo. Aunque algunos autores –Shiller (2005), por ejemplo– enfatizan los aspectos psicológicos de la crisis –los *animal spirits*– es obvio que la crisis es algo más complicado que simplemente el resultado de la mala conducta –o *irrational exuberance*– de los agentes económicos, particularmente en el sector financiero. Si bien se requiere de un sector financiero eficiente, que sirva de apoyo a las actividades productivas del sector real, no estamos ante un problema concerniente únicamente a variables financieras, pues tanto o más importante que la reforma financiera y la recapitalización de los grandes bancos es el aumento de la eficiencia del sector real. Los canales son obvios –el desmantelamiento de los grandes monopolios, la eliminación de las distorsiones de precios, la reducción de los gastos improductivos, y el progreso y la difusión tecnológica– pero ninguno de fácil implementación.

La reducción del gasto improductivo, por ejemplo, no será una tarea sencilla pues el gobierno de Estados Unidos está actualmente envuelto en dos guerras –una *war on drugs* declarada por el Presidente Nixon en 1971,⁴⁰ y otra *war on terrorism*, declarada por el Presidente

³⁹ Ver Comisión Stiglitz (2009), Cap. 5 y Recomendaciones.

⁴⁰ Ver *Comprehensive Drug Abuse Prevention and Control Act* de 1970.

Reagan en 1985⁴¹– en las cuales es muy difícil, por no decir imposible, que resulte victorioso, y que resultan extremadamente costosas, no solo en términos del derroche de recursos que significan, sino también por el peligro de convertir a ese gobierno en un régimen autoritario, e incluso de que ese país devenga en un Estado policial. Nuevamente, como única superpotencia durante los últimos 20 años, a Estados Unidos le correspondía jugar el papel de juez imparcial en la solución de conflictos internacionales con el fin de facilitar la reducción de gastos militares, pero éste es otro rol que no pudo o no quiso asumir.

Podemos decir, pues, que el capitalismo necesita una reestructuración del orden mundial, tanto en sus aspectos políticos como económicos, con el fin tanto de estabilizar los mercados financieros, como de integrar más plenamente bajo su esfera a nuevos y muy importantes socios, tales como China, India, Brasil y Rusia. Si bien la incorporación de –o el acceso a– nuevos mercados es considerada por Schumpeter como uno de los factores fundamentales que propulsan a una economía capitalista –siendo otros factores más consumidores, y nuevos bienes, tecnología y formas de organización industrial⁴²–, lo que ha ocurrido en el caso de la integración de los países emergentes a la economía mundial pareciera apuntar en el sentido contrario. Sin embargo, es necesario entender que el efecto positivo al cual alude Schumpeter no tiene por qué observarse de manera inmediata y sin ningún contratiempo.

Referencias

- Amin, Samir: *Economic, Social and Political Distortion in the Modern World*. 1996.
- Anand, Sudhir y Paul Segal: "What Do We Know about Global Income Inequality?", pp. 57-94, *Journal of Economic Literature*, Vol. XLVI, No. 1. Marzo 2008. smoothly

⁴¹ Ver Chomsky (2002).

⁴² Schumpeter (1975), pp. 82-85.

- Authers, John: *The Fearful Rise of Markets*. FT Press. Upper Saddle River, New Jersey. 2010.
- Bank for International Settlements: *Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework - Comprehensive Version*. Junio 2006. <http://www.bis.org/publ/bcbs128.htm>.
- Brockway, George P.: "On speculation: a footnote to Keynes", pp. 515-522, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 5, No. 4, Summer 1983.
- Chomsky, Noam: "The Journalist from Mars", en *Media Control*, 2da. Edición. Seven Stories Press. New York. 2002.
- Comisión Stiglitz: *Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System*. Naciones Unidas. New York. 2009.
- Cooper, George: *The origin of financial crisis. Central banks, credit bubbles and the efficient market fallacy*. Harriman House LTD. Petersfield, Hampshire. 2008.
- Dadkhah, Kamran: *The Evolution of Macroeconomic Theory and Policy*. Springer. Berlin. 2009.
- Dodd, Randall: "Derivatives Markets: Sources of Vulnerability in US Financial Markets", Cap. 6 en G. Epstein (Ed.): *Financialization and the World Economy*. Elgar. Northampton, MA. 2005.
- Dornbusch, Rudiger: "Expectations and Exchange Rate Dynamics", en *Journal of Political Economy*. 1976.
- Epstein, Gerald: "Introduction", Cap. 1 en G. Epstein (Ed.): *Financialization and the World Economy*. Elgar. Northampton, MA. 2005.
- Fondo Monetario Internacional: *IMF Factsheet – Special Drawing Rights*. <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sdr.HTM>.
- Guttentag, Jack y Richard Herring: "Emergency Liquidity Assistance for International Banks", Cap. 5 en R. Portes y A. Swoboda (Eds.): *Threats to International Financial Stability*. Centre for International Policy Research. Cambridge University Press. Cambridge. 1987.
- The IPS Program on Inequality and the Common Good: *Inequality by the Numbers*. Octubre 2009. <http://wealthforcommongood.org/wp-content/uploads/2009/12/inequality-by-the-numbers-2009.pdf>

- Kaufman, Henry: "America must start again on financial regulation". *Financial Times*, Diciembre 16, 2010.
- Kindleberger, Charles P.: *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises*. Basic Books. New York. 1978.
- Levy, Frank y Peter Temlin: *Inequality and Institutions in 20th Century America*. MIT Industrial Performance Center. Junio, 2007.
- Loeys, Jan, D. Mackie, P. Meggyesi y N. Panigirtzoglou: *Corporates are Driving the Global Saving Glut*. JPMorgan Research. Londres. Junio 24, 2005.
- Minsky, Hyman: "The financial-instability hypothesis: capitalist processes and the behavior of the economy", Cap. 2 en C.P. Kindleberger y J-P Laffargue (eds.), *Financial crises. Theory, history and policy*. Cambridge University Press. Cambridge. 1982.
- Mishkin, Frederic: *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. 9th. Ed. Addison-Wesley. Boston. 2009.
- Naciones Unidas – UNCTAD: *United Nations Conference on Trade and Development Report*. Ginebra. 2009
- Niskanen, William A.: "Economic Deregulation in the United States: Lessons for America, Lessons for China", pp. 657-668, *Cato Journal*, Vol. 8, Num 3. 1989.
- Ott, Mack: *Foreign Investment in the United States*. The Concise Encyclopedia of Economics. <http://www.econlib.org/library/Enc1/ForeignInvestmentintheUnitedStates.html>. 2002.
- Palumbo, Michael G. y J. A. Parker: *The integrated financial and real system of national accounts for the United States: Does it presage the financial crisis?* NBER Working Paper 14663. 2009.
- Parker, Jonathan: *Spendthrift in America? On two decades of decline in the U.S. saving rate*. NBER Working Paper 7238. 1999.
- Reich, Robert B.: *Aftershock. The Next Economy and America's Future*. Knopf. New York. 2010.
- Ruffer, Rasmus y Livio Stracca: *What is global excess liquidity, and does it matter?* European Central Bank, Working Paper Series No. 696. Noviembre 2006.

- Samuelson, Paul A.: "International Factor-Price Equalisation Once Again", pp. 181-197, *The Economic Journal*, Vol. 59, No. 234. Jun. 1949.
- Schechter, Danny: *In debt we trust*. Film. Altacliff. 2008.
- Schumpeter, Joseph: *Capitalism, Socialism and Democracy*. New York: Harper, 1975 (orig. pub. 1942).
- Shiller, Robert: *Irrational Exuberance*. Princeton University Press. 2005.
- Stiglitz, Joseph: *Making Globalization Work*. W.W. Norton. New York. 2006.
- Suominen, Kati: *The dollar question: Where are we?* 9 July 2010. <http://www.voxeu.org>.
- Tobin, James: *A Proposal for International Monetary Reform*. Presidential address at the 1978 conference of the Eastern Economic Association. Washington, D.C. 1978.- Triffin, Robert: *Gold and the Dollar Crisis: The future of convertibility*. 1960.

ÚLTIMAS PUBLICACIONES DE LOS PROFESORES DEL DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA

Libros

José Rodríguez y Albert Berry (Eds.)

2010 *Desafíos laborales en América Latina después de dos décadas de reformas estructurales. Bolivia, Paraguay, Perú (1997-2008)*. Lima, Fondo Editorial, Pontificia Universidad Católica del Perú e Instituto de Estudios Peruanos.

José Rodríguez y Mario Tello (Eds.)

2010 *Opciones de política económica en el Perú 2011-2015*. Lima, Fondo Editorial, Pontificia Universidad Católica del Perú.

Felix Jiménez

2010 *La economía peruana del último medio siglo*. Lima, Fondo Editorial, Pontificia Universidad Católica del Perú.

Felix Jiménez (Ed.)

2010 *Teoría económica y Desarrollo Social: Exclusión, Desigualdad y Democracia. Homenaje a Adolfo Figueroa*. Lima, Fondo Editorial, Pontificia Universidad Católica del Perú.

José Rodríguez y Silvana Vargas

2009 *Trabajo infantil en el Perú. Magnitud y perfiles vulnerables. Informe Nacional 2007-2008*. Programa Internacional para la Erradicación del Trabajo Infantil (IPEC). Organización Internacional del Trabajo.

Óscar Dancourt y Félix Jiménez (Ed.)

2009 *Crisis internacional. Impactos y respuestas de política económica en el Perú*. Lima, Fondo Editorial, Pontificia Universidad Católica del Perú.

Alfredo Dammert y Raúl García

2009 *Los Jones quieren casa nueva. Cómo entender la nueva crisis económica mundial*. Fondo Editorial, Pontificia Universidad Católica del Perú.

Efraín Gonzales de Olarte y Javier Iguñiz Echeverría (Eds.)

2009 *Desarrollo económico y bienestar. Homenaje a Máximo Vega-Centeno*. Lima, Fondo Editorial, Pontificia Universidad Católica del Perú.

Félix Jiménez

2008 *Reglas y sostenibilidad de la política fiscal. Lecciones de la experiencia peruana*. Lima, Fondo Editorial, Pontificia Universidad Católica del Perú.

Adolfo Figueroa

2008 *Nuestro mundo social. Introducción a la ciencia económica*. Lima, Fondo Editorial, Pontificia Universidad Católica del Perú.

Serie: Documentos de Trabajo

- No. 311 “Ciencia, tecnología, cooperación tecnológica, TIC y rentabilidad de las empresas manufactureras bajo un enfoque empresarial: El caso del Perú, 2004-2005”. Mario Tello, Febrero, 2011.
- No. 310 “Indicadores del sector MYPE informal en el Perú: Valor agregado, potencial exportador, capacidad de formalizarse y requerimientos de normas técnicas peruanas de sus productos”. Mario Tello, Febrero, 2011.
- No. 309 “Determinantes socioeconómicos de las transiciones entre niveles educativos: un enfoque sobre género y ruralidad en el Perú”. Denice Cavero, Verónica Montalva y José Rodríguez. Enero, 2011.
- No. 308 “State Density and Capabilities Approach: Conceptual, Methodological and Empirical Issues”. Efraín Gonzales de Olarte y Javier M. Iguñiz Echeverría. Enero, 2011.
- No. 307 “Crecimiento económico: enfoques y modelos. Capítulo 7 – Política económica, crecimiento y desarrollo”. Félix Jiménez. Noviembre, 2010.
- No. 306 “Crecimiento económico: enfoques y modelos. Capítulo 6 – Teoría del crecimiento dirigida por la demanda”. Félix Jiménez. Noviembre, 2010.
- No. 305 “Crecimiento económico: enfoques y modelos. Capítulo 5 – Teoría del crecimiento endógeno”. Félix Jiménez. Noviembre, 2010.
- No. 304 “Heterodoxia, neoliberalismo y el “Consenso de Washington”. Un análisis comparativo: Argentina-Perú 1985-2010”. Héctor Noejovich. Noviembre, 2010.
- No. 303 “El proceso independentista y la lucha por la hegemonía mundial; la perspectiva desde la constitución de Cádiz”. Héctor Noejovich. Noviembre, 2010.
- No. 302 “Descomposición histórica de la inflación en Perú. Distinguiendo entre choques de demanda y choques de oferta”. Guillermo Lavanda y Gabriel Rodríguez. Octubre, 2010.
- No. 301 “El legado económico de la independencia del Perú”. Carlos Contreras. Octubre, 2010.
- No. 300 “Elementos de teoría y política macroeconómica para una economía abierta. Quinta parte: Capítulos 15, 16 y 17”. Félix Jiménez. Octubre, 2010.