

FINANCIAMIENTO, FINANCIARIZACIÓN Y PROBLEMAS DEL DESARROLLO

Noemi Levy Orlik¹

Resumen

En este trabajo se analizan las corrientes teóricas heterodoxas que explican el financiamiento de la inversión, diferenciando entre el proceso de producción y realización, análisis considerando las estructuras financieras de los países desarrollados y en desarrollo. Se revisa los planteamientos de Keynes, los *circuitistas* y Kalecki que postulan los términos de creación y destrucción de deudas y circulación de las ganancias. Una extensión de este análisis se hace a las economías financiarizadas analizando la forma de creación y anulación de deudas y movilización de los ahorros.

Palabras claves: Teorías financiamiento heterodoxas, estructuras financieras, financiarización

INTRODUCCIÓN

La movilización de recursos financieros en las últimas décadas ha sido objeto de grandes modificaciones en el conjunto de los países capitalistas. No hay duda de que estos flujos incrementaron considerablemente con relación a la actividad productiva, sin embargo no está claro si ello se debió a nuevos arreglos institucionales del sistema financiero global o estuvo relacionada a actividades especulativas, en cuyo caso deberían regularse. Por consiguiente, el impacto de las actividades financieras en la producción requiere de mayor análisis, especialmente en los países en desarrollo, donde se presenta una problemática particular.

La relación entre la actividad financiera y productiva se construye a través de diferentes niveles de abstracción. Primero, se requiere analizar la relación entre las actividades productivas y financieras para determinar cómo se crean y destruyen las deudas, sin obviar el papel del ahorro en la actividad económica; segundo, se deben discutir los arreglos institucionales dominantes para determinar las diversas formas de creación y destrucción de deudas y los canales mediante los cuales se moviliza el ahorro; finalmente, se

¹ Profesora de tiempo completo de la Facultad de Economía, UNAM. Este trabajo se realizó en el marco del proyecto PAPIIT IN 303314

deben incluir elementos de desarrollo económico, poniendo particular énfasis en las estructuras del periodo de dominación del capital financiero en los países en desarrollo.

En este trabajo partimos del supuesto que el dinero antecede la producción, aumenta el ingreso, las deudas se cancelan, y el ahorro realiza la inversión. Los países en desarrollo están limitados por la reducida producción de bienes de inversión, por tanto no tienen suficientes ganancias; y las escasas ganancias no siempre recirculan a la producción por el exceso de consumo suntuario o por ser apropiadas por parte de los países desarrollados. En este contexto las políticas económicas de los países en desarrollo no deben limitarse al gasto público en bienes de inversión y provisión de financiamiento para la producción del sector privado, sino que también deben asegurar la reinversión de las ganancias. Se debe garantizar el desarrollo equilibrado de los sectores productivos.

Este trabajo se organiza en cuatro secciones. Después de esta introducción, en la segunda sección se discuten las relaciones financieras y el papel del ahorro, resaltando los diferentes arreglos institucionales y la evolución que han presentado en países desarrollados y en desarrollo. La principal conclusión de esta sección es que las economías capitalistas son eminentemente monetarias, por consiguiente los bancos, particularmente los créditos, abren los circuitos monetarios que financian la producción, incluyendo la producción de bienes de inversión; mientras las ganancias se deben transformar en ahorros (retenidas por las empresas o en el mercados de capitales) para realizar la inversión. En países en desarrollo este proceso es débil por las fugas al multiplicador del ingreso, la apropiación de ganancias de los países en desarrollo por parte de las economías industrializados, y los desequilibrios productivos domésticos que impiden la plena ocupación de los bienes de inversión.

La tercera sección analiza las características de los regímenes de producción *financiarizados*, focalizando la discusión en la creación y destrucción de los créditos y la

movilización de las ganancias y los ahorros. No cabe duda que esta organización modificó drásticamente la organización del mercado financiero y la posición de las deudas en el circuito monetario, desacoplándose el ahorro de la inversión, cuyo principal resultado fue el aumento de la tasa de crecimiento de los flujos financieros por encima de la actividad productiva. Este proceso generó la globalización de los mercados financieros y la diversificación del gasto de inversión, en un contexto de canalización de los ahorros hacia los centros financieros de las economías desarrolladas. En este contexto aumentan las limitaciones del crecimiento de los países y se profundiza la concentración de ingreso. Ello ha sido más notorio en regiones de bajos niveles de inversión y limitada intervención gubernamental en la actividad económica. En este sentido, las políticas económicas no se pueden concentrar únicamente en movilizar recursos para la producción sino que también deben fortalecer las instituciones financieras y disponer de otros instrumentos (impuestos) para movilizar los rendimientos a los espacios donde fueron creados. Finalmente, en la última sección se presentan las conclusiones básicas de este trabajo.

TEORÍAS DE FINANCIAMIENTO, ORGANIZACIONES INSTITUCIONALES Y SU EVOLUCIÓN

El punto de partida es que no hay una teoría de financiamiento única sino un conjunto de teorías que comparten conceptos básicos en la explicación de las operaciones financieras y sus efectos sobre el sector real, con fuertes disensos sobre las actividades que cubren los créditos, y el papel de los ahorros en la actividad económica.

En el primer apartado de esta sección se revisan brevemente los supuestos más relevantes de las teorías de financiamiento que hacen proposiciones sobre el crecimiento y desarrollo económico.

Los supuestos teóricos relevantes

Entre los principales supuestos de las teorías de financiamiento encontramos que el dinero es una deuda, que representa una relación social, está determinado por la demanda, no es neutral y endógeno.

En este contexto, el dinero es un símbolo que puede relacionarse indirectamente con una mercancía, sin operar como tal (Wray, 2010, Seccareccia & Parguez 2000). Las deudas, particularmente los depósitos bancarios, no utilizan recursos productivos (se crean de la nada —ex-nihilo), por tanto no demandan ni agotan ningún recurso productivo (Keynes 1937, p. 209). Las deudas tienen la habilidad de saldar pagos finales (Graziani, 2003) y no necesitan ser avalados por dinero de curso legal. El dinero se crea en el momento que se gasta, cuestionándose la discusión entre atesoramiento y ahorro financiero.

La discusión de la no neutralidad del dinero, rechazada por la corriente teórica dominante, que supone condiciones de pleno empleo y total flexibilidad de precios, sobre la base de mercados competitivos, rechazan la intervención gubernamental directa en la economía.

Keynes (1936, capítulos XIX y XXI) ofrece argumentos sobre la no neutralidad del dinero que descansan en la elasticidad positiva (pero menor a la unidad) de la oferta del dinero y la producción, y la no proporcionalidad entre la expansión de la oferta monetaria y la demanda efectiva. A partir de ello concluye que aumentos en la oferta monetaria expanden la producción y los precios. En esta discusión Keynes regresa a la raíces de la teoría clásica argumentando que la expansión de la producción ocurre bajo condiciones de rendimientos decrecientes.

Desde una perspectiva diferente, Rochon (1999), Parguez y Seccareccia (2000), Lavoie (2014), entre otros, argumentan que el circuito monetario inicia el proceso productivo

vía créditos (que se otorgan mediante depósitos bancarios), donde incluye la producción de bienes de capital fijo y su realización. Así, el dinero es estructuralmente no neutro y endógeno. Graziani (2003), situado en esta última corriente, limita los créditos a la cobertura de la masa salarial de los procesos de producción.

La *endogeneidad* del dinero es otro supuesto importante, expuesto inicialmente por la teoría monetaria austro-alemana, los cuales postulan que los bancos centrales controlan la tasa de interés nominal, de corto plazo, la cual buscan igualar a la tasa de interés natural. Keynes no tuvo una posición clara sobre la *endogeneidad*. En la Teoría General del empleo, el interés y el dinero (*TG*) señaló que es fija la oferta de dinero (1936, p. 146) lo cual no implica deducir que el dinero es exógeno, por las consideraciones institucionales de dicho autor, i.e., operaciones de mercado abierto, véase Chick (1983). Con respecto a la determinación de la tasa de interés postula la teoría de la preferencia por la liquidez (Keynes 1936, capítulo XIII), planteamiento cuestionado por la mayoría de los Post – Keynesianos por los supuestos que hace sobre la forma en que opera el mercado de capitales, véase Minsky, (1991).

Una interpretación alternativa sobre la *endogeneidad* dinero es que los bancos comerciales acomodan la demanda crediticia de los agentes solventes, que supone liquidez plena para las corporaciones no financieras (Moore 1988, y Rochon, 2001), en tanto la tasa de interés es independiente del volumen de créditos, determinada por el banco central, con base en objetivos de política económica (pleno empleo, estabilidad de precios, estabilidad externa, etcétera), resaltándose que es igual para todos los prestatarios. Una versión similar es propuesta por Graziani (2003) que mantiene el supuesto de un precio administrado por los bancos, el cual, empero, no es igual para todas las empresas porque se determina con base en un proceso de negociaciones entre empresas y bancos. Así, pese a la solvencia de las

empresas, los agentes se enfrentan a diferentes niveles de liquidez (no es ilimitada) y son diferenciados los costos de los créditos, por tanto se requieren políticas monetarias (canalización de créditos a la producción) para activar la producción, particularmente de las empresas medianas y pequeñas, y en los países en desarrollo.

Finalmente, aunque no menos importante, hay consenso que la causalidad dominante va desde la inversión al ahorro, con diferentes interpretaciones sobre las formas en que se despliega dicha causalidad, lo cual se discute en el siguiente apartado.

Teorías de financiamiento: créditos y ahorro

Las diferentes visiones sobre el financiamiento a la producción generalmente no diferencian entre la producción de bienes de inversión y su venta (realización) y no discuten las funciones diferentes que asumen el crédito y el ahorro en el gasto de la inversión; ofreciendo diferentes interpretaciones sobre estos fenómenos. Destaca la visión de Keynes sobre financiamiento de corto plazo y fondeo; la creación y destrucción y destrucción de deudas de los *circuitistas*; y Kalecki con el planteamiento de los fondos internos y el principio de riesgo creciente.

i. Keynes: el motivo de financiamiento y el proceso de fondeo

En la TG sólo está presente el motivo de negocios,² omitiéndose el financiamiento a la inversión (incluido en el motivo de transacción). A raíz de las críticas de Ohlin y Roberston³, introduce el motivo financiamiento bajo la consideración que la inversión “está sujeta a fluctuaciones propias” y el “*efectivo que requiere puede movilizarse mucha más lentamente*”, por consiguiente el motivo de financiamiento puede ser considerado “a la mitad

² Es el efectivo para cubrir el tiempo en que una empresa incurre en costos y recibe ingresos derivados de las ventas. (Keynes, 1936, capítulo 5)

³ La correspondencia entre Keynes y los llamados “neoclásicos” se encuentra en Johnson y Moggridge (1978) volumen 14.

de camino... entre los balances activos y pasivos”, (Keynes 1937a, p. 208-209, Keynes, 1937b p. 220).

Consecuentemente estamos ante dos propuestas. La primera, en la TG, (1936), sustentada implícitamente en la teoría sobre el circuito monetario⁴ que se inicia a partir de la emisión de créditos bancarios que financian el proceso de producción (independientemente del tipo de bienes), amplía el ingreso, generándose las condiciones de saldar las deudas, vía el gasto del consumo de los trabajadores y la recirculación de las ganancias, que anularía las deudas iniciales bajo condiciones de expectativas no cambiantes. Esta discusión es ensombrecida por su teoría de la preferencia por la liquidez⁵ que analiza el movimiento de los ahorros en el mercado de capitales, sujetos a las expectativas de los agentes, resaltando los efectos negativos de la dominación de los inversionistas “profesionales” (Keynes, 1936, capítulo XII)

Por otro lado, en Keynes, (1937 a, b) se introduce el motivo de financiamiento que deben empatar los rendimientos de la inversión con la deudas, por consiguiente señala que el financiamiento de la producción debe ser de largo plazo (Keynes 1937b). Desde nuestra perspectiva no debería diferenciarse entre el financiamiento de la producción de bienes, sean estos de capital, consumo de asalariados, de capitalistas y bienes intermedios porque el adelanto para financiar la producción regresa al sistema productiva vía el gasto de los agentes, lo cual anula las deudas; y segundo la transformación de ahorro real en financiero (intermediación financiera en el mercado de capitales) realiza la venta de bienes de capital, o sea, otorga liquidez a los activos ilíquidos, o financia ex-post la producción de inversión.

⁴ Keynes 1930 (capítulos I, II, III,) implícitamente se refiere a la creación y destrucción de dinero, sin embargo no hay consenso que esto mismo ocurra en la TG, Graziani 2003, p. 27.

⁵ Este concepto ha sido fuertemente criticado, ente otros, por Minsky (1991).

ii. Circuitistas: Las deudas y el ahorro en el crecimiento económico

Este planteamiento analiza los flujos de fondos entre empresas, bancos y familias, que supone la creación de deudas, la generación de producción (ingreso), realización de la producción y destrucción de deudas.

La solvencia de los prestatarios es uno de los elementos distintivos de esta teoría, a partir de lo cual postulan una función dineraria infinitamente elástica (Moore, 1989): los bancos acomodan las deudas de los agentes solventes y la demanda crediticia está relacionada con la producción. Las empresas solventes no enfrentan restricciones crediticias y la tasa de interés es un precio administrado, determinado por la función de reacción de la banca central, igual para todos los agentes, en tanto los bancos comerciales adicionan un margen a la tasa de interés de interés del banco, Rochon (2001).

Esta visión postula que el ciclo monetario tiene dos fases, una de entrada (*efflux*) y otra de salida (*reflux*) (Parguez y Seccareccia, 2000). La primera, abarca el proceso de otorgamiento de créditos a los agentes solventes, pagos a los factores productivos, y aumento del ingreso. La segunda fase implica gastar el ingreso (demanda efectiva), que retorna a las empresas, las cuales anulan deudas. Desde esta perspectiva la demanda efectiva se expande *pari pasu* con el volumen de los créditos, o sea las expectativas de los bancos son similares a las empresas, y el circuito monetario se cierra si los bancos centrales no modifican las tasas de interés, y no enfrentan rupturas los procesos productivos, Rochon, 2006.

Una visión alternativa sobre el circuito monetario se encuentra en Graziani (2003) que señala que los créditos financian la masa salarial (ibid, p. 27) porque los créditos destinados a los gastos inter-capitalista se anulan entre sí, (ibid, p. 28), incluidos la compra y venta de títulos financieros. Segundo, la liquidez es limitada y el acceso a los créditos es

diferenciados, así como sus costos (ibid., p. 25). Tercero, el financiamiento cubre la producción, incluidos los bienes de capital fijo (*ibid*, p.69); que diferencia con la realización de los bienes de inversión que ocurre a través de las ganancias retenidas o vía la transformación de las ganancias en ahorros financieros. En este contexto, los créditos abren el circuito monetario y se canalizan al pago de los asalariados; aumentan los ingresos a partir de la decisión de las empresas sobre qué producir (bienes de consumo o de inversión), el nivel salarial y del empleo. Siguiendo el planteamiento de Kalecki, resalta que los trabajadores determinan cómo gastan sus ingresos, con la diferencia que tiene la capacidad de ahorrar. El ahorro de los trabajadores está compuesto por títulos financieros y saldos efectivos—depósitos bancarios, los cuales, podrían impedir el cierre del circuito monetario.⁶ La destrucción de deudas (financiamiento final) se realiza vía la demanda efectiva (realización de la producción) y la transformación de los ahorros asalariados en títulos financieros, (ibid, p. 29).

Un punto adicional es la realización de los bienes de inversión que tiene lugar a través de las ganancias capitalistas. De acuerdo a Graziani (2003, p. 71) este proceso tiene lugar cuando los bienes de capital fijos encuentran un comprador en el mercado. Ello se realiza a través de dos vías. En la primera se venden los bienes de capital físico en forma indirecta, a través de la emisión y venta de títulos en el mercado financiero (*à la* Keynes que supone el financiamiento de la producción) donde los dueños del capital se vuelven accionistas. La segunda opción supone que los bienes de producción terminados se venden entre empresas

⁶ Graziani (2003, p. 30) señala que si los trabajadores ahorran parte de su ingresos en depósitos bancarios no se puede cerrar el circuito porque ese flujo dinerario no regresa a la producción. Asimismo, este autor señala que la creación de deudas canalizadas a las empresas no cubre el pago de los intereses, lo cual, se podría resolver vendiendo parte del producto a los bancos, que sería equivalente a que los intereses se deben pagar en especie, o bien los bancos compran títulos financieros de las empresas (ibid, p. 31). Alternativamente Seccareccia, 2012/2013 señala que los intereses netos se destinan al pago de los salarios del sector bancario y de esa forma retornan a la producción y anulan deudas,

mediante la movilización de sus ganancias retenidas (ganancias no distribuidas). Este proceso incluye la retención de los bienes de inversión por parte de los productores que son saldados por ganancias en especie (ibid, p. 71). Se comparte la idea de que la inversión genera los ahorros necesarios para la realización de la inversión.

Graziani (ibid. 73) concluye “el financiamiento final para la inversión siempre será suministrado por el ahorro”, lo cual es independiente de la propensión de ahorrar de los agentes: “una vez que un monto de inversión es planeado y ejecutado, inevitablemente se forma un monto igual de ahorro. Si es alta la propensión de ahorrar, los ahorradores incrementarán sus montos de riqueza financiera proporcionalmente a la inversión; y si es baja la propensión de ahorrar, la inversión será financiada vía ahorros forzados, y las empresas obtendrán un monto correspondiente a las ganancias”, (ibid)

A partir de la anterior discusión se refuerza el planteamiento de que el sistema capitalista es eminentemente monetario, donde las deudas inician la producción y se cancelan vía la demanda efectiva; mientras los tenedores de ahorros, especialmente los capitalistas (bajo la forma ganancias retenidas por las empresas o transformadas en títulos financieros) realizan la inversión. El resultado es que no existe escasez de ahorros. Empero, se debe recalcar que no se discute si los ahorros se distribuyen de manera desigual o son extraídos de los espacios en que se realizan, discusión que se retoma más adelante.

ii. *Estructuras productivas oligopólicas: Ahorros internos y mercados financieros*

Kalecki construyó una explicación alternativa, resaltando las características oligopólicas de las estructuras productivas que afecta la disponibilidad de recursos de los agentes a partir de la cual ofrece una explicación de los procesos de concentración de capital que permite explicar las formas de operación de los modelos dominados por el capital financiero. Parte

del supuesto que “el acceso que una firma tiene al mercado de capitales, o sea la cantidad capital de rentistas que puede esperar obtener, está determinado en gran medida por la cuantía de su capital” (Kalecki, 1954, p. 93), y refuerza “el requisito más importante para convertirse en empresario es ser *propietario* del capital” (*ibid*, p. 96, cursivas en el original). Una característica estructural del capitalismo es que las grandes empresas tienen mayor acceso a los créditos bancarios y de manera más relevante al capital rentista, o sea, tienen mayor acceso al ahorro para producir y, añadimos, en su caso, realizar los bienes de capital fijo, mientras las economías en desarrollo, así como las pequeñas y medianas empresas requieren políticas de financiamiento para que se realicen las venta de los activos fijos, porque no tienen acceso al mercado de capitales y no son capaces de retener las ganancias en sus empresas.

Para Kalecki, los fondos internos es la principal determinante de la inversión⁷ (supone que no hay ahorro salarial porque los salarios se igualan al consumo salarial) sin incluir los bancos al inicio de la producción. Desde esta perspectiva, el gasto de la inversión proviene de las ganancias de los capitalistas. Obviamente, Kalecki introduce los créditos empresariales, los cuales, empero, tienen el objetivo de extender los límites de los planes de inversión generadas por la estrechez del mercado de capitales y el factor de riesgo creciente.

En palabras de Kalecki (1954, p. 52)

si los capitalistas aumentan su inversión usando sus reservas liquidadas para este propósito, las ganancias de otros capitalistas aumentarán de manera correspondiente pasando de este modo estas reservas invertidas a manos de estos últimos. Si por medio de créditos bancarios se financian inversiones adicionales, el gasto de las cantidades en cuestión causará una cantidad igual de ganancias ahorradas se acumule en forma de *depósitos* bancarios. Por esta razón, los capitalistas que inviertan tendrán la posibilidad de emitir bonos en cierta medida para amortizar así los créditos bancarios.

⁷ Las otras dos variables que determina la inversión son las ganancias brutas y el acervo de capital, Kalecki, 1954.

En esta discusión se destacan dos elementos. Primero, la inversión crea su propio ahorro, el cual, sin embargo no regresa a la economía en el mismo periodo; a partir de lo cual se introduce la noción de ciclos económicos. La recirculación parcial de los ahorros a la producción, impide la plena realización de los bienes de capital fijo en cada uno de los periodos. Las bases de esta discusión se encuentran en los esquemas de reproducción, Kalecki (1954, capítulo III), lo cuales podrían adecuarse a un circuito financiero entre clases sociales, donde las instituciones financieras juegan un papel subordinado en el financiamiento. Los bienes de capital se producen en el sector I, dividiéndose el ingreso generado entre ganancias y salarios, reapareciendo la noción de que la inversión crea sus propios ahorros. Las ganancias capitalistas se propagan a los sectores II y III (donde se producen bienes de consumo capitalista y asalariado, respectivamente) y los bienes de capital son adquiridos (realizados) por los capitalistas que operan en los sectores II y III. El supuesto central es que las ganancias de los capitalista no recirculan plenamente a la producción, lo cual genera la subutilización de los bienes de capital y de la fuerza de trabajo. Específicamente, en el sector II la recirculación parcial del gasto capitalista (por debajo de sus ganancias) reduce el empleo e induce a una subutilización de los bienes de capital. Siguiendo esta línea de argumentación, el sector III tampoco opera a plena capacidad porque se redujo la masa salarial del sector II y no se realizan plenamente los bienes de capital.

Una vía alternativa para mostrar explicar los ciclos económicos es el concepto ‘riesgo creciente’, con base en el cual se señala que las empresas no utilizan plenamente sus ahorros empresariales, ni acceden a todo el potencial de los créditos bancarios, ni emiten el máximo de títulos. A partir de este concepto se explica la reinversión parcial de los fondos internos (Kalecki, 1954, capítulo VIII), reproduciéndose estructuras oligopólicas, donde las empresas

grandes obtienen mayores volúmenes de créditos a menores costos. Segundo, el acceso a flujos financieros es finito debido porque los grandes capitalistas tienen capital acumulado, además supone el financiamiento externo debe ser menor al capital empresarial, explicados por elementos seguridad financiera de la empresas y temores a adquisiciones forzadas. Tercero, las pequeñas y medianas empresas no tienen acceso (o éste es muy limitado) a la liquidez que circula en el mercado de capitales, por consiguiente producen menos bienes de capital. Se añade que utilizan una proporción mayor de sus ganancias empresariales para financiar la producción y no conforman ‘colchones de seguridad’. Steindl⁸ argumenta:

“empresas pequeñas dependen del financiamiento de corto plazo y, además están obligadas a pedir prestado por encima de lo razonable por la inadecuación de su propio capital en comparación con los fondos requeridos para conducir de manera eficiente una empresa; así su posición financiamiento es relativamente es insegura. Ello incrementa el costo de sus créditos (Steindl, 1945, p. 20).

Adicionalmente, sobre la base del concepto del ‘riesgo creciente’ se explica el proceso de concentración y centralización de capital, el cual producen una mayor desigualdad en la distribución del ingreso, conformando multinacionales que se sustentan sobre la organización del mercado de capitales, pudiendo movilizar volúmenes crecientes volúmenes de ahorro para incrementar sus ganancias. Estas entidades no enfrentan restricciones en el financiamiento de la producción, ni en la adquisición de capitales, y no tienen problemas de realización de la inversión porque pueden emitir bonos para volver líquidos los activos ilíquidos (países en desarrollo, se retoma esta discusión más adelante). Además se desarrolló el concepto de sobre-capitalización, Steindl (1952, capítulo X) que supone que las empresas por acciones recolectan más ahorros de los necesarios para financiar sus pasivos, desarrollando departamentos de tesorerías que tienen acceso creciente a ganancias vía el

⁸ Kalecki (1954, p. 96) en un pie de página señala que los planteamientos de Steindl (1945a) sobre concentración son muy relevantes para explicar el riesgo

comercio de los instrumentos financieros. Ello les permite apropiarse a ganancias en la esfera de la circulación. (Toporowski, 2013).

Podíamos finalizar este apartado señalizando que el análisis de Kalecki se complementa con el circuito financiero al analizar las formas de realización de la inversión, resaltando los efectos de las estructuras capitalistas oligopólicas en la distribución del ahorro que permite explicar los diversos ritmos de crecimiento de las empresas y países de tamaño grande, mediano y pequeño, especialmente en modos de producción dominado por el capital financiero, más adelante se retoma esta discusión.

Elementos institucionales en las teorías financieras: provisión de financiamiento y ahorros

La literatura sobre desarrollo económico identifica diferentes organizaciones financieras que indican distintos modos de creación y destrucción de liquidez y circulación del ahorro, donde destacan el mercado financiero organizado sobre la base del mercado de capitales (anglosajón) y se discuten los factores internos y externos que limitan las movilización de las ganancias a la producción.

El proceso de industrialización anglosajón se desarrolló sobre la base de recirculación de ganancias, acompañados de créditos bancarios destinadas a financiar el capital circulante. Esta estructura no requirió grandes movilizaciones de capital adelantado por el largo y lento proceso de industrialización, carente de competencia, que volvió funcional la retención de las ganancias por parte de las empresas como vía para realizar los bienes de inversión (Cameron, 1972), acompañado por superávit externo que aceleró la realización de la producción inglesa en otras latitudes del mundo. El proceso de industrialización estadounidense siguió el mismo proceso. Se basó en innovaciones tecnológicas relativamente simples y poco costosas, con bajos niveles de competitividad externa, y políticas

gubernamentales de protección a la industria infante (véase Amsden 2001, capítulo 2). Así, las ganancias retenidas fueron recirculadas a la producción y fueron suficientes para realizar la inversión.

Los mercados de capitales se robustecieron en las últimas décadas del siglo XIX, incrementándose la emisión y la circulación de títulos financieros privados (bonos y acciones) que sentó las bases del funcionamiento de los mercados de capitales modernos y fue el vehículo de transición del capitalismo competitivo al oligopólico (Lenin 1916, Hilferding 1910/1971). Los rentistas del siglo XIX (latifundistas) canalizaron sus ahorros al mercado financiero y este espacio proveyó ahorro a las empresas para realizar otorgar liquidez a los activos ilíquidos o proveyó liquidez a las hojas de balances de las empresas. Este mecanismo sirvió para desplegar procesos de centralización sin concentración de capital, véase, Bellofiore, et al. 2011.

La estructura financiera basada en los bancos se desarrolló en los países que debieron “alcanzar el desarrollo”. Los créditos bancarios asumieron la función de otorgar créditos para la producción de la inversión en un entorno de mercado de capitales débiles, asumiendo la función de movilizar ahorros y proveer financiamiento para la compra de bienes de capital fijo el sector público, vía mecanismos compensatorios (banco de desarrollo, fideicomisos públicos, créditos blandos, etcétera.), véase Levy 2001.

En el siglo pasado se desplegaron dos experiencias de industrialización en países en desarrollo (América Latina y Asia) sobre la base de estructuras bancarias, con gran participación del sector público, que se diferenciaron por sus políticas de fortalecimiento al sector de acumulación (véase Amsden, 2001). En Asia, el gasto de acumulación público tuvo un efecto de arrastre importante sobre el sector privado, aumentado la inversión fija y el ahorro, acompañado de políticas de retención del ahorro en la esfera productiva,

conformándose "grupos" financieros y políticas destinadas a prohibir las salidas de capitales fuera de los espacios geográficos (Amsden, 1989). América Latina se distinguió por no desarrollar el sector de producción de bienes de capital (sector I) en el periodo de industrialización por sustitución de importaciones. La conformación del sector I, no fue resultado de la producción doméstica, debido a que el gasto de inversión público tuvo un reducido efecto arrastre sobre el sector privado (Kaldor, 1959) y con políticas débiles en la recirculación del ahorro al sector productivo doméstico (ibid), por consiguiente no se cerraron las brechas de atraso de los países de la región.

Kaldor (1959) afirmó que la industrialización en Latinoamérica no estuvo acompañada por una clase empresarial progresista porque la inversión público encabezó la conformación del sector de acumulación, con reducido arrastre del sector privado (el gasto de inversión fue muy bajo) en un contexto de altos niveles de concentración de ingreso. Los mercados internos fueron reducidos por la baja capacidad adquisitiva de la clase asalariada, con clases altas constituidas por pequeños grupos y una clase media prácticamente inexistente.

Estas condiciones crearon altas tasas de ganancias con bajos niveles de ahorros que, además no se convirtieron en ganancias retenidas. El resultado fue que la clase dominante se apropió de una parte excesiva de las ganancias,⁹ sin que la política gasto pública, previniera la concentración de ingreso (no se desarrollaron políticas impositivas o medidas para estimular la reinversión utilidades), véase Kaldor (1959, citado en Palma y Marcel (1990, p. 92).

⁹ Kaldor (1959) reporta que en dicho periodo el Reino Unido el 60% de las ganancias netas eran reinvertido mientras en Chile esa cifra ascendió a solo 15% (citado en Palma & Marcel, 1990, p. 95).

Otra fuente de restricción al crecimiento económico de la región, fue la apropiación externa de ganancias de las economías atrasados por parte de los países industrializados, acuñándose dos binomios: subdesarrollo – desarrollo y centro –periferia.

Los *dependentistas* se refirieron al subdesarrollo, basados en la hipótesis de Luxemburgo (1913). Baran (1957), Frank (1966 y 1967) y Marini (1968), entre otros, señalaron que los países latinoamericanos fueron construidos por organizaciones productivas subordinadas a los requerimientos de los países desarrollados (exportación de granos y minerales) que, a su vez, importaron bienes intermedios y de inversión (incluido, bienes de consumo suntuario), asumiendo la función de realizar la producción de las economías desarrolladas. Los mercados internos de los países subdesarrollados fueron limitados porque los mecanismos de extracción de excedentes se basaron en la sobre-explotación del trabajo, sustentado en la extracción de plusvalor absoluto, truncando el desarrollo capitalista sobre la base de producción de bienes de capital fijo, generación y reinversión de ganancias, innovación tecnológica y creciente productividad. Incluso los sectores estratégicos (exportaciones) de las economías atrasadas (exportaciones) dependieron de los circuitos internacionales, sin efectos positivos de arrastre hacia los sectores dinámicos autóctonos.

Los *estructuralistas* agrupados en CEPAL,¹⁰ postularon el binomio centro-periferia. Con base en la división internacional del trabajo argumentaron que los países periféricos se especializaron en la producción de materias primas, mientras los países centrales en las manufacturas, estos últimos se distinguieron por desarrollar procesos productivos sobre la base de innovaciones tecnológicas. Por tanto, pudieron controlar los precios de sus mercancías y de la periferia y, por esa vía extraer excedente; así el comercio exterior se operó

¹⁰ Una recolección de los trabajos más importantes de esa corriente de pensamiento se encuentra en Bielchowski, 1989

sobre la base un proceso de intercambio desigual y, por esa vía se desarrollaron los ciclos económicos: el auge estuvo acompañado de aumentos de los precios de las materias primas (términos de intercambio positivos) y el declive por caídas en los precios de las materias primas (términos de intercambio negativos), véase CEPAL, 1949.

A partir de lo anterior señalaron que los sectores productivos de la periferia fueron heterogéneos y especializados; con elasticidades precio de la demanda de exportaciones e importaciones menores que en los países centrales.¹¹ La propuesta de los estructuralistas fue promover procesos de industrialización para reducir la dependencia sobre las importaciones y avanzar en la producción de bienes de capital fijo. Este grupo de economistas advirtió sobre las limitaciones de procesos de industrialización con base en la concentración del ingreso que limitaría el crecimiento de los mercados internos y la débil innovación tecnológica (Fanjzylber, 1983/1998).

Con base en el planteamiento anterior se debe resaltar que los países latinoamericanos aunque apostaron por un proceso de industrialización, que fue largo y costoso, no fue exitoso, porque no lograron robustecer el sector de acumulación, ni recircular las ganancias al sector productivo, lo cual provoco reducidos mercados internos y creciente dependencia externa. Así, los logros de la industrialización se revirtieron con relativa facilidad en el periodo siguiente, punto que se discute más adelante.

CAPITALISMO DOMINADO POR EL CAPITAL FINANCIERO: DEUDAS Y DEPÓSITOS

¹¹ Así, los incrementos de los precios de las importaciones en vez de sustituir las importaciones provocaron parálisis económicas porque no podían sustituir las importaciones, incrementando el déficit de la cuenta corriente o paralizando la actividad económica; mientras menores de precios de exportaciones no expandieron los flujos de ingreso.

La organización financiera dominante del periodo de regulación del sistema capitalista sufrió fuertes modificaciones a la luz de la crisis industrial en los países desarrollados. El capital financiero asumió una posición dominante frente al capital industrial, adquiriendo la posición de ‘amo’, convirtiendo al capital industrial en ‘sirviente’ (Russell, 2008). Esta nueva correlación de fuerzas se reflejó en el derrumbe del Sistema Bretton Woods, seguido por un proceso de globalización, a partir de lo cual se acuñó el término ‘financiarización’.

En esta sección se define el término de financiarización y se expone de manera sucinta los hechos estilizados de este modelo, seguido por una discusión sobre las características que asume el mercado financiero internacional, resaltándose la creación y destrucción de las deudas y la movilización del ahorro en países desarrollados en desarrollo.

i. Qué es la financiarización?

El antecedente de la *financiarización* está construido sobre tres niveles. Primero, la desregulación, la privatización y el retiro del gobierno de la actividad económica. Segundo, este proceso atravesó por un proceso de globalización, que trasladó la realización de la producción nacional al mercado internacional. Ello fue acompañado por la apertura comercial y, de manera más relevante, la participación del capital transnacional en los sectores productivos y financieros domésticos. Los supuestos subyacentes de estos cambios fueron la mayor eficiencia del crecimiento económico en espacios donde no existen barreras geográficas y el control público sobre las actividades económicas es mínimo.

Un tercer elemento de esta organización económica ha sido el incremento de las actividades financieras de todos los agentes. Su principal efecto fue incrementar el tamaño de las hojas de balance de todos los agentes, cuyo efecto fue modificar la distribución de las ganancias, volviéndose relevante el mecanismo de apropiación de ganancias por diferencial

de precios de los instrumentos financieros. Un elemento central de este modo de producción es que el mercado de capitales se transformó en un espacio de distribución de ganancias y sirvió como vehículo para incrementar la concentración del ingreso.

En este contexto, parafraseando el nombre de la obra de Lenin (1916) definimos la *financiarización* como el ‘estado superior del neoliberalismo’.

Los hechos estilizados de la financiarización son primero, aumento la profundización financiero vía el robustecimiento de los inversionistas institucionales que se encargaron de generar flujos netos positivos (negativos) al mercado financiero, que incremento (redujo) la rotación de los títulos y genero una inflación (deflación) financiera (Toporowski, 2000). En ese contexto se crearon nuevas instituciones financieras no bancarias que revivieron viejas instituciones como los fondos de pensiones y las compañías de seguros que, en conjunto proveyeron financiamiento a actividades anteriormente ofrecidas por la seguridad social (v.g., salud, educación y vivienda). Este proceso se combinó con la banca sombra, conformándose un sistema de intermediación financiera que conjuntó actividades de dentro y fuera del sistema financiero, (FSB, 2012a). Adicionalmente, los bancos comerciales realizaron actividades financieras no bancarias, desapareciendo las barreras entre el sector bancario y no bancario¹². Este proceso promovió las técnicas *securitización*, diversificando los instrumentos financieros, lo cual aumento el volumen de deudas y una gran rotación.

Segundo, el fortalecimiento del mercado financiero promovió la centralización sin concentración que permitió a los grandes consorcios fortalecerse vía la apropiación de las ganancias (Bellofiore *et al*2011), generando un divorcio entre el gasto de inversión y la

¹² La ley Glass Stegall fue reemplazada por la ley Gramm Leach Bliley y la ley de Modernización de Servicios financieros -Financial Services Modernization Act.

apropiación del ahorro y debilitó la recolección de los ahorros domésticos en los espacios nacionales.

Tercero, se desplegó un proceso de maximización del valor accionario de las empresas (Lazonick y O'Sullivan, 2000), en un contexto de organización productiva basada en la 'creación y empequeñecimiento' (Milberg, 2008) que tuvo como objetivo reducir los costos productivos, particularmente los laborales (salarios y sueldos). La literatura económica describió este proceso bajo el nombre de 'pauperización y precarización de la fuerza de trabajo' (véase Bellofiore, *et al* 2012). Este proceso incremento la concentración del ingreso y el endeudamiento de las familias para financiar el consumo y la vivienda.

La contraparte de la reducción de la participación del ingreso de los trabajadores fue el financiamiento para dinamizar la demanda de bienes duraderos, incluidos el los bienes raíces. El uso de las tarjetas de créditos incrementó de manera masiva, mientras que la intermediación del mercado de capitales se canalizo al sector inmobiliario. Las familias se volvieron los principales demandantes de créditos y accedieron a la liquidez que circula en el mercado de capitales, lo cual permitió aumentar su nivel financiamiento y expandir el consumo, así como el sector de bienes raíces.

Contrario al planteamiento de la demanda efectiva, las mayores ganancias generadas por los menores costos laborales no tuvieron efectos negativos sobre el proceso de realización de la producción, porque éste proceso se trasladó a la esfera internacional, imponiendo el modelo de acumulación dirigido por las exportaciones, discutido bajo el término de *neomercantilismo* (Bellofiore, *et all*, 2011).

A partir de lo anterior se puede afirmar que el capitalismo en la era de *financiarización* provocó que casi todos los agentes y sectores incrementaran su participación en las actividades financieras (Stockhammer, 2008).

ii. *El sistema financiero internacional: desmonetización del oro y la creciente liquidez*¹³

La desmonetización del oro fue uno de los elementos fundamentales que explicaron el cambio de las operaciones del sistema financiero y su internacionalización. El mercado financiero internacional fue liderado por las deudas privadas, que estructuralmente endógenas.

Las deudas bajo la forma de depósitos bancarios se volvieron el principal conducto de creación y destrucción de dinero (el dinero de curso legal dejó de usarse para realizar pagos finales). El dinero, al separarse completamente del oro, apareció como un símbolo que representa las relaciones sociales, originadas en el sector privado. Por primera vez en la historia el dinero aparece en su forma más primaria: un contrato, con nombre y valor establecido por un poder social (estado), determinada por la demanda, y con circulación ilimitada; pudiendo los depósitos bancarios comprar casi todos los servicios y las mercancías, así como activos, especialmente activos financieros (Toporowski, 2013).

En la era de *financiarización*, el signo de valor internacional, bajo la forma de depósitos bancarios continuó retenida por una moneda (dólar estadounidense), cuya expansión ha sido casi ilimitada por su amplia aceptación para saldar pagos en el espacio internacional. Las otras monedas que circularon bajo la forma de depósitos o derechos bancarios, no emitidos bajo el signo de valor del dólar, se volvieron altamente convertibles en depósitos o derechos de otras monedas (BIS, 2013). Ello provocó la expansión del capital

¹³ Esta sección se sustenta en Toporowski, 2013.

financiero, con una tasa de crecimiento mucho mayor que el resto de las demás actividades económicas. El mercado financiero global, dirigido por los depósitos bancarios privados, reforzó el control de las tasas de interés por parte de los bancos centrales, provocando que los gobiernos debieran garantizar el pago de las deudas internacionales, sin consolidarse ninguna institución como prestamista de última instancia en el entorno internacional.¹⁴

Bajo estas condiciones, la liquidez se volvió dependiente de la habilidad de los bancos comerciales acceder a depósitos y derechos bancarios con signo de reservas internacionales y de su habilidad para realizar innovaciones financieras, cuya función es transformar activos no monetarios en monetarios bajo el signo de valor internacional (véase Toporowski, 2013). Por tanto, la convertibilidad de los activos no monetarios y monetarios fue crucial para alcanzar estabilidad financiera.

El mercado financiero se constituyó por varios estratos. Uno inferior, que agrupa a países cuyas monedas están relacionadas con la moneda de reserva internacional, típicamente el dólar, lo cual implica que dichas monedas dependen del valor del dólar estadounidense o su moneda depende indirectamente del dólar.¹⁵ En el otro extremo, en el estrato superior, están aquellos países con moneda de reservas con signo de valor internacional, avaladas por mercados con activos financieros sofisticados. La moneda de reserva internacional (dólar estadounidense) puede ser convertida en una amplia gama de activos financieros.

¹⁴ Los planes de rescate del Fondo Monetario Internacional (FMI) hacia países con incumplimientos de pagos son invariablemente dirigidos hacia los gobiernos de dichos países, independientemente si originan las deudas o no. El FMI no puede realizar préstamos a los bancos centrales, bancos comerciales ni instituciones financieras no bancarias.

¹⁵ La moneda india (la rupia), también fue usada como moneda de reserva por países pequeños alrededor de la India, específicamente en Bangladesh, la República de Seychelles, República de las Maldivas, etcétera, tal como el euro en algunos países emergentes fuera de la zona Euro (véase Toporowski, 2013).

La creación y destrucción de deudas y las formas de movilización de los ahorros en las economías desarrolladas cambió, aunque los bancos continuaron emitiendo deudas vía emisión de pasivos en contra de sí mismos, su límite se volvió dependiente de la conversión de monedas locales a signos de valor internacional (dólares) y las innovaciones financieras de títulos no monetarios en valores monetarios, también, con signos de valor internacional, generándose grandes centros financieros internacionales en los países que operan con moneda internacional. Ello provocó un incremento desmedido de la liquidez.

Segundo, en los sistemas *financiarizados* la creación de dinero (depósitos bancarios) cambió de posición. Su punto de entrada fueron las familias, utilizado para financiar la demanda efectiva de las familias, lo cual fue relevante en los países desarrollados, volviéndose estos agentes en los principales deudores del sistema financiero. Obviamente, el ahorro financiero continuó originándose en la producción a partir de las ganancias que generó un fuerte proceso de inestabilidad del sistema financiero porque el valor de estos se volvió dependiente de la evolución de los precios de los instrumentos financieros.

Tercero, los ahorros financieros se desvincularon de la realización de los activos fijos, cuya circulación adquirió una dinámica propia, regida por las innovaciones y las ganancias financieras, generando los procesos de sobre-capitalización, maximización de valor financiero y apropiación creciente de ganancias por instituciones anteriormente no existentes (fondos de inversiones, compañías de seguros, etcétera).

Cuarto, el sistema financiero globalizado requiere más deudas para realizar los pagos finales en el entorno internacional, porque debe garantizar la convertibilidad de los signos de valor y el cambio de temporalidad (*rolling over*). Así, la buratilización de las deudas, los futuros, los *swaps*, etcétera, debería resolver la inhabilidad de los agentes para

cumplir con sus deudas financieras, reduciendo el riesgo financiero en el corto plazo, lo cuales, empero, también son usados para incrementar las ganancias financieros, expandiendo la inestabilidad.

En este contexto se incrementa la movilización de ahorros en el mercado de capitales y se infla su valor, con fases expansivas de crecimiento económico, asumiendo los bancos un papel secundario en el financiamiento del crecimiento, con fases depresivas cuando la inflación financiera se desacelera, y recesiones económicas bajo condiciones de deflación financiera. Empero, el funcionamiento de los mercados de capitales ha sido diferente.

La creación y anulación de deudas y el ahorro en países en desarrollo aumentaron o los desequilibrios estructurales de estas economías: el gasto de la inversión se redujo aún por la debilidad estructural del sector de acumulación (la producción de bienes de capital dijo disminuyo aún más); t aunque se fortalecieron las instituciones financieras no bancarias, se redujo la retención de ahorro financiero en estas economías, volviéndose dependiente delos flujos de capital externo.

En este contexto se señala que la era de la *financiarización* modificó las estructuras latinoamericanas. Por un lado, la demanda interno se redujo porque las exportaciones asumieron el liderazgo del crecimiento económico, dominado por *mercancías* (minerales y granos), con exportaciones manufactureras producidas sobre la base de *maquilas*, sin lograr cuentas corrientes superavitarios en América Latina. Las transferencias tecnológicas continuaron ausentes, volviéndose dependiente de bienes intermedios y de capital; asumiendo el sector privado la responsabilidad de la inversión productiva.

Los ciclos internacionales gobernaron el modelo liderado por las exportaciones. Las grandes multinacionales dominaron los sectores productivos, especialmente el sector

exportador, sin ser limitados por flujos financieros, con costos competitivos; sin recircular las ganancias al sector productivo ni a los mercados de capitales de los países en desarrollo. Los ahorros reales se redujeron aún más, así como su recirculación hacia las empresas.

Incrementó la extracción de excedente desde los países en desarrollo diversificándose las formas de apropiación: salarios comparativamente menores, crecientes márgenes financieros, tipos de cambios sobrevaluados, fases cíclicas de precios de las materias primas. A su vez, la inversión extranjera (directa e portafolios) aumentó considerablemente sin necesariamente estar ligada a actividades productivas, con la peculiaridad de tener gran reversibilidad. El capital extranjero encontró una vía de valorizarse en los países desarrollados cuando en los países de origen se habían reducidos las ganancias financieras. En este contexto se debe entender la gran entrada de capital extranjero a América Latina desde la década del 2000, la inflación de los precios de los *commodities*, que fueron subyacentes para títulos financieros (Ghosh et al, 2011) y la gran movilidad del de las monedas locales en los centros cambiarios de los países financierizados (BIS, 2013).

A partir de la narrativa anterior puede argumentarse que los flujos de capital externos incrementaron la liquidez de los Latinoamericanos, creando la ficción que desapareció la restricción externa, sin que se *financiarizaran* los principales agentes. Los bancos mantuvieron una importante presencia en la emisión de créditos (aunque cayó su participación en el total de los activos), incremento la emisión de bonos de bonos gubernamentales, y se desplegaron limitadas prácticas de *securitización*. Aunque los productos sintéticos (futuros, opciones, obligaciones crediticias) tuvieron una alta participación en los activos totales bancarios, ello se debió al valor de sus subyacentes, manteniéndose reducido su valor en términos netos (Levy –Domínguez, 2016). A su vez,

los mercados de capital se mantuvieron delgados y poco profundos (el número de empresas listadas en las bolsas de valores fue relativamente bajo), incrementándose moderadamente el valor de capitalización y rotación del capital. El tamaño de los mercados de bonos domésticos y la demanda de residentes latinoamericanos de bonos internacionales (Levy, 2016).

Las multinacionales operaron al borde de las economías en desarrollo: no accedieron a financiamiento doméstico ni emitieron títulos financieros en dicho espacio; tampoco demandaron bienes intermedios y de capital domésticos y, la realización de su producción tuvo lugar en la esfera internacional. La contribución de estas instituciones al mercado doméstico fue limitada porque los salarios fueron reducidos. Nuevamente no recircularon las ganancias hacia la economía. Las empresas pequeñas y medianas (e incluso las grandes, excluyendo a las multinacionales) tuvieron accesos reducidos al mercado financiero. Siguieron requiriendo créditos para financiar el pago de salarios, sin generar altos niveles de ahorros, porque no se involucraron en la producción de bienes de capital. Estas empresas no tuvieron acceso a los ahorros financieros para adquirir bienes de capital y fueron confinadas a la producción del mercado interno con acceso reducido a los créditos bancarios y altos costos, lo cual redujo la posibilidad de expansión en sectores dinámicos.

CONCLUSIONES

La discusión teórica sobre el financiamiento es compleja. Se debe diferenciar entre el financiamiento a la producción y la realización de la inversión. La creación de las deudas solo abarca los salarios porque las deudas que cubren los gastos inter-capitalistas se saldan entre sí. La creación de deudas debe ir acompañada de un proceso de destrucción que se despliega cuando se gastan de los salarios, existiendo dudas sobre el cierre del círculo

monetario ante la presencia del ahorro de los trabajadores en depósitos bancarios. En este esquema la demanda de dinero crea su propia oferta, la cual amplía el ingreso, permitiendo la destrucción de las deudas. La tasa de interés es un precio administrado que responde a varios objetivos y facilita la creación de liquidez que amplía el ingreso, la cual, empero, por su sola no activa la demanda. A su vez, la liquidez de los agentes no es ilimitada, lo cual se explica por las estructuras oligopólicas.

Las ganancias se relaciona con el ahorro que ofrece recursos para realizar los bienes de capital fijo de manera indirecta (vía títulos financieros) o directa (vía ganancias retenidas de las empresas), cuyo acceso también es diferenciado, y permite reducir riesgos y desplegar actividades especulativas.

En los países en desarrollo, especialmente de América Latina, este proceso ha sido muy complejo. Primero, porque no se ha desarrollado un sector robusto productor de bienes de capital fijo, debiendo importar gran parte de estos bienes, por no contar con procesos de innovación tecnológica, lo cual requirió adelantar montos superiores de liquidez. Segundo, los procesos de crecimiento económico en esta región operaron sobre la base de reducidos salarios y un grupo pequeño de capitalistas, lo cual, en conjunto no permite expandir el mercado interno. Adicionalmente, la región ha sido sujeta de extracción de excedente por parte de los países desarrollados.

A la luz del periodo de financiarización los desequilibrios estructurales se profundizaron a pesar del incremento de liquidez y el creciente acceso a dinero internacional, creándose una estructura productiva sui generis: el sector dinámico fue dominado por grandes corporaciones que tuvieron acceso ilimitado a la liquidez pero operaron al margen de la economía nacional. No desarrollaron innovación tecnológica, tuvieron reducidos gasto de capital fijo y no canalizaron sus ahorros al sector nacional,

basados en maquila, con bajo salarios. Las empresas medianas y pequeñas que atendieron al mercado interno tuvieron acceso limitado al financiamiento y al ahorro, no pudiendo producir ni comprar bienes de capital fijo.

Para finalizar queda claro que las estructuras financieras de países desarrollados y en desarrollo pueden construir sistemas bancarios que adelanten liquidez para cubrir el monto de los salarios; la gran limitante es la circulación del ahorro a la producción, especialmente en un mundo con mercados financieros globalizados, dominado bajo un signo de valor (dólar estadounidense) que tiene la habilidad de repartir de manera desigual la riqueza.

REFERENCIAS

Amsden, A. (1989), *Asia's next giant, South Korea and Late Industrialization*, New York and Oxford: Oxford University Press

Amsden A (2001[2004]) *The rise of the "The Rest". Challenges to the West from Late-industrialization economies*", New York, US: Oxford University Paperback.

Baran, P. (1957), *The Political Economy of Growth*, New York: Monthly Review Press

Bellofiore, R., F. Garibaldi and J. Halevi (2011) "The global crisis and the crisis of the European Neomercantilism", *Socialist Register* 2011, vol .46, pp. 120-146.

Bellofiore, R. y J. Halevi, (2012) "Deconstructing Labor: a Marxian-Kaleckian Perspective on what is "New" in Contemporary Capitalism and Economic Policies" en *Employment, Growth and development, A post-Keynesian Approach*, C. Gnos, L-P Rochon y D. Tropeano (editors), Edward Elgar pp. 11-27

Bielschowsky, R. (1998) *Cincuenta años de pensamiento en la Cepal. Textos Seleccionados*, (editor), *Fondo de Cultura Económica*, CEPAL, México.

BIS (2013) "Triennial Central Bank Survey Foreign exchange turnover in April 2013: preliminary global results", *Monetary and Economic Department*, September 2013

Cameron, R. M. (1972), *Banking and economic development*, Oxford University Press, Nueva York, Estados Unidos

Cepal (1949), 'Estudio Económico de América Latina', reimpresso en R. Bielschowski (ed.) (1998), *Cincuenta Años de Pensamiento en la Cepal. Textos Seleccionados*, Vol. I, Santiago: Fondo de Cultura Económica-Cepal.

Chick, V (1983) "Macroeconomics after Keynes. A reconsideration of the General Theory", Phillips Allen Publishers

Fajnzylber, F. (1983) “La industrialización trunca de América Latina” in R. Bielschowsky (1998) (ed) *Cincuenta años de pensamiento en la CEPAL(II)* (Fifty years of thought in ECLAC), Santiago, Chile: Fondo de Cultura Económica, pp. 817-852

Frank, A.G. (1966), ‘The development of underdevelopment’, *Monthly Review*, **18**(4), 17–31.

Frank, A.G. (1967), *Capitalism and Underdevelopment in Latin America: Historical Studies of Chile and Brazil*. New York: Monthly Review Press.

FSB Policy Recommendations: November 2012 – A Silhouette of the Future of Shadow Banking

Garrido, C. 2005. “*Desarrollo económico y procesos de financiamiento en México.*” In *Transformaciones contemporáneas y dilemas actuales*. UAM-Siglo XXI, ciudad de Mexico.

Gosh, J., J. Heintz y R. Pollin (2011) “Speculation on Commodities Futures Markets and Destabilization Of Global Food Prices: Exploring the Connections”, Working Paper Series, 269, October, Political Economic Research Institute, University of Massachusetts Amherst.

Graziani, A. (2003) *The monetary theory production*, Cambridge University Press, Cambridge United Kingdom.

Hilferding R. (1910/1971), *El capital financiero*, Instituto Cubano del Libro, la Habana.

PART II - DEFENCE AND DEVELOPMENT pp. -

By John Maynard Keynes, Elizabeth Johnson and Donald Moggridge

Johnson, E y D. Moggridge (1973), The General theory and after: Part II: Defence and Development en *The collected writings of John Maynard Keynes*, volume 14, The Macmillan Press Ltda, Reino Unido.

Kaldor, N. (1959) “Problemas Económicos de Chile”, *Trimestre Económico*, Vol. 26, 102(2), abril-junio, pp. 170-221, Fondo de Cultura Económica, México

Kalecki, M. (1954) *Selected Essays on the Dynamics of the capitalist economy, 1933-1970*, Cambridge University Press, 1971

Keynes J.M. (1936/1986) *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero*, FCE, México.

Keynes J.M. 1937(1973) Alternative theories of the rate of interest, en *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol XIV, E.Taylor y D. Moggridge (editor), The Macmillan Press Ltda, Reino Unido, pp. 201 -214.

Keynes, J.M. (1937B/1973) The ‘Ex Ante’ theory of the rate interest, r en *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol XIV, E.Taylor y D. Moggridge (editor), The Macmillan Press Ltda, Reino Unido,, pp. 215-223.

Lavoie, M. (2014) *Post-Keynesian Economics: New Foundations*, Cheltenham, Edward Elgar

Lazonick W. y M. O’Sullivan, (2000) “Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance” *Economy and Society*, 29(1) pp. 13-35

Levy, N. (2001) "Cambios institucionales en el sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión, México, 1960-1994, FE; DGAPA, UABJO, México.

Levy, N (2016) La crisis de la financiarización en América Latina: Fin del modelo de acumulación liderado por las exportaciones?, trabajo presente en el seminario del Red Mundial , Argentina

Levy, N. y C .Dominguez, (2016) The operation of the Mexican banking system under foreign multinational corporations' control: new activities and traditional income, *International Review of Applied Economics*, enero.

Lenin V. I. (1917/1936) *El imperialismo, fase superior del capitalismo*, Progreso Moscú

Luxemburgo, R. (1913) The accumulation of Capital, <http://www.marxists.org/archive/luxemburg/1913/7accumulation-capital/index.htm>, fecha de acceso 13/X/2014

Marini, R.M (1968), 'Subdesarrollo y revolución en América Latina', *Tricontinental*, N.7, La Habana, Cuba en http://www.marini-escritos.unam.mx/349_subdesarrollo_revolucion.html, fecha de acceso, 27/III/ 2013.

Milberg, W. (2008) "Shifting Sources and Uses of Profits: Sustaining US Financialization with Global Value Chains." *Economy and Society* 37, no. 3, pp. 420-451.

Minsky, H. (1991), "The Endogeneity of Money," in *Nickolas Kaldor and Mainstream Economics*, E. Nell & W. Semmler (editors), St. Martin's Press, pp. 207-220.

Moore, B (1988), *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*. Cambridge, University Press.

Moore, B. (1989), "On the endogeneity of money once more", *Journal of Keynesian Economics*, Spring 11 (3), pp. 479-487.

Palma, G. y M. Marcel, (1990) "Kaldor y el discreto encanto de la burguesía chilena" *Colección de Estudios de la CIEPLAN*, No. 28, Junio, Santiago, pp. 85-120

Parguez y Seccareccia, 2000 "The credit theory of money: the monetary circuit approach" in J. Smithin (editor) *Whay is Money*, Routledge, USA and Canada

Rochon, L-P (2001) Horizontalism: setting the record straight" in L-P Rochon and M. Vernango (eds) *Credit, interest rate and open economy. Essays in Horizontalisms*, Cheltenham: Edward Elgar

Rochon L-P (2006) "Endogenous money, central banks and the banking system: Basil Moore and the supply of credits", in *Complexity, Endogenous Money and Macroeconomic Theory, Essays in Honour of Basil J. Moore*, M. Setterfield, editor, Edward Elgar. Cheltenham, UK, pp. 170-186

Russell, E. (2008) *New deal banking reforms and Keynesian welfare capitalism*, New York, Routledge.

Seccareccia, M. (2012/2013) "Financialization and the Transformation of Commercial Banking: Understanding the Recent Canadian Experience before and during the International Financial Crisis" *Journal of Post Keynesian Economics*, 35(2): 277-300.

Steindl (1945^a), 'Capitalist Enterprise and Risk', *Oxford Economic Papers*, March, 7 (1), 21-46.

Steindl, J. (1945) *Small and big business: economic problems of the size of the firms*, Basil Blackwell, London and Oxford, Great Britain

Steindl, J. (1952/1976) *Maturity and stagnation in American Capitalism* (with a new introduction by the author, 1976), Monthly Review Press, New York and London

Stockhammer, E. (2008). Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime. *Competition and Change* 12, 2: 189-207

Toporowski J. (2000) *The end of finance, capital market inflation, financial derivatives and pension fund capitalism*, Routledge Frontiers of Political Economy

Toporowski, J. 2012. "Overcapitalization" in *Handbook of Critical Issues in Finance*, J. Toporowski and J. Mitchell Edward, eds., 270-273. Cheltenham, UK and Northampton, Mass.: Edward Elgar

Toporowski, J. (2013), *Lectures notes of International money and macroeconomic imbalances*, Universidad de Bergamo, Italia

Wray, R. L. (2010) *Money*, Working Paper No. 647 Economics Institute of Bard College December, http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_647.pdf, acceso, 20/II/2012