

# CUADERNOS DE ECONOMÍA

ISSN 0121-4772

# 76

*Facultad de Ciencias Económicas*  
*Escuela de Economía*  
*Sede Bogotá*



UNIVERSIDAD  
**NACIONAL**  
DE COLOMBIA

# CUADERNOS DE ECONOMÍA

VOLUMEN XXXVIII  
NÚMERO 76  
ENERO-JUNIO 2019  
ISSN 0121-4772

*Facultad de Ciencias Económicas*  
*Escuela de Economía*  
*Sede Bogotá*



UNIVERSIDAD  
**NACIONAL**  
DE COLOMBIA

2019

Esta obra está bajo una Licencia Creative Commons Atribución-NoComercial-SinDerivadas 2.5 Colombia.

**Usted es libre de:**

Compartir - copiar, distribuir, ejecutar y comunicar públicamente la obra

**Bajo las condiciones siguientes:**

- **Atribución** — Debe reconocer los créditos de la obra de la manera especificada por el autor o el licenciante. Si utiliza parte o la totalidad de esta investigación tiene que especificar la fuente.
- **No Comercial** — No puede utilizar esta obra para fines comerciales.
- **Sin Obras Derivadas** — No se puede alterar, transformar o generar una obra derivada a partir de esta obra.

Los derechos derivados de usos legítimos u otras limitaciones reconocidas por la ley no se ven afectados por lo anterior.



El contenido de los artículos y reseñas publicadas es responsabilidad de los autores y no refleja el punto de vista u opinión de la Escuela de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas o de la Universidad Nacional de Colombia.

*The content of all published articles and reviews does not reflect the official opinion of the Faculty of Economic Sciences at the School of Economics, or those of the Universidad Nacional de Colombia. Responsibility for the information and views expressed in the articles and reviews lies entirely with the author(s).*

---

# FINANCIAMIENTO, FINANCIARIZACIÓN Y PROBLEMAS DEL DESARROLLO

---

Noemi Levy

**Levy, N. (2019). Financiamiento, financiarización y problemas del desarrollo. *Cuadernos de Economía*, 38(76), 207-230.**

En este artículo se analizan las corrientes teóricas heterodoxas que explican el financiamiento en el marco de los procesos de producción e inversión, las estructuras financieras de los países desarrollados y en vías de desarrollo. Todo ello en un contexto de dominación del capital financiero. El artículo revisa los planteamientos de Keynes, los circuitistas y Kalecki que dan cuenta de los procesos de creación y destrucción de las deudas así como de la circulación de las ganancias. Asimismo, explican la forma que adopta esta movilización de recursos en los países en desarrollo, incluyendo la era de la financiarización que se distingue por la profundización del sistema financiero mundial.

**Palabras clave:** teorías heterodoxas del financiamiento, estructuras financieras, financiarización, países en desarrollo.

**JEL:** E12, E44, O43, N26.

---

N. Levy

Profesora de tiempo completo de la Facultad de Economía de la UNAM, México. Dirección de contacto: levy@unam.mx.

Este trabajo se realizó en el marco del proyecto PAPIIT IN 303314, financiado por la DGAPA-UNAM, México. La primera versión de este trabajo fue la disertación pública presentada para ingresar como miembro de número en el sitio número 77 a la Academia Mexicana de Economía Política (AMEP, A.C.), presentada el 26 de mayo del 2016. Agradezco el trabajo de edición del maestro Adrián Martínez. Orcid: orcid.org/0000-0002-3980-5813.

Sugerencia de citación: Levy, N. (2019). Financiamiento, financiarización y problemas del desarrollo. *Cuadernos de Economía*, 38(76), 207-230. doi: 10.15446/cuad.econ.v38n76.60786

**Este artículo fue recibido el 28 de octubre de 2016, ajustado el 18 de abril de 2017, y su publicación aprobada el 5 de julio de 2017.**

**Levy, N. (2019). Finance, Financialization and Economic Development problems. *Cuadernos de Economía*, 38(76), 207-230.**

This paper revises the different heterodox approaches on finance which differentiate the production processes and the investment finished goods, taking into account the different financial structures of developed and developing economies. The article's views of Keynes, the circuitists, and Kalecki on debt creation and debt destruction are revised, as well as the role of profit recirculation and the forms they adopt in developing countries. The discussion includes the effects of the financialization era on production and investment finance.

**Keywords:** Heterodox finance theories, financial structures, financialization, developing economies.

**JEL:** E12, E44, O43, N26.

**Levy, N. (2019). Financement, financiarisation et problèmes du développement. *Cuadernos de Economía*, 38(76), 207-230.**

Dans cet article, on analyse les courants théoriques hétérodoxes qui expliquent le financement dans le cadre des processus de production et d'investissement, les structures financières des pays développés et en voie de développement. Tout cela dans un contexte de domination du capital financier. L'article examine les propositions de Keynes, les circuitistes et Kalecki qui rendent compte des processus de création et de destruction des dettes ainsi que de la circulation des gains. De même cela explique la manière qu'adopte cette mobilisation de ressources dans les pays en développement, en incluant l'ère de la financiarisation qui se distingue par l'approfondissement du système financier mondial.

**Mots-clés:** théories hétérodoxes du financement, structures financières, financiarisation, pays en développement.

**JEL:** E12, E44, O43, N26.

**Levy, N. (2019). Financiamento, financiarização e problemas do desenvolvimento. *Cuadernos de Economía*, 38(76), 207-230.**

Neste artigo analisam-se as correntes teóricas heterodoxas que explicam o financiamento no marco dos processos de produção e investimento, as estruturas financeiras dos países desenvolvidos e em desenvolvimento. Tudo isso em um contexto de dominação do capital financeiro. O artigo revisa as abordagens de Keynes, os circuitistas e Kalecki que desenvolvem os processos de criação e destruição das dívidas, bem como da circulação dos lucros. Da mesma forma, explicam a forma que adota esta mobilização de recursos nos países em desenvolvimento, incluindo a era da financiarização que se distingue pelo aprofundamento do sistema financeiro mundial.

**Palavras-chave:** teorias heterodoxas do financiamento, estruturas financeiras, financiarização, países em desenvolvimento.

**JEL:** E12, E44, O43, N26.

## INTRODUCCIÓN

Durante las últimas décadas, la movilización de recursos financieros ha fluctuado considerablemente en los países capitalistas. No hay duda de que el movimiento de los flujos financieros aumentó considerablemente en relación con la actividad productiva. Sin embargo, no queda claro si ello se debió a nuevas disposiciones institucionales del sistema financiero global o si estuvo relacionado con ciertas actividades especulativas, en cuyo caso consideramos que deberían regularse. En este contexto, el impacto de las actividades financieras en la producción resulta sumamente complejo, en especial en los países en desarrollo, en donde, como veremos a lo largo de este trabajo, su funcionamiento es diferente, por lo cual debe ser analizado a profundidad para entender cómo se despliega el financiamiento para el desarrollo.

Con el fin de comprender la relación entre la actividad financiera y la actividad productiva es necesario establecer distintos niveles de abstracción. En primer lugar, se requiere determinar cómo es que se crean y se eliminan las deudas —ello sin desestimar el papel del ahorro en la actividad económica—. En segundo lugar, es preciso identificar los arreglos institucionales dominantes para determinar las diversas formas de creación y destrucción de las deudas y los canales mediante los cuales se moviliza el ahorro. En tercer y último lugar, se deben considerar algunos aspectos de desarrollo económico como, por ejemplo, el hecho de que se transitó desde una estructura financiera organizada sobre un mercado bancario a otra sustentada en el mercado de capitales durante los periodos de dominación del capital financiero en los países en desarrollo.

En el sentido antes marcado, nuestra hipótesis es que el dinero antecede la producción, aumenta tanto ingreso como el ahorro que cancela las deudas y genera liquidez para realizar los bienes de capital fijo. En el caso de los países en desarrollo es posible afirmar que tienen una reducida producción de bienes de inversión, por lo que, generalmente, requieren créditos para comprar los bienes de capital fijo. Asimismo, cabe añadir que en estas economías está altamente concentrado el ingreso y las ganancias son apropiadas por los países desarrollados, lo cual, a su vez, impide un crecimiento equilibrado. De tal manera, sostenemos que las políticas económicas de los países en desarrollo no deben limitarse al gasto público en bienes de inversión y en proveer de forma exclusiva financiamiento para la producción del sector privado, sino que también deben asegurar un crecimiento equilibrado que garantice la expansión del mercado interno.

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, prestando especial atención en los diferentes arreglos institucionales y en la evolución que han presentado diferencialmente en países desarrollados y en países en desarrollo. La hipótesis principal es que las economías capitalistas son eminentemente monetarias, por consiguiente, los créditos bancarios abren los circuitos monetarios al adelantar liquidez para financiar la producción —incluyendo la producción

de bienes de inversión—. En ese mismo proceso, las ganancias (retenidas por las empresas o por los mercados de capitales) se deben transformar en ahorros para realizar la inversión. De manera particular, en los países en desarrollo, este proceso se debilita por las fugas al multiplicador del ingreso, la extracción de ganancias por parte de las economías industrializadas y los desequilibrios productivos domésticos que impiden la plena ocupación de los bienes de inversión. En la tercera sección se analizan las características de los regímenes de producción financiarizados, focalizando la discusión en torno a la creación y destrucción de los créditos así como a la movilización de las ganancias y los ahorros. Nuestra hipótesis conforme a ello es que dichos arreglos institucionales modificaron drásticamente la organización de los mercados financieros y productivos, ocasionando un desacoplamiento entre el ahorro y la inversión. En consecuencia, aumentó la tasa de crecimiento de los flujos financieros por encima de la actividad productiva y se dio paso a una era centrada en el comercio de títulos financieros. Este proceso generó, a su vez, la globalización de los mercados financieros y la diversificación espacial del gasto de inversión, lo cual concentró los ahorros en los centros financieros de las economías desarrolladas. El principal resultado de este ordenamiento global fue el crecimiento marcadamente diferenciado entre las regiones y una creciente concentración del ingreso —particularmente, en economías y regiones con bajos gastos de inversión productiva y con limitada intervención gubernamental en la actividad económica—. Conforme a ello, nuestra postura es que las políticas económicas deben movilizar recursos hacia la producción y fortalecer las instituciones financieras —mediante instrumentos, como, por ejemplo, los impuestos— para transformar las ganancias en ahorros financieros y canalizarlos de vuelta hacia las empresas. En la cuarta y última sección se recapitulan los supuestos preliminares de este trabajo y se presentan las conclusiones.

## TEORÍAS DE FINANCIAMIENTO Y ORGANIZACIONES FINANCIERAS

En definitiva, no existe una teoría de financiamiento única, sino un conjunto de teorías que comparten conceptos básicos para explicar las operaciones financieras y sus efectos sobre el sector real. Sin embargo, es posible identificar fuertes disensos sobre el destino de los créditos y el papel de los ahorros en la actividad económica. Es por ello que en el primer apartado de esta sección se presentan brevemente los supuestos más relevantes de las teorías de financiamiento y, a partir de ello, se revisan críticamente las distintas implementaciones institucionales en torno al financiamiento y la actividad económica en las últimas décadas.

### Los supuestos teóricos principales de la teoría heterodoxa

Entre los supuestos principales de las teorías del financiamiento encontramos que el *dinero*: (a) es una relación social que (b) constituye una deuda a la que (c) se le

asigna un valor, (d) está determinado por la demanda y por tanto (e) es endógeno y (f) no es neutral.

Así, el dinero es un símbolo que puede relacionarse indirectamente con una mercancía sin operar como tal (Parguez y Seccareccia, 2000; Wray, 2010). La creación de dinero no utiliza recursos productivos —es decir, que se crea de la nada (*ex nihilo*)—, lo cual implica que no demanda ni agota recursos productivos (Keynes, 1937, p. 209). En una economía puramente monetaria no se requiere dinero de curso legal, porque las deudas saldan los pagos finales (Graziani, 1984, 2003). El dinero, entonces, se crea en el momento en que se gasta, lo que, a su vez, cuestiona algunos supuestos de Keynes sobre los balances financieros en el sentido que adelanta provisiones de liquidez antes de realizarse el gasto (Graziani, 1984)<sup>1</sup>.

La corriente de las teorías heterodoxas de la financiación rechaza el supuesto de no-neutralidad del dinero, porque ello supondría: condiciones de pleno empleo, total flexibilidad de los precios, existencia de mercados competitivos y que la oferta determina la demanda. Keynes (1936) mostró que esas condiciones no existen en las economías capitalistas, señalando que la demanda determina la oferta y que tales economías operan estructuralmente bajo condiciones de subempleo de los factores productivos. En consecuencia, el gasto es la única vía de asegurar la utilización de los factores productivos —especialmente, la fuerza de trabajo—. A partir de ello, se postula la relación entre el financiamiento, la producción, el ingreso y el ahorro; con diferentes interpretaciones sobre la forma en que las deudas se destruyen y el ahorro se moviliza. La parte novedosa de esta secuencia es que el financiamiento reemplaza al ahorro y se convierte en una condición previa y necesaria (aunque no suficiente) para la producción<sup>2</sup>.

El otro supuesto fundamental de dicha corriente es el de la endogeneidad del dinero —el cual, no obstante, ya estaba presente en la teoría monetaria austro-alemana liderada, entre otros, por Wicksell y Hayek, véase Levy, 2015—, el cual, a su vez, se vincula con la noción de dinero neutral<sup>3</sup>. En *Teoría general*, Keynes (1936, p. 146) considera que la oferta del dinero es fija —lo cual no necesariamente supone que el dinero sea exógeno, como se suponía a partir de las consideraciones institucionales sobre la creación liquidez en el periodo (*i. e.*, operaciones de mercado

---

<sup>1</sup> Graziani (1984) plantea que en una economía puramente monetaria las empresas no pueden, técnicamente, demandar liquidez de manera adelantada a los pagos (balances financieros), porque las empresas instruyen a los bancos a realizar pagos a su nombre sobre la base de líneas de créditos otorgadas (p. 14). Y añade que si las empresas obtienen créditos para pagar salarios, en el momento exacto en que ellas se vuelven deudoras de los bancos los asalariados se convierten en acreedores de estas instituciones como resultado de una misma transacción (1984, p. 14).

<sup>2</sup> El planteamiento de Keynes sobre la relación entre el financiamiento y la producción también ha sido sujeto de grandes controversias, que cuestionan su concepto de fondo revolvente (1937 [1973a], vol. XIV, pp. 201-215), ya que no aclara que en cada periodo se debe generar el crédito y cuándo se extingue la deuda.

<sup>3</sup> La escuela alemana postula que los bancos centrales controlan la tasa de interés nominal de corto plazo, la cual debe ser igualada a la tasa de interés natural. A partir de la diferencia de las dos tasas, los bancos comerciales emiten créditos y el banco central acomoda la demanda de los bancos comerciales.



abierto [cfr. Chick, 1983]—. En este mismo contexto, Keynes modifica drásticamente la definición de la tasa de interés, señalando que es monetaria —incluso la tasa de interés de largo plazo que se determina en el mercado de capitales, lo cual explica a partir de la teoría de la preferencia por la liquidez (Keynes, 1936, cap. XII) que está, a su vez, sustentada en la noción la especulación—<sup>4</sup>.

Una visión diferente se encuentra en la teoría del circuito monetario (Lavoie, 2014; Parguez y Seccareccia, 2000; Rochon, 1999) que plantea que el circuito inicia con la demanda de créditos que abre el proceso productivo (otorgado por los bancos vía depósitos) y financia el proceso de producción de bienes de consumo y capital fijo. Por consiguiente, el dinero es estructuralmente no-neutro y endógeno. Graziani (2003) aclara que los créditos otorgados por la banca permiten a las empresas cubrir la masa salarial, anulándose así los créditos intraempresariales.

Desde esta perspectiva, los bancos comerciales acomodan la demanda crediticia de los agentes solventes, generando con ello una discusión sobre la magnitud de la liquidez y el costo. Moore (1988) y Rochon (2001), entre otros, señalan que la tasa de interés es independiente del volumen de créditos y, por ende, se determina por el banco central con base en objetivos de política económica (*i. e.*, pleno empleo, estabilidad de precios, estabilidad externa, etc.). Desde esta perspectiva, la tasa de interés es igual para todos los prestatarios y las empresas solventes gozan de liquidez ilimitada. Por su parte, Graziani (2003) tiene una visión diferente, ya que supone que la tasa de interés es el resultado de un proceso de negociación entre bancos y empresas y el volumen de los créditos de las empresas solventes depende de la capacidad de negociación de bancos y empresas. Por lo tanto, las empresas se enfrentan a diferentes niveles de liquidez y diferentes costos crediticios. Así, desde esta perspectiva, las políticas de canalización crediticia adquieren importancia, particularmente, para las empresas medianas y pequeñas.

En síntesis, las limitaciones del crecimiento dependen de la preferencia de los bancos, los cuales tienen la capacidad de crear congestión en el mercado de dinero y reducir la liquidez. Bajo estas condiciones es preciso tomar en consideración la advertencia de Keynes:

si no hay cambios en las posiciones de liquidez, el público puede ahorrar *ex ante* y *ex post* y *ex cualquier cosa* hasta que sus rostros se vuelvan azules, sin aliviar en lo más mínimo el problema [...]. Los bancos tienen una posición central en la transición de un nivel de actividad bajo hacia uno superior. (Keynes, 1937 [1973], p. 222)

Antes bien, las formas en que se desenvuelve la relación financiamiento-producción-ahorro son muy diversas. Esto se discute en el siguiente apartado.

---

<sup>4</sup> La teoría de la preferencia por la liquidez no es ampliamente aceptada por la visión teórica heterodoxa. Entre otros, resaltan las críticas de Kalecki (1954, cap. VI), Minsky (1975, 1991) y Rochon (1999, cap. VIII).

## Teorías heterodoxas del financiamiento: créditos y ahorro

A pesar de que existe un acuerdo en que los bancos pueden adelantar liquidez y que el ahorro se encuentra en función del ingreso, es posible afirmar que las distintas visiones sobre el financiamiento de la producción no diferencian entre la producción de bienes de inversión y su venta (realización). Tales disconformidades giran en torno a la manera en que se moviliza el ahorro en el ciclo monetario y los efectos que produce en la producción. Keynes (1937) establece una diferencia entre el financiamiento de corto plazo y el fondeo, mientras que los circuitistas (Rochon, 1999) se concentran en la creación y destrucción de las deudas, bajo distintas posiciones respecto del ahorro. Kalecki (1954) plantea que la recirculación de las ganancias y su distribución son desiguales. En cambio, desde nuestra perspectiva, se puede construir una teoría monetaria del circuito vinculada a procesos de cierre del circuito monetario.

### Keynes: el financiamiento y el proceso de fondeo

En la *Teoría general* de Keynes el motivo de financiamiento no está incluido en los determinantes de la demanda de dinero, sino que indica solamente la existencia del motivo de negocios<sup>5</sup>. A raíz de las críticas de Ohlin y Roberston, Keynes (1937) introduce el motivo de financiamiento, señalando que los flujos “está(n) sujeto(s) a fluctuaciones propias” y el “efectivo que requiere puede movilizarse mucho más lentamente”; añade que este motivo se define “a la mitad de camino [...] entre los balances activos y pasivos” (Keynes 1937a [1973], pp. 208-209, Keynes, 1937b [1973], p. 220). Los bancos, entonces, son los proveedores de financiamiento (vía depósitos contra sí mismos), mientras que el mercado de capitales es el que intermedia los ahorros (vía títulos y acciones). No obstante, este último se encuentra sujeto a una gran inestabilidad y, por consiguiente, es responsable de la subinversión, el desempleo y las recesiones económicas.

En resumidas cuentas, Keynes tiene dos explicaciones del financiamiento. Por un lado, la que figura en *Teoría general*, en donde resalta los atributos del *stock* de dinero ligado a la demanda especulativa (atesoramiento *versus* ahorro financiero). Todo lo cual explica mediante la teoría de la preferencia por la liquidez. La conclusión de Keynes, en el capítulo XII de *Teoría general*, es que hay periodos de sobre y sub inversión, explicados por los cambios en el valor financiero actualizado de los bienes de capital<sup>6</sup>. Las variaciones del precio de demanda (serie de

<sup>5</sup> En el motivo de negocios se considera el efectivo para cubrir el tiempo en que una empresa incurre en costos y recibe ingresos derivados de las ventas (cfr. Keynes, 1936, capítulo V).

<sup>6</sup> Keynes desestima el impacto de los instrumentos de la banca central en la recuperación económica a raíz de los eventos posteriores de la crisis de 1929. En específico, debido a que la caída de la tasa de interés no recuperó el gasto de la inversión, ni la expansión económica. Escribe: “me parece improbable que la influencia de la política bancaria sobre la tasa de interés sea suficiente por sí misma para determinar otra de inversión óptima” (Keynes, 1936, p. 332). A partir de ello, desarrolla su teoría de la preferencia y la posición crítica sobre el funcionamiento del mercado de capitales, lo cual llevó a postular la eutanasia de los rentistas (Keynes, 1936, p. 331) y la socialización de la inversión (Keynes, 1936, pp. 323-333).

rendimientos probables actualizados por la tasa de interés) se explican con base en las percepciones cambiantes de los agentes sobre la tasa de interés de largo plazo, resaltando los efectos negativos de la dominación de los inversionistas “profesionales” (Keynes, 1936). El punto nodal del capítulo XII es que el ahorro real generado por el gasto de la inversión no recircula al sector financiero (*i. e.*, no se transforma en ahorro financiero (véase Levy, 2001 y 2013), lo cual provoca constantes revisiones sobre el gasto de la inversión. En este planteamiento está presente la hipótesis de que la inversión crea su propio ahorro y que el financiamiento es la condición necesaria para realizar la inversión —sin embargo, no explica el papel que tienen los bancos en la creación de dinero—<sup>7</sup>.

Por otro lado, el motivo de financiamiento es introducido por Keynes en cuatro artículos posteriores (1937a, 1937b, 1938, 1939) en donde supone que las variaciones de la tasa de interés podrían reactivar la inversión, con la particularidad que introduce la preferencia por la liquidez de los bancos. Su argumento central es que los bancos pueden crear liquidez como respuesta a la demanda de las empresas sin modificar la tasa de interés, trasladando así la capacidad del financiamiento y la estabilidad económica hacia el comportamiento de los bancos. De este modo, el financiamiento proviene de los bancos vía la creación de depósitos contra sí mismos y así los mercados de capital pueden adelantar liquidez, por ende, no existe diferencia alguna entre ambas formas de crear liquidez (Keynes, 1937a, p. 208). El autor aclara que el funcionamiento del mercado de capitales se distingue por el “límite en el compromiso que los mercados estarán dispuestos a adelantar liquidez” (p. 208). Asimismo, señala que el financiamiento puede influir en la tasa de interés, a menos que “el sistema bancario esté preparado a aumentar la oferta de dinero” (Keynes, 1937, p. 209). De esta manera, Keynes retoma la importancia de la banca —*endogeneizando* el dinero—, pero sin lograr ofrecer una versión terminada del circuito monetario.

### **Circuitistas: las deudas y el ahorro en el crecimiento económico**

El planteamiento de los circuitistas analiza los flujos de fondos entre empresas, bancos y familias, que suponen la creación de deudas, la generación y realización de producción y la destrucción de deudas. La solvencia de los prestatarios es uno de los elementos distintivos de esta teoría, a partir de la cual postulan una función dineraria estructuralmente no-neutra y endógena, caracterizada por ser “infinitamente elástica” (Moore, 1989). Así, o bien los bancos acomodan las deudas de los agentes solventes y la demanda crediticia está imbricada con la producción y las empresas solventes no enfrentan restricciones crediticias, las tasas de interés no difieren entre agentes. Un elemento central de esta visión es que la banca central determina la tasa de interés mediante una función de reacción y los bancos comerciales le adicionan un margen (Rochon, 2001).

---

<sup>7</sup> Este planteamiento fue expuesto anteriormente en *Tratado del dinero* (1930).

El ciclo monetario tiene dos fases: una de entrada y de salida; que Parguez y Seccareccia (2000) denominan *efflux* y *reflux*. La primera (*efflux*) abarca el proceso de otorgamiento de créditos a los agentes solventes, los pagos a los factores productivos y el aumento del ingreso. La segunda fase (*reflux*) implica gastar el ingreso (demanda efectiva), el cual retorna a las empresas permitiéndoles anular sus deudas. Desde esta perspectiva la demanda efectiva se expande *pari passu* con el volumen de los créditos. Es decir, las expectativas de los bancos son similares a las de las empresas y el circuito monetario se cierra si los bancos centrales no modifican las tasas de interés y los procesos productivos no enfrentan rupturas (Rochon, 2006).

Una visión alternativa sobre el circuito monetario se encuentra, como decíamos, en Graziani (2003), quien señala cuatro instancias de este proceso. En primer lugar, los créditos financian la masa salarial (p. 27), porque se destinan a cubrir los gastos intercapitalistas, lo cual, a su vez, permite que se anulen los créditos entre sí (p. 28), incluyendo la compra y venta de títulos financieros. Segundo, la liquidez es limitada y el acceso a los créditos es diferenciado así como sus costos (p. 25). Tercero, el crédito cubre la producción, incluidos los bienes de consumo y de capital fijo (p. 69). Y cuarto, existe una diferencia entre el proceso de producción y la realización de los bienes de inversión —esto último es financiado a través de las ganancias retenidas o vía la transformación de las ganancias en ahorros financieros—. Así, los créditos abren el circuito monetario, se canalizan al pago de los salarios (gasto corriente), aumentan el ingreso a partir de la decisión de las empresas sobre qué producir (bienes de consumo o de inversión) y los trabajadores determinan el nivel salarial y del empleo. El ahorro de los trabajadores está compuesto por títulos financieros y saldos efectivos (depósitos bancarios), los cuales podrían impedir el cierre del circuito monetario<sup>8</sup>. La destrucción de las deudas (financiamiento final) se realiza vía la demanda efectiva (realización de la producción) y la transformación de los ahorros asalariados en títulos financieros (p. 29). Mientras que el proceso de realización (venta) de los activos fijos se realiza a través de la recirculación de las ganancias capitalistas.

Graziani (2003, p. 71) señala que el proceso de realización tiene lugar cuando los bienes terminados de capital fijo encuentran un comprador en el mercado, lo cual se puede realizar a través de dos vías. En la primera, se venden los bienes de capital físico en forma indirecta (a los dueños de capital) vía la emisión de títulos. En la segunda, supone que los bienes de producción terminados se venden entre empresas mediante la movilización de sus ganancias retenidas (ganancias no distribuidas). Ello implica que la retención de los bienes de inversión en el sector empresarial se salda a través de ganancias en especie (p. 71). Esta visión comparte

---

<sup>8</sup> Graziani (2003, p. 30) señala que si los trabajadores ahorran parte de sus ingresos en depósitos bancarios no se puede cerrar el circuito porque ese flujo dinerario no regresa a la producción. Asimismo, añade 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 (p. 31).

la idea de Keynes de que la inversión genera los ahorros necesarios para su realización. A partir de lo anterior se puede concluir que “el financiamiento final para la inversión siempre será suministrado por el ahorro” (Graziani, 2003, p. 71) y, más aún, que “una vez que un monto de inversión es planeado y ejecutado, inevitablemente se forma un monto igual de ahorro” (p. 71). 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” (p. 71)

En resumidas cuentas, los créditos son un elemento central en el ciclo monetario y las ganancias capitalistas (vía el mercado de capitales o a través de su retención en las empresas) realizan los activos fijos. No obstante, este planteamiento no discute si los ahorros se distribuyen de manera desigual o si son extraídos de los espacios en que se realizan. Esta discusión se retoma más adelante.

### **Kalecki: ahorros internos y mercados financieros en estructuras productivas**

La discusión de Kalecki se centra en los determinantes de la inversión dentro de un contexto de estructuras oligopólicas que distribuye de manera desigual las ganancias. Parte del supuesto es 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). Lo cual se refuerza con que “el requisito más importante para convertirse en empresario es ser *propietario* del capital” (p. 96, cursivas en el original). Por lo tanto, las grandes empresas tienen mayor acceso al ahorro que circula en el mercado de capitales y a los créditos bancarios.

El punto inicial de la discusión se sitúa, entonces, en los fondos internos —que, a su vez, constituyen uno de los principales determinantes de la inversión—<sup>9</sup>. El gasto de la inversión proviene de las ganancias de los capitalistas (los trabajadores no ahorran) y los créditos empresariales tienen el objetivo de extender los límites de los planes de inversión generados por la estrechez del mercado de capitales y el factor de riesgo creciente. Según Kalecki, si los capitalistas aumentan su inversión usando sus reservas líquidas para este propósito, las ganancias de otros capitalistas aumentarán de manera correspondiente pasando tales reservas invertidas a manos de estos últimos (1954, p. 52). De ello se sigue que, si por medio de créditos bancarios se financian inversiones adicionales, el gasto de las cantidades en cuestión causará una cantidad igual de ganancias ahorradas que 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 los créditos bancarios.

---

<sup>9</sup> Las otras dos variables que determinan la inversión son las ganancias brutas y el acervo de capital (Kalecki, 1954).

Así, la inversión crea su propio ahorro, el cual no regresa a la economía en el mismo periodo. Es por ello que se introduce la noción de ciclos económicos, en tanto que 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, cap. III) que se podrían adecuar al circuito financiero entre clases sociales, donde las instituciones financieras desempeñan un papel subordinado a la producción. Los bienes de capital se producen en el sector I, dividiéndose el ingreso generado entre ganancias y salarios. Las ganancias capitalistas se gastan en los sectores II y III (productores de bienes de consumo capitalista y asalariado, respectivamente) y los bienes de capital son adquiridos (realizados) por los capitalistas que operan en ambos sectores. La recirculación parcial de las ganancias capitalistas hacia la producción provoca un exceso de capacidad no utilizada de bienes de capital y el desempleo 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 y menor demanda de la fuerza de trabajo —que, pese a gastar todos sus ingresos (no ahorra), achica la demanda de los bienes salariales, lo cual, a su vez, reduce la demanda en el sector de bienes de consumo asalariado—.

Un concepto clave para explicar los ciclos económicos es el de riesgo creciente, el cual supone, en primera instancia, que las empresas no utilizan plenamente sus ahorros empresariales —ni acceden a todo el potencial de los créditos bancarios ni emiten todos los títulos que pueden—. Ello provoca la reinversión parcial de los fondos internos (Kalecki, 1954, cap. VIII), lo que, en estructuras oligopólicas, explica el crecimiento desigual entre los agentes. Segundo, las empresas tienen acceso finito a los flujos financieros que dependen del capital acumulado y, por ende, el financiamiento externo es menor al capital empresarial —esto se explica por elementos de seguridad financiera de las empresas y temores a adquisiciones forzadas—. Tercero, las pequeñas y medianas empresas no tienen acceso (o este es muy limitado) a la liquidez que circula en el mercado de capitales. Por consiguiente, su demanda de bienes de capital es reducida en comparación con las empresas grandes y, por ello, se argumenta que utilizan una proporción mayor de sus ganancias empresariales para financiar la producción sin lograr conformar colchones de seguridad. De acuerdo con Steindl<sup>10</sup>:

[Las] 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 de financiamiento es relativamente insegura. Ello incrementa el costo de sus créditos. (1945, p. 20)

---

<sup>10</sup>Kalecki (1954, p. 96) señala en un pie de página que los planteamientos de Steindl (1945) sobre concentración son muy relevantes para explicar el riesgo.

Adicionalmente, sobre la base del concepto del riesgo creciente y la desigualdad en la distribución del ingreso se señala que las grandes corporaciones (multinacionales) pueden acceder a volúmenes crecientes de ahorro vía el mercado de capitales. Estas entidades no enfrentan restricciones en el financiamiento de la producción ni en la adquisición de capitales. Por consiguiente, no tienen problemas de realización de la inversión porque pueden emitir bonos para volver líquidos los activos ilíquidos —esto es, por cierto, limitado en países en desarrollo, lo cual se retomará más adelante—. Con base en esta interpretación del riesgo creciente se postuló el concepto de sobrecapitalización. Steindl (cfr. 1952, cap. X) supone que las empresas por acciones emiten más títulos de los necesarios para financiar sus pasivos, fortaleciendo así sus departamentos de tesorerías —cuyo resultado es una creciente apropiación de ganancias en la esfera de la circulación e induce procesos de centralización y concentración de capital (Toporowski, 2012)—.

Desde nuestra perspectiva, el análisis de Kalecki complementa el circuito financiero al focalizarse en el proceso de realización de la inversión, en un ambiente de estructuras capitalistas oligopólicas y en la apropiación creciente del ahorro con diferentes ritmos de crecimiento de empresas y países.

### **Elementos institucionales en la provisión de financiamiento y movilización del ahorro**

La literatura sobre desarrollo económico identifica diferentes organizaciones financieras con distintos modos de creación y destrucción de liquidez y circulación del ahorro. Entre estas instituciones destacan el mercado financiero que se organiza sobre la base del mercado de capitales (anglosajón) y el que se sustenta en la estructura bancaria.

El proceso de industrialización anglosajón se desarrolló sobre la base de una emisión crediticia de los bancos y la recirculación de las ganancias vía el mercado de capitales. Por consiguiente, los créditos se destinaron a financiar el capital circulante para generar ganancias que, posteriormente, vía la emisión de títulos, recircularon a las empresas. Esta estructura no requiere grandes movilizaciones de capital adelantado, porque dominó en países que tuvieron un largo y lento proceso de industrialización que permitió el desarrollo del sector productor de bienes de capital y porque no estuvo sujeto a competencia —volviendo funcional la retención de las ganancias de las empresas como vía para realizar los bienes de inversión (Cameron, 1972)—. En el caso específico del proceso de industrialización de Gran Bretaña, todo ello fue acompañado por crecientes superávits externos que aceleraron la realización de producción en otras latitudes del mundo. Por su parte, el proceso de industrialización en lo Estados Unidos se sustentó en innovaciones tecnológicas relativamente simples y poco costosas, con bajos niveles de competitividad externa y políticas gubernamentales de protección a la industria infante (cfr. Amsden, 2001 [2004], cap. II). Así, la producción de bienes de capital fijo se financió por créditos bancarios e incrementaron las ganancias que sirvieron para otorgar la liquidez a los bienes de capital ilíquidos.



A mediados del siglo XIX, la consolidación de las sociedades anónimas robustecieron los mercados de capitales, lo cual incrementó la emisión y la circulación de títulos financieros privados (bonos y acciones) y sentó las bases del funcionamiento de los mercados de capitales modernos. Todo ello constituyó el vehículo de transición del capitalismo competitivo al oligopólico (Hilferding, 1910 [1971]; Lenin, 1917). Los rentistas del siglo XIX (latifundistas) canalizaron sus ahorros hacia el mercado financiero; a su vez, proveyeron de liquidez a las hojas de balance de las grandes empresas, o bien, otorgaron liquidez a los activos ilíquidos —que, posteriormente, como hemos mencionado, fue la base de la centralización sin concentración del capital—.

La estructura financiera basada en la organización bancaria tuvo lugar en países que debieron “alcanzar el desarrollo”. Los créditos bancarios asumieron la función de otorgar financiamiento para la producción y, de manera relevante, para financiar la compra de bienes de capital fijos terminados. Todo ello, en entornos de mercado de capitales débiles. En ese contexto, el sector público asumió la función de proveer financiamiento a las empresas para la compra de bienes de capital fijo, vía mecanismos compensatorios (banco de desarrollo, fideicomisos públicos, créditos blandos, etc. [véase Levy, 2001]) y movilizar los ahorros hacia las instituciones financieras por medio de impuestos.

En el siglo XX se desplegaron dos experiencias de industrialización en los países en vías de desarrollo de América Latina y Asia sobre la base de estructuras bancarias con gran participación del sector público. Ambas experiencias se diferenciaron por sus políticas de fortalecimiento al sector de bienes de capital fijo (Amsden, 2001). En Asia, el gasto de inversión público tuvo importantes efectos de arrastre sobre el sector privado, aumentado la inversión fija y el ahorro. Ello fue acompañado de políticas de retención de ahorro en la esfera productiva, conformándose “grupos” financieros y políticas que prohibieron las salidas de capitales fuera de los espacios geográficos (Amsden, 1989). Mientras tanto, América Latina se distinguió por no desarrollar el sector de bienes de capital en el periodo de industrialización por sustitución de importaciones. Y, de manera más relevante, el gasto de inversión pública tuvo un reducido efecto de arrastre sobre el sector privado (Kaldor, 1959). Ello se debió a la gran concentración de ingreso durante el periodo de industrialización, lo cual, a su vez, provocó grandes desequilibrios estructurales e impidió ensanchar el mercado interno (Kaldor, 1959). Por consiguiente, nunca se redujeron las brechas de atraso entre los países de la región latinoamericana con los países desarrollados.

Aunado a lo anterior, Kaldor (1959) afirmó que la industrialización latinoamericana no estuvo liderada por una clase empresarial progresista, dado que la inversión pública encabezó la conformación del sector de acumulación con reducidos niveles de gasto privado y grandes volúmenes de capacidad ociosa. Esto se debió, en gran medida, a que los salarios fueron muy reducidos y las clases capitalistas, con fuerte nivel de capacidad adquisitiva, estuvieron constituidas por grupos pequeños y la clase media fue prácticamente inexistente. La recirculación de las



ganancias en un contexto de gran concentración de ingresos generó fuertes desequilibrios estructurales, generándose la paradoja de las altas ganancias y los bajos ahorros financieros<sup>11</sup>. Todo ello, sin políticas públicas que previnieran la concentración de ingreso (por ejemplo, políticas impositivas o medidas para estimular la reinversión de utilidades (Kaldor, 1959, citado en Palma y Marcel, 1990).

Otra fuente de restricción al crecimiento económico de América Latina fue la apropiación externa de ganancias de las economías atrasadas por parte de los países industrializados, acuñándose así dos binomios: subdesarrollo/desarrollo y centro/periferia —explicados por los *dependentistas* (Baran, 1957; Frank, 1966, 1967; Marini, 1968) basados en la hipótesis de Luxemburgo 3 de abril de 2017 (1913)—. Este planteamiento señala que los países latinoamericanos fueron construidos por organizaciones productivas subordinadas a los requerimientos de los países desarrollados (exportación de granos y minerales) e importaron bienes intermedios y de inversión (incluidos los bienes de consumo suntuario). De este modo, los mercados internos de los países subdesarrollados fueron limitados, porque los mecanismos de extracción de excedentes se basaron en la sobreexplotación del trabajo (extracción de plusvalor absoluto), truncando así el desarrollo capitalista local sobre la base de producción de bienes de capital fijo, generación y reinversión de ganancias, innovación tecnológica y creciente productividad. Es más, los sectores estratégicos (exportaciones) de las economías atrasadas dependieron de los circuitos internacionales sin efectos positivos de arrastre hacia los sectores dinámicos autóctonos.

Los *estructuralistas* agrupados en la Cepal<sup>12</sup> 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 que países centrales lo hicieron en las manufacturas. Estos últimos se distinguieron por desarrollar procesos productivos sobre la base de innovaciones tecnológicas, lo cual les permitió controlar los precios de sus mercancías y los de la periferia. Por esa vía fue, precisamente, que extrajeron los excedentes. Así, el comercio exterior operó 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) mientras el declive por caídas en los precios de las materias primas (términos de intercambio negativos) (véase Cepal, 1949).

A partir de ello, los teóricos de la Cepal señalaron que los sectores productivos de la periferia fueron heterogéneos y especializados, con elasticidades en el precio de la demanda de exportaciones y menores importaciones que en los países

---

<sup>11</sup>Kaldor (1959) reporta que, para dicho periodo, en la Gran Bretaña el 60% de las ganancias netas eran reinvertidas, mientras que en Chile esa cifra ascendió a solo el 15% (citado en Palma y Marcel, 1990, p. 95).

<sup>12</sup>Una recolección de los trabajos más importantes de esa corriente de pensamiento se encuentra en Bielchowski (1989).

centrales<sup>13</sup>. La propuesta de los estructuralistas para erradicar estas diferencias fue promover procesos de industrialización para reducir la dependencia sobre las importaciones y avanzar en la producción de bienes de capital fijo. Cabe añadir que este grupo de economistas advirtió sobre las limitaciones de los procesos de industrialización con base en la concentración del ingreso, en tanto que limitaría el crecimiento de los mercados internos debido a la débil innovación tecnológica (Fajnzylber, 1983).

Con base en el planteamiento anterior resulta importante subrayar que los países latinoamericanos, aunque apostaron por un proceso de industrialización —que fue largo, costoso y parcialmente exitoso—, no lograron robustecer el sector de acumulación ni recircular las ganancias al sector productivo. Ello provocó reducidos mercados internos y una creciente dependencia externa. Por lo mismo, los logros de la industrialización se revirtieron con relativa facilidad en el periodo neoliberal, punto que se discute más adelante.

## **SISTEMAS CAPITALISTAS DOMINADOS POR EL CAPITAL FINANCIERO: CREACIÓN Y DESTRUCCIÓN DE DEUDAS Y MOVILIZACIÓN DEL AHORRO**

No cabe duda que la organización del sistema capitalista sufrió fuertes modificaciones a raíz de la crisis industrial de los países desarrollados en la década de 1960. El capital financiero asumió una posición dominante frente al capital industrial, adquiriendo la posición de “amo” y relegando a la posición de “sirviente” al capital industrial (Russell, 2008). Esta nueva correlación de fuerzas se reflejó en el derrumbe del sistema Bretton Woods, seguido por un proceso de desregulación y globalización y financiarización, que se ha denominado como etapa neoliberal.

Los hechos estilizados de la era neoliberal son: la profundización financiera vía el robustecimiento de los inversionistas institucionales (encargados de generar flujos netos positivos al mercado financiero) y la creciente rotación de los títulos —que, a su vez, provocó una fuerte inflación financiera (Toporowski, 2000)—. En estas condiciones se desarrollaron instituciones financieras no bancarias que de alguna manera revivieron viejas instituciones —como los fondos de pensiones y las compañías de seguros que concentraron grandes montos de ahorros—<sup>14</sup> en combinación con la banca sombra que conjuntó actividades dentro y fuera del sistema financiero (FSB, 2012) demandando fuertes montos de títulos. Estos cambios derribaron las

---

<sup>13</sup>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 que los menores precios de exportaciones no expandieron los flujos de ingreso—.

<sup>14</sup>Estas instituciones proveyeron financiamiento a actividades anteriormente ofrecidas por la seguridad social, en donde destacan seguros médicos y el financiamiento a la educación y a la vivienda.

barreras entre las actividades de los bancos comerciales y las instituciones no financieras y no bancarias<sup>15</sup>, diversificando así las actividades financieras e incrementando la liquidez del conjunto de los sectores financieros. Y, aunque el propósito (no logrado, por cierto) de esta gran variedad de títulos financieros era reducir los riesgos, su resultado fue la generación de crecientes ganancias financieras mediante actividades de securitización, instrumentos sintéticos, derivados, reportos, etc.

En paralelo a lo anterior, el fortalecimiento del mercado financiero promovió la centralización sin concentración del capital. Los grandes consorcios no financieros se fortalecieron vía la creciente emisión de títulos financieros, lo cual les permitió crecer vía fusiones y adquisiciones forzadas (Bellofiore, Garibaldo y Halevi, 2011). Todo ello generó un divorcio entre el gasto de inversión y la apropiación del ahorro. Una característica adicional del periodo neoliberal fue la conformación de una organización productiva basada en la “creación y empequeñecimiento” (Milberg, 2008) que tuvo como objetivo la reducción de los costos productivos —particularmente, los laborales (salarios y sueldos)—. En este contexto se desarrolló la “pauperización y precarización de la fuerza de trabajo” (Bellofiore y Haveli, 2012) que aumentó aún más la concentración del ingreso, acompañado de mayores niveles de endeudamiento de las familias para financiar el consumo y la vivienda.

Un dato adicional de la era neoliberal ha sido la ampliación de liquidez en el contexto de internacionalización del mercado de capitales. La desmonetización del oro, tras el rompimiento del acuerdo Bretton Woods, imprimió al dinero internacional el sello de deuda privada y estructuralmente endógena, sin poder ser controlada por ninguna institución financiera (desapareció el prestamista de última instancia). El volumen de la liquidez se volvió dependiente del acceso a la unidad de valor internacional, que se mantuvo bajo el dominio de un solo país: el dólar estadounidense. Esto provocó que en el mercado internacional circularan deudas privadas (depósitos bancarios), que la liquidez de los países no emisores de dólares estuviera en función de la conversión de las monedas locales en signos de valor internacional (dólares) y que las innovaciones financieras de títulos no monetarios en valores monetarios fueran también con signos de valor internacional. Estos cambios exportaron el modelo anglosajón a todas las economías capitalistas, incrementando así la movilidad de capital en el sistema financiero internacional a partir de las condiciones de valorización de los diferentes países.

## **La financiarización en los países en desarrollo: la experiencia fallida de América Latina**

Conforme a lo explicado hasta aquí, no resulta extraño que el impacto de la financiarización en las economías dependió de las estructuras dominantes de los países y las regiones. Las economías no emisoras de dinero internacional activaron sus exportaciones como motor del crecimiento económico con dos resultados

---

<sup>15</sup>La ley Glass Stegall fue reemplazada por la ley Gramm Leach Bliley y la Ley de Modernización de Servicios Financieros (Financial Services Modernization Act).

diferentes: unas lograron superávits en sus cuentas corrientes, mientras que otras mantuvieron su condición deficitaria obligándose a abrir sus cuentas financieras —siendo este el caso de la América Latina (Levy, 2016—).

Así, la era de la financiarización modificó las estructuras económicas latinoamericanas. Por un lado, la demanda interna (consumo e inversión) se redujo y las exportaciones asumieron el liderazgo del crecimiento económico. Tales exportaciones, cabe añadir, estuvieron dominadas por mercancías (minerales y granos) y por exportaciones manufactureras —producidas sobre la base de maquilas, sin lograr cuentas corrientes superavitarias en América Latina—. Las corporaciones transnacionales dominaron los sectores económicos estratégicos sin transferencias tecnológicas, incrementando así la dependencia productiva en las importaciones de bienes intermedios y de capital.

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. Tampoco se promovió la producción de bienes de capital fijo en los países en desarrollo, ni se hicieron recircular las ganancias del sector productivo a los mercados de capitales de los países en desarrollo. La tasa de crecimiento se contrajo así como el ahorro real, en un entorno de mayor profundización financiera vía la entrada de capital externo atraído por crecientes tasas de interés y tipos de cambios sobrevaluados. Asimismo, incrementó la extracción de excedente desde los países en desarrollo, diversificándose así las formas de apropiación: salarios comparativamente menores, crecientes márgenes financieros, tipos de cambios sobrevaluados y movimientos cíclicos de los precios de las materias primas. Al mismo tiempo, la inversión extranjera (directa y de portafolios) aumentó considerablemente sin estar ligada necesariamente a actividades productivas —con la peculiaridad de tener gran reversibilidad, resaltándose que el capital extranjero encontró vías de valorizarse en los países en desarrollo cuando en los países de origen se habían reducido las ganancias financieras—. En este contexto se debe entender la gran entrada de capital extranjero hacia América Latina (desde la década de 1990 y, especialmente, después del 2000), la inflación de los precios de los *commodities* que fueron subyacentes para títulos financieros (Ghosh, Heintz y Pollin, 2012) y la demanda de las monedas locales en los centros cambiarios<sup>16</sup>.

A partir de lo anterior puede argumentarse que los flujos de capital externos incrementaron la liquidez de los países latinoamericanos —creando así la ficción de la desaparición de la restricción externa, pero sin generar un proceso real de financiarización de sus principales agentes—. Los bancos mantuvieron una importante presencia en la emisión de créditos —aunque su participación se redujo en el total de los activos—, se incrementó la emisión de bonos gubernamentales y se desplegaron limitadas prácticas de securitización. Los productos sintéticos (futuros,

---

<sup>16</sup>A partir del 2008, el peso mexicano se convierte en una moneda de gran demanda; logra el octavo lugar en el 2013, que se mantiene en los portafolios de los inversionistas institucionales (BIS, 2013).

opciones y obligaciones crediticias) tuvieron una alta participación en los activos totales bancarios; sin embargo, ello se debió al valor de sus subyacentes, manteniéndose reducido su valor en términos netos (Levy y Domínguez, 2016). A su vez, los mercados de capital fueron delgados y poco profundos (el número de empresas listadas en las bolsas de valores se mantuvo reducida), incrementando moderadamente el valor de capitalización y rotación del capital. No obstante, el tamaño de los mercados de bonos domésticos y la demanda de residentes latinoamericanos de bonos internacionales aumentó (Levy, 2016).

En este contexto, las multinacionales operaron al borde de las economías en desarrollo sin acceder a un financiamiento doméstico ni a emitir títulos financieros en dichos espacios. Tampoco demandaron bienes intermedios y de capital domésticos y la realización de su producción tuvo lugar solamente 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. Se mantuvo la demanda de créditos para financiar el pago de salarios, sin generar altos niveles de ahorro 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 a altos costos, lo cual redujo la posibilidad de expansión en sectores dinámicos.

## CONCLUSIONES

En consideración con todo lo expuesto anteriormente, es posible afirmar que un requerimiento central en la discusión teórica sobre el financiamiento es diferenciar entre el financiamiento a la producción y la realización de la inversión. El proceso de creación y destrucción de deudas abarca el monto de la masa salarial porque las deudas que cubren los gastos intercapitalistas se saldan entre sí. De ello, destaca que la masa de salarios debe cubrir el conjunto del proceso de producción (bienes de consumo y de inversión).

La creación de deudas es seguida por un proceso de destrucción de estas, que tiene lugar cuando se gastan los salarios, debido a las 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 y amplía el ingreso que permite la destrucción de las deudas.

La realización de la inversión es un proceso separado y está a cargo de los ahorros generados por el gasto de la inversión —específicamente, por las recirculación directa e indirecta de las ganancias capitalistas que asumen la forma de ganancias retenidas por las empresas o vía la emisión de títulos—. Por consiguiente, la inestabilidad proviene de la preferencia por la liquidez de los bancos y la realización del

gasto capitalista. En este contexto, 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 sí sola no activa la demanda—. A su vez, la liquidez de los agentes no es ilimitada, lo que se explica por las estructuras oligopólicas.

Otro elemento importante en este análisis es la desigual redistribución del ingreso, cuyo resultado son mercados estructuralmente oligopólicos. Lo que explica las diferentes velocidades de crecimiento en países y regiones por el acceso al financiamiento y al ahorro financiero. 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, ya que se debe importar gran parte de estos bienes independientemente del modo de producción dominante por no contar con procesos endógenos de innovación tecnológica. Ello obligó a financiar la compra de bienes de capital fijo producidos en países desarrollados. Segundo, los procesos de crecimiento económico en esta región operaron sobre la base de salarios reducidos y pequeños grupos capitalistas (con una clase media muy reducida), lo cual, en conjunto, no permitió expandir el mercado interno —ni siquiera en los periodos de industrialización—. Adicionalmente, la región ha sido sujeto de una elevada extracción de excedente por parte de los países desarrollados.

Durante el periodo de financiarización, los desequilibrios estructurales se profundizaron a pesar del incremento de liquidez y el creciente acceso a dinero internacional. Lo cual creó 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. Asimismo, no desarrollaron innovación tecnológica, tuvieron reducidos gastos de capital fijo y no canalizaron sus ahorros al sector nacional, sino que se basaron en la maquila, con bajos salarios. Las empresas medianas y pequeñas que atendieron al mercado interno tuvieron acceso limitado al financiamiento y al ahorro y no pudieron 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, sin duda, la circulación del ahorro a la producción, especialmente, en un mundo con mercados financieros globalizados dominados bajo un signo de valor (dólar estadounidense) que se caracteriza por repartir inequitativamente la riqueza.

## REFERENCIAS

1. Amsden, A. (1989). *Asia's next giant, South Korea and late industrialization*. Nueva York y Oxford: Oxford University Press.
2. Amsden, A. (2001 [2004]). *The rise of the "the rest". Challenges to the West from late-industrialization economies*. Nueva York: Oxford University Paperback.

3. Baran, P. (1957). *The political economy of growth*. Nueva York: Monthly Review Press.
4. Bellofiore, R., Garibaldo, F., & Halevi, J. (2011). The global crisis and the crisis of the European Neomercantilism. *Socialist Register*, 46, 120-146.
5. Bellofiore, R., & Halevi, J. (2012). Deconstructing labor: A Marxian-Kaleckian perspective on what is “new” in contemporary capitalism and economic policies. En C. Gness, L.-P. Rochon & D. Tropeano (eds.), *Employment, growth and development. A post-Keynesian Approach* (pp. 11-27). Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton, USA.
6. Bielchowski, R. (1989). *Cincuenta años de pensamiento en la Cepal. Textos seleccionados*, vols. I y II, Santiago: Fondo de Cultura Económica-Cepal.
7. BIS. (2013). Triennial Central Bank survey foreign exchange turnover in April 2013: preliminary global results. *Monetary and Economic Department*, September.
8. Cameron, R. M. (1972). *Banking and economic development*. Nueva York: Oxford University Press.
9. Cepal. (1949). Estudio económico de América Latina. *Employment, growth and development. A post-Keynesian Approach*. En R. Bielschowski (ed.), *Cincuenta años de pensamiento en la Cepal. Textos seleccionados*, vol. I, Santiago: Fondo de Cultura Económica-Cepal. [Reimpreso en 1998].
10. Chick, V. (1983). *Macroeconomics after Keynes. A reconsideration of the general theory*. Londres: Phillips Allen Publishers.
11. Fajnzylber, F. (1983). La industrialización trunca de América Latina. Reimpreso en R. Bielchowski (ed.), *Cincuenta años de pensamiento en la CEPAL*; Santiago, Chile: Fondo de Cultura Económica, 1998, II: 817-852
12. Frank, A. G. (1966). The development of underdevelopment. *Monthly Review*, 18(4), 17-31.
13. Frank, A. G. (1967). *Capitalism and underdevelopment in Latin America: Historical studies of Chile and Brazil*. Nueva York: Monthly Review Press.
14. Financial Stability Board Policy Recommendations: November 2012 - A Silhouette of the Future of Shadow Banking.
15. Ghosh, J., Heintz, J., & Pollin, R. (2012) Speculation on commodities futures markets and destabilization of global food prices: Exploring the connections. In *International Journal of Healthy Services*, vol 42(3), pp. 465-483.
16. Graziani, A. (1984). The debate on Keynes’ finance motive. *Economic Notes*, 13(1), 5-32.
17. Graziani, A. (2003). *The monetary theory production*. Cambridge: Cambridge University Press.
18. Hilferding, R. (1910/1971). *El capital financiero*. La Habana: Instituto Cubano del Libro.



19. Kaldor, N. (1959). Problemas económicos de Chile. *Trimestre Económico*, 26(102) -2, 170-221.
20. Kalecki, M. (1954). *Teoría de la dinámica económica: ensayos sobre los movimientos cíclicos y a largo plazo de la economía capitalista*. México: Fondo de Cultura Económica.
21. Keynes J. M. (1936 [1986]). *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. México: Fondo de Cultura Económica, México.
22. Keynes, J. M. (1937a/1973). Alternative theories of the rate of interest. In E. Taylor & D. Moggridge (eds.), *The collected writings of John Maynard Keynes*, vol. XIV (pp. 201-214). Londres: The Macmillan Press.
23. Keynes, J. M. (1937b/1973). The “ex ante” theory of the rate interest. In E. Taylor & E. D. Moggridge (eds.), *The collected writings of John Maynard Keynes*, vol. XIV (pp. 215-223). Londres: The Macmillan Press.
24. Keynes, J. M. (1938[1973]). Comments in D. H. Robertson Mr. Keynes Finance. In E. Taylor & D. Moggridge (eds.), *The collected writings of John Maynard Keynes*, vol. XIV (pp. 229-234). Londres: The Macmillan Press.
25. Keynes, J. M. (1937 [1973]). The process of capital formation. In D. Moggridge (eds.), *The collected writings of John Maynard Keynes*, vol. XIV (pp. 278-285). Londres: The Macmillan Press.
26. Lavoie, M. (2014). *Post-Keynesian economics: New foundations*. Cheltenham, UK y Northampton, USA: Edward Elgar.
27. Lenin, V. I. (1917/1936). *El imperialismo, fase superior del capitalismo*, Progreso Moscú.
28. Levy, N. (2001). *Cambios institucionales en el sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión*. México, 1960-1994, FE; DGAPA, UABJO.
29. Levy, N. (2013). Keynes’ view in financing economic growth: The role of capital markets in the process of funding. En J. Jespersen & M. O. Madison (eds.), *Keynes’s general theory for today* (pp. 167-185) Northampton, USA Edward Elgar.
30. Levy, N. (2015). Economic growth and financial instability: The ideas of Hayek and Keynes. *Journal of Reviews on Global Economics*, 4, 000-000.
31. Levy, N. (2016). La crisis de la financiarización en América Latina: ¿fin del modelo de acumulación liderado por las exportaciones? Trabajo presentado en el Seminario de la REDEM, Buenos Aires, Argentina.
32. Levy, N., & Domínguez, C. (2016). The operation of the Mexican banking system under foreign multinational corporations’ control: New activities and traditional income. *International Review of Applied Economics*, 30(4), 527-546, DOI: 10.1080/02692171.2015.1106444.



33. Luxemburg, R. (1913). *The accumulation of capital*. Recuperado el 13 de octubre del 2014 de <http://www.marxists.org/archive/luxemburg/1913/7accumulation-capital/index.htm>.
34. Marini, R. M. (1968). Subdesarrollo y revolución en América Latina. *Tri-continental*, 7. Recuperado el 27 de marzo del 2013 de [http://www.marini-escritos.unam.mx/349\\_subdesarrollo\\_revolucion.html](http://www.marini-escritos.unam.mx/349_subdesarrollo_revolucion.html).
35. Milberg, W. (2008). Shifting sources and uses of profits: Sustaining US financialization with Global Value Chains. *Economy and Society*, 37(3), 420 - 451, DOI: 10.1080/03085140802172706 (3), 420-451.
36. Minsky, H. (1975). *John Maynard Keynes*. Nueva York: Columbia University Press.
37. Minsky, H. (1991). The endogeneity of money. En E. Nell & W. Semmler (eds.), *Nickolas Kaldor and mainstream economics* (pp. 207-220). Nueva York: St. Martin's Press.
38. Moore, B. (1988). *Horizontalists and verticalists: The macroeconomics of credit money*. Cambridge: Cambridge University Press.
39. Moore, B. (1989). On the endogeneity of money once more. *Journal of Keynesian Economics*, 11(3), 479-487.
40. Moggridge, D. (1973). The general theory and after: Part II: Defence and development. En *The collected writings of John Maynard Keynes*, vol. 14. Londres: The Macmillan Press.
41. Palma, G., & Marcel, M. (1990). Kaldor y el discreto encanto de la burguesía chilena. *Colección de Estudios de la Cieplan*, 28, 85-120.
42. Parguez, A., & Seccareccia, M. (2000). The credit theory of money: The monetary circuit approach. En J. Smithin (ed.), *Whay is money*. London and Nueva York: Routledge.
43. Rochon, L.-P. (1999). *Credit money and production*. Cheltenham, UK, Northampton, USA.
44. Rochon, L.-P. (2001). Horizontalism: Setting the record straight. En L.-P. Rochon & M. Vernango (eds.), *Credit, interest rate and open economy. Essays in horizontalims*. Cheltenham: Edward Elgar.
45. Rochon, L.-P. (2006). Endogenous money, central banks and the banking system: Basil Moore and the supply of credits. En M. Setterfield (ed.), *Complexity, endogenous money and macroeconomic theory, essays in honour of Basil J. Moore* (pp. 170-186). Cheltenham, UK; Northampton, USA: Edward Elgar.
46. Russell, E. (2008). *New deal banking reforms and Keynesian welfare capitalism*. Nueva York: Routledge.
47. Steindl, J. (1945). Capitalist enterprise and risk. *Oxford Economic Papers*, 7(1), 21-46.
48. Steindl, J. (1945). *Small and big business: Economic problems of the size of the firms*. Londres y Oxford: Basil Blackwell.

49. Steindl, J. (1952/1976). *Maturity and stagnation in American capitalism* (with a new introduction by the author, 1976). Nueva York y Londres: Monthly Review Press.
50. Toporowski, J. (2000). *The end of finance, capital market inflation, financial derivatives and pension fund capitalism*. Routledge Frontiers of Political Economy, London and Nueva York.
51. Toporowski, J. (2012). Overcapitalization. In J. Toporowski & J. Mitchell Edward (eds.), *Handbook of critical issues in finance* (pp. 270-273). Cheltenham y Northampton: Edward Elgar.
52. Wray, R. L. (2010). *Money* (Working Paper 647). Economics Institute of Bard College. Recuperado el 20 de febrero del 2012 de [http://www.levy-institute.org/pubs/wp\\_647.pdf](http://www.levy-institute.org/pubs/wp_647.pdf), acceso.



# 76

## CUADERNOS DE ECONOMÍA

## CONTENIDO

### ARTÍCULOS

- ALEJANDRO FITZSIMONS  
La especificidad de la renta de la tierra en la industria petrolera  
desde una perspectiva marxiana 1
- DANIEL MARIÑO USTACARA Y LUIS FERNANDO MELO VELANDIA  
Regresión cuantílica dinámica para la medición del valor en riesgo:  
una aplicación a datos colombianos 23
- CARLOS LEÓN, CONSTANZA MARTÍNEZ Y FREDDY CEPEDA  
Short-term liquidity contagion in the interbank market 51
- YAKIRA FERNÁNDEZ-TORRES, JULIÁN RAMAJO-HERNÁNDEZ Y JUAN CARLOS DÍAZ-CASERO  
Instituciones y volatilidad del crecimiento económico:  
una aproximación a América Latina y el Caribe 81
- JOHN J. GARCÍA-RENDÓN, SEBASTIÁN DÍAZ Y HERMILSON VELÁSQUEZ  
Determinantes del precio de la vivienda nueva en Medellín: un modelo estructural 109
- PABLO RODRÍGUEZ LIBOREIRO  
Competencia, rendimientos crecientes y exceso de capacidad:  
la industria siderúrgica mundial (2000-2014) 137
- FABIO A. GÓMEZ, JAIME A. LONDOÑO Y ANDRÉS M. VILLEGAS  
Valor presente de las pensiones en el Régimen de Prima Media de Colombia 173
- NOEMI LEVY  
Financiamiento, financiarización y problemas del desarrollo 207
- PABLO CHAFLA MARTÍNEZ  
La disposición al pago para la conservación de bienes patrimoniales:  
caso del centro histórico de la ciudad de Quito 231
- JORGE DAVID QUINTERO OTERO  
Impactos regionales y sectoriales de la política monetaria en Colombia 259
- MARIBEL JIMÉNEZ Y MÓNICA JIMÉNEZ  
Intergenerational educational mobility in Latin America.  
An analysis from the equal opportunity approach 289
- RESEÑA
- DANIEL ROJAS LOZANO  
La Eurozona: una crisis de centro-periferia 331

ISSN 0121-4772

