

Covid-19 y el desarrollo económico en América Latina: debates teóricos, dilemas de financiamiento y escenarios pospandémicos

Libro electrónico

Monika Meireles
Bruno De Conti
Diego Guevara
(Coordinadores)



UnLaPl
La Universidad
de la Nación



dgapae

COVID-19 Y EL DESARROLLO ECONÓMICO EN AMÉRICA LATINA:
DEBATES TEÓRICOS, DILEMAS DE FINANCIAMIENTO Y
ESCENARIOS POSPANDÉMICOS



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

Dr. Enrique Graue Wiechers

Rector

Dr. Leonardo Lomelí Vanegas

Secretario General

Dr. Luis Agustín Álvarez Icaza Longoria

Secretario Administrativo

Dra. Guadalupe Valencia García

Coordinadora de Humanidades



INSTITUTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

Dr. Armando Sánchez Vargas

Director

Dr. José Manuel Márquez Estrada

Secretario Académico

Ing. Patricia Llanas Oliva

Secretaria Técnica

Mtra. Graciela Reynoso Rivas

Jefa del Departamento de Ediciones

COVID-19 Y EL DESARROLLO ECONÓMICO EN AMÉRICA LATINA: DEBATES TEÓRICOS, DILEMAS DE FINANCIAMIENTO Y ESCENARIOS POSPANDÉMICOS

Monika Meireles
Bruno De Conti
Diego Guevara
(Coordinadores)



Primera edición edición digital en pdf, noviembre 2022

D.R. © UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
Ciudad Universitaria, Coyoacán
04510 Ciudad de México.
INSTITUTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS
Circuito Mario de la Cueva s/n
Ciudad de la Investigación en Humanidades
04510 Ciudad de México.

PAPIIT IN302020: “Finanzas transfiguradas e implicaciones para el desarrollo: metamorfosis de los actores financieros en economías emergentes”.

ISBN: 978-607-30-6841-3

DOI: 10.22201/iiec.9786073068413e.2022

Diseño de portada: Laura Elena Mier Hughes.
Cuidado de la edición: Héliida De Sales Y.

Prohibida la reproducción total o parcial por cualquier medio sin la autorización escrita del titular de los derechos patrimoniales.

Hecho en México.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	9
<i>Monika Meireles, Bruno De Conti y Diego Guevara</i>	
I. REPENSAR EL DESARROLLO Y LA DEPENDENCIA FINANCIERA: REFLEXIONES TEÓRICAS	
1. DEPENDENCIA, FINANZAS Y DESARROLLO: ECOS DEL PASADO QUE RESUENAN EN EL PRESENTE	21
<i>Manuel Felipe Martínez Mantilla y José Daniel Saade Figueroa</i>	
2. DIVISIÓN INTERNACIONAL DE LAS FINANZAS: FUNCIONALIDAD Y DEPENDENCIA DE LA PERIFERIA DEL SISTEMA	43
<i>Édivo de Almeida Oliveira y Bruno De Conti</i>	
3. AMÉRICA LATINA: ENTRE EL CAMBIO ESTRUCTURAL REGRESIVO Y LA PANDEMIA	61
<i>Diego Guevara y Emilia Ormaechea</i>	
II. FINANCIARIZACIÓN Y RECONFIGURACIÓN FINANCIERA EN LA PANDEMIA	
4. FINANCIARIZACIÓN DEPENDIENTE DE AMÉRICA LATINA: UNA MIRADA DESDE LA CRISIS DE LA COVID-19	83
<i>Armando Negrete</i>	

5. LA BANCA DE DESARROLLO DE AMÉRICA LATINA ANTE LA CRISIS PANDÉMICA <i>Marcos V. Chiliatto y Daniela M. Prates</i>	105
6. ELLOS GANAN EN MÉXICO: FONDOS DE PENSIÓN Y BENEFICIOS FINANCIEROS DURANTE LA PANDEMIA <i>Lizeth Alanis y Monika Meireles</i>	133
III. RESPUESTAS DE POLÍTICA ECONÓMICA ANTE LA CRISIS POR LA COVID-19	
7. POTENCIALIDADES DE LA COORDINACIÓN ENTRE POLÍTICA MONETARIA Y FISCAL. LA EXPERIENCIA DE LATINOAMÉRICA FRENTE A LA COVID-19 <i>Leonardo Rojas Rodríguez y Santiago Castaño Salas</i>	159
8. POLÍTICA FISCAL CONTRACÍCLICA Y LOS IMPULSOS FISCALES. RETOS EN LA POSPANDEMIA. LOS CASOS DE BRASIL Y MÉXICO <i>Teresa López González y Eufemia Basilio Morales</i>	185
9. EFECTOS DE LOS CICLOS DE LIQUIDEZ INTERNACIONAL SOBRE ARGENTINA EN LA PANDEMIA <i>Ezequiel Greco Laplane</i>	207
SEMBLANZAS	231

INTRODUCCIÓN

Nadie pudo imaginar que, después de un poco más de una década de que estallara la mayúscula crisis financiera internacional en 2007-2008, la economía mundial sería sacudida por otro acontecimiento de proporciones hasta entonces desconocidas: la pandemia de un nuevo coronavirus y la diseminación desenfrenada de la enfermedad por coronavirus 19 (covid-19, por sus siglas en inglés). Si el año 2020 estuvo marcado por medidas de cuarentena, confinamiento y distanciamiento social, el 2021 trajo los mismos elementos en el primer semestre, pero sumados a una importante ráfaga de esperanza activada por la vacunación en el segundo semestre del año. Sin embargo, no es un punto menor reconocer que, incluso cuando se trata de la logística de disponibilidad de vacunas, el mundo se organiza de manera jerárquica y la distribución de poder entre países tiene una marcada asimetría.

Así, no causa mucha sorpresa que los países centrales acapararan gran parte de las dosis ofertadas e inmunizaran de forma acelerada a su población y emprendieran una ruta de reactivación económica más despejada, en comparación con aquella que aguarda a las naciones periféricas. Además, incluso al considerar la dinámica entre países periféricos, la distribución revela asimetrías patentes entre naciones de la misma región.

Con el ánimo de profundizar en el análisis de esos temas, y en el marco de las actividades del Proyecto de Investigación e Innovación Tecnológica: “Finanzas transfiguradas e implicaciones para el desarrollo: metamorfosis de los actores financieros

en economías emergentes” (Programa de Apoyo a Proyectos de Investigación e Innovación Tecnológica [PAPIIT] IN302020) de la Dirección General de Asuntos del Personal Académico de la Universidad Nacional Autónoma de México (DGAPA-UNAM), hemos organizado diversas reuniones de trabajo para consolidar este proyecto editorial. Además, quisiéramos agradecer a Daniela Bernal y a Arturo Hernández Mejía por todo el apoyo.

El presente proyecto editorial tiene por objetivo reunir muchas miradas de los investigadores latinoamericanos que comparten una inclinación crítica a las teorías económicas convencionales en su interpretación de los procesos económico-sociales sobre los desdoblamientos que los efectos de la pandemia van generando tanto en la reflexión económica como en la economía de la región. Así, los capítulos del libro están organizados en tres grandes partes. En la primera de ellas, con una naturaleza mucho más conceptual, se reúnen los trabajos cuyo objetivo es repensar los elementos teóricos fundamentales para el análisis de las tareas pendientes del desarrollo latinoamericano en un entorno de reconstrucción pospandémica. En la segunda parte, se reúnen los capítulos que se dedican a evaluar experiencias concretas del presente histórico de algunos países latinoamericanos, con énfasis en la reorganización financiera tras la pandemia. En la tercera y última parte del libro, se repasan las respuestas de política económica tras la pandemia en la región.

La primera parte de este material inicia con el capítulo “Dependencia, finanzas y desarrollo: ecos del pasado que resuenan en el presente”, en el cual los autores Manuel Felipe Martínez Mantilla y José Daniel Saade Figueroa buscan contribuir de manera teórica al análisis sobre los desafíos del desarrollo latinoamericano en un ámbito pospandémico, con base en un marco conceptual que rescata los elementos centrales de las escuelas de pensamiento económico-estructuralista y de las teorías de la dependencia, adicionando los principales aportes de la literatura de la financiarización subordinada.

A partir del análisis de la dinámica centro-periferia del capitalismo contemporáneo, dentro de un sistema monetario internacional jerarquizado, se argumenta que la crisis financiera global y la “coronacrisis” reproducen problemas estructurales asociados con: i) la restricción y la vulnerabilidad externa; ii) la inestabilidad financiera y las trabas al financiamiento del desarrollo; iii) la heterogeneidad productiva y la especialización regresiva; y iv) la desigualdad y la superexplotación del trabajo. En conjunto, estos problemas estructurales imponen mayores limitaciones y restricciones al desarrollo económico latinoamericano y polarizan las divergencias entre países centrales y periféricos, reforzando sus relaciones de dominación asimétricas.

En el capítulo 2, “División internacional de las finanzas: funcionalidad y dependencia de la periferia del sistema”, Édivo de Almeida Oliveira y Bruno De Conti encuentran que muchos de los análisis sobre la economía internacional tienen como elemento fundante la constatación de que el mundo se organiza a partir de una división internacional del trabajo (DIT). Este concepto sigue siendo válido e importante, pero los cambios verificados en la dinámica del sistema capitalista exigen atención especial sobre otra dimensión de la configuración asimétrica de la economía global: la dimensión monetario-financiera. Así, en analogía con la DIT, este capítulo tiene como objetivo discutir el concepto de división internacional de las finanzas (DIF) que, en última instancia, alude a la relación de funcionalidad y dependencia por medio de la cual las finanzas de las economías periféricas se articulan de forma estructural con las finanzas y la lógica de acumulación predominante en las economías centrales. Con ese propósito, el capítulo analiza las propiedades estructurales distintivas de las economías periféricas en relación con las centrales, los términos que median la condición periférica en la dimensión monetaria-financiera y sus implicaciones más estructurantes y generales para las economías periféricas. Los abordajes

privilegiados serán la teoría estructuralista y los debates relativos a la jerarquía monetaria.

El objetivo del tercer capítulo, “América Latina: entre el cambio estructural regresivo y la pandemia”, escrito por Diego Guevara y Emilia Ormaechea, es analizar cómo el advenimiento de la pandemia puso en discusión diversos problemas socioeconómicos que se vinculan con las características de las estructuras productivas latinoamericanas, como la desindustrialización, la falta de empleo, la gran dependencia de las materias primas y la restricción externa. Estos problemas, que estudiaron en gran medida los autores de la tradición estructuralista latinoamericana, se han vuelto ahora más complejos ante la condicionada dependencia del financiamiento internacional que puede entenderse en el marco de lo que se ha denominado recientemente como “financiarización subordinada”. En este capítulo se analizan algunos de estos problemas a la luz de la literatura estructuralista, con el fin de dilucidar el carácter histórico y no resuelto de los problemas socioeconómicos asociados con las estructuras productivas periféricas de la región. Además de ello, se reflexiona acerca de los desafíos que persisten para transformar las estructuras productivas en un sentido más inclusivo después de la pandemia, en un contexto de economías periféricas financiarizadas. En este sentido, algunas contribuciones de la tradición estructuralista pueden rescatarse en momentos cuando la región urge de propuestas alternativas, con revalorización de los elementos teóricos y conceptuales que supieron generarse y discutirse en este cono sur del planeta.

La segunda parte del libro contiene reflexiones que versan sobre la reorganización financiera tras la pandemia. Así, el capítulo 4, de Armando Negrete, lleva por nombre “Financiarización dependiente de América Latina: una mirada desde la crisis de la covid-19”, el cual pretende exponer que el curso de la pandemia por la covid-19, además de representar por sí mismo una grave crisis sanitaria global, puso al descubierto

los profundos límites estructurales de la economía mundial y ha mostrado las vulnerabilidades máximas del actual modelo de acumulación. Mostró las profundas asimetrías entre los países desarrollados y aquellos con niveles bajos de desarrollo. La crisis económica de la covid-19 detonó problemas estructurales y expuso las contradicciones que estaban ya presentes en la estructura económica mundial. El presente texto pretende revisar algunos de los principales efectos económicos que activó la pandemia; mostrar la asimetría en las capacidades de respuesta; y analizar las consecuencias que ha tenido el proceso de globalización y financiarización en las economías menos desarrolladas. En su exposición, se busca reconocer los elementos particulares del proceso de financiarización en las economías dependientes, en contraste con las economías centrales; identificar su vínculo con la lógica financiera dominante; y mostrar algunas de las principales consecuencias económicas que este fenómeno ha provocado a la luz de las nuevas transformaciones desencadenadas por la covid-19.

En el capítulo 5, “La banca de desarrollo de América Latina ante la crisis pandémica”, Marcos V. Chiliatto y Daniela M. Prates señalan que, después de más de un año del brote pandémico de la covid-19, con sus efectos inmediatos y sincronizados en la oferta, demanda y dinámica de los flujos de capital, con consecuencias sociales profundas, ya hay tiempo suficiente para un primer análisis de cómo la banca multilateral de desarrollo ha reaccionado a esa crisis. En particular en el caso de América Latina y el Caribe, una de las regiones que más han sufrido con la pandemia. En una parte inicial, el capítulo presenta los principales bancos multilaterales de desarrollo, internacionales y regionales, que actúan en América Latina y el Caribe: el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), el Banco Mundial mediante el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF), el Banco de Desarrollo de América Latina, el Banco

Centroamericano de Integración Económica (BCIE), el Fondo Financiero para el Desarrollo de la Cuenca del Plata (Fonplata) y el Banco de Desarrollo del Caribe (BDC). En perspectiva histórica, se analizan los aspectos principales relacionados con la creación de esos bancos, sus especificidades en sus gobernanzas (el poder de voto de la región en cada uno de ellos), los principales indicadores financieros y un resumen del estado sectorial de sus préstamos y carteras. La segunda parte del capítulo contiene la comparación tentativa entre la crisis pandémica y la crisis financiera internacional, sus efectos en la dinámica del crecimiento económico y de los flujos de capitales. A partir de la dimensión de las dos crisis y especificidades de los choques que recibió la región en esos eventos, se analizan las respuestas de la banca multilateral de desarrollo. Como conclusiones preliminares, las recomendaciones y las lecciones, mientras el mundo todavía está en la crisis pandémica, apuntan a los mecanismos para aumentar aprobaciones y desembolsos, del universo multilateral, en paralelo a procesos de incremento de capital de las instituciones.

En el capítulo 6, “Ellos ganan en México: fondos de pensión y beneficios financieros durante la pandemia”, Lizeth Alanis y Monika Meireles encuentran que desde la consolidación del modelo de privatización de las pensiones en América Latina, el sector financiero detenta gran parte del poder de decisión sobre la gestión de la cartera de activos, cuyo desempeño será la base del pago de las jubilaciones futuras y sus principales actores, como inversionistas institucionales, continuarán siendo los grandes beneficiados de las ganancias obtenidas en los mercados de capitales. En el contexto pandémico actual, también hemos visto que los rendimientos obtenidos por los fondos de pensión —las Administradoras de Fondos para el Retiro (Afores), en el caso de México—, a diferencia de otras entidades financieras, han presentado una tendencia positiva, pese a la crisis económica fruto de la extendida crisis sanitaria que vivimos. Sin embargo, eso no significa que las plusvalías

logradas por los fondos de inversión y los fondos de pensión en la reciente burbuja accionaria de las bolsas del mundo se reflejarán en los ahorros de los trabajadores. Así, este capítulo busca analizar cómo y por qué, en plena emergencia sanitaria fruto del nuevo coronavirus, se vive un auge de los mercados de títulos, destacando que el buen desempeño de la cartera de los fondos no significa, necesariamente, que se esté engordando la masa de recursos que en el futuro se usarán para el pago de los jubilados latinoamericanos. En definitiva, buscamos explorar la siguiente paradoja: el aumento del valor presente de la cartera de los fondos de pensión —por el *boom* del valor de las acciones— se da con la simultánea mayor fragilidad en asegurarse que el montante de recursos necesarios para garantizar que la clase trabajadora reciba el pago diferido de la masa de jubilaciones y siga creciendo de manera sostenible —dada la incertidumbre radical sobre el tiempo y en qué condiciones se dará la recuperación de la actividad económica en el contexto pospandémico.

La tercera y última parte de este libro contiene un repaso sobre las respuestas de política económica tras la pandemia, por lo que el capítulo 7, “Potencialidades de la coordinación entre política monetaria y fiscal. La experiencia de Latinoamérica frente a la covid-19”, de Leonardo Rojas Rodríguez y Santiago Castaño Salas, parte de la idea de que los episodios de crisis son escenarios donde las vulnerabilidades se convierten en grandes puertas de acceso a problemas más cruciales. Así, se pretende evidenciar de manera formal la necesidad de coordinar las herramientas de política económica con un objetivo común: la estabilización de precios y la suavización del crecimiento económico en economías periféricas. En este orden de ideas, la covid-19, así como la caída de los precios de las materias primas en 2014 y, en menor medida, la Gran crisis financiera del 2008 han mostrado que sin coordinación entre los instrumentos de política económica, lo que se obtiene son acciones neutralizantes respecto de la demanda

agregada. De ahí la necesidad de replantear estrategias de coordinación y, por consiguiente, objetivos de política.

En el capítulo 8, de Teresa López González y Eufemia Basilio Morales, “La política fiscal contracíclica y los impulsos fiscales. Retos en la pospandemia. Los casos de Brasil y México”, se propone una perspectiva heterodoxa. Las autoras analizan los efectos de la política fiscal a lo largo del ciclo económico para los casos de Brasil (1980-2020) y México (1941-2020), mediante el método econométrico de impulsos fiscales. Por otro lado, a partir de los resultados obtenidos, se identifican algunos lineamientos de política macroeconómica, en general, y en particular para la política fiscal, que deberán constituirse en los principales ejes en la pospandemia para la recuperación de la actividad económica y el crecimiento estable y sostenido en los países analizados. Los primeros resultados empíricos muestran que en ambas naciones los impulsos fiscales positivos disminuyen en magnitud y su tendencia es inestable a partir de la década de 1990, como resultado de las reformas estructurales que se realizaron en estas economías y de la adopción de la estabilidad monetaria como objetivo prioritario de la política económica. Ello no solo condicionó la respuesta de sus gobiernos ante la irrupción de la pandemia, dada la vulnerabilidad de sus economías a los choques externos de demanda y financieros, y la fragilidad de las finanzas públicas, sino también, *ceteris paribus*, determinó el ritmo, la sostenibilidad y los tiempos de la recuperación económica en la pospandemia.

El capítulo 9, de Ezequiel Greco Laplane, se titula “Efectos de los ciclos de liquidez internacional sobre Argentina en la pandemia” y su objetivo es evaluar el resultado del sector externo de Argentina en 2020-2021, con énfasis en la dinámica de los flujos financieros, a la luz del ciclo de liquidez internacional. Para entender este periodo y, en particular, la autonomía de política económica del país, es necesario extender el análisis a los años previos, una vez que las consecuencias

de implementación de políticas liberales que desconsideraron el carácter periférico de la moneda doméstica y la falta de soberanía monetaria plena tuvieron consecuencias que perduran hasta el día de hoy. La hipótesis subyacente es que estas consecuencias —desacople entre las finanzas domésticas y el ciclo internacional—, si bien traumáticas, evitaron una crisis mayor durante los primeros meses de la pandemia.

Los capítulos se complementan, pero pueden leerse igualmente de manera independiente. A pesar de algunas diferencias en los criterios —expresadas por ejemplo en los distintos conceptos utilizados para definir la financiarización—, los autores comparten una perspectiva común sobre el capitalismo y los trazos generales de las economías de América Latina, con base de manera importante —aunque no exclusiva— en la perspectiva estructuralista. La conclusión general de los estudios es que la crisis pandémica no genera cambios importantes en las economías latinoamericanas y en su relación con la economía global, pero profundiza algunos de sus aspectos estructurales, como las desigualdades y la dependencia. Así, entonces, se trata de un momento propicio para la ampliación y profundización de los estudios críticos sobre la región, con énfasis en los obstáculos a su desarrollo socioeconómico, que parecen cada vez mayores. Esperamos que disfruten del libro.

I. REPENSAR EL DESARROLLO Y LA DEPENDENCIA FINANCIERA:
REFLEXIONES TEÓRICAS

1. DEPENDENCIA, FINANZAS Y DESARROLLO: ECOS DEL PASADO QUE RESUENAN EN EL PRESENTE

Manuel Felipe Martínez Mantilla
José Daniel Saade Figueroa

INTRODUCCIÓN

El periodo comprendido entre los años 2007 y 2021 puede considerarse como uno de los más complejos y turbulentos de la historia del capitalismo contemporáneo por la cantidad e intensidad de los acontecimientos ocurridos a escala global con efectos estructurales aún en desarrollo. La crisis financiera global (CFG) fue sucedida por diferentes episodios de tensión financiera y choques externos [Unctad, 2019] que establecieron un escenario de profunda inestabilidad económica, inequidad social y emergencia ambiental [Bárcena y Cimoli, 2021] que quedaron en evidencia y fueron profundizados con la “coronacrisis”.

La consolidación del patrón de acumulación basado en las finanzas, conocido como “financiarización” [Braga, *et al.*, 2017], que se dio en un contexto de globalización de bienes, servicios y flujos financieros desregulados desde la quiebra de Bretton Woods, se encuentra en el núcleo de los motivos que han acrecentado la naturaleza inestable del sistema capitalista, el cual es propenso a crisis económicas recurrentes. Diversas explicaciones sobre las causas de la CFG se han estudiado desde escuelas económicas heterodoxas, como las poskeyensianas, las cuales destacan las fallas reguladoras,

una política macroeconómica ineficiente en términos de empleo y distribución de la riqueza y el ingreso [Palley, 2012], la fragilidad financiera inherente de estructuras financieras especulativas [Minsky, 1986]. Desde la perspectiva marxista, se destaca que las crisis revelan el carácter estructural de la superproducción capitalista [Bellamy-Foster y Magdoff, 2009], en especial por la hipertrofia de la esfera financiera en la creación de capital ficticio [Ivanova, 2018; Jessop, 2015] como característica de la financiarización del capitalismo contemporáneo [Lapavistas, 2009] y del neoliberalismo [Dumenil y Levy, 2012].

Las políticas monetarias no convencionales (PMNC), como el *Quantitative Easing* (QE), aplicadas por la Reserva Federal y otros bancos centrales de los países desarrollados para contener la CFG, tienen como objetivo aumentar los precios de los activos financieros y reducir la tasa de interés a largo plazo. Estas políticas no lograron los resultados esperados en términos de crecimiento, inversión productiva, generación de empleo y redistribución del ingreso y, por el contrario, han contribuido a una mayor inestabilidad financiera [Ivanova 2018; Pérez-Caldendey, 2018].

En 2013, varios países periféricos comenzaron a mostrar signos de tensión financiera en términos de volatilidad del tipo de cambio y de los flujos financieros, los cuales se intensificaron con la normalización de la política monetaria en Estados Unidos (conocidos como *Taper Tantrum*). La súbita caída de los precios internacionales de las *commodities* (materias primas) en 2014, las crecientes tensiones comerciales, tecnológicas y geopolíticas entre Estados Unidos y China a partir de 2015, entre otros factores, contribuyeron a ampliar la inestabilidad financiera y la vulnerabilidad externa [Unctad, 2019]. En 2019, las curvas de rendimiento de los títulos americanos de corto y largo plazo se invirtieron, lo que se considera como un indicador que antecede a las crisis financieras. A finales del mismo año, China avisó a la Organización Mundial

de la Salud (OMS) sobre el contagio masivo con covid-19 y, entre febrero y marzo del 2020, el virus ya se encontraba expandido por casi todas las regiones del mundo, con nefastos efectos económicos y sociales, pero particularmente intensos en el Sur Global.

América Latina no estuvo exenta de los efectos de los episodios sucedidos entre 2007 y 2021. Si bien el impacto de la CFG en la región fue menos intenso y prolongado que en los países del Atlántico Norte [Ocampo, 2020], la caída del producto interno bruto (PIB) de 1.8 % en el 2009 (causada por contracciones intensas en los flujos de capital y de comercio internacional) tuvo repercusiones notables sobre todo en México, Venezuela y países de Centroamérica. La mayoría de las naciones latinoamericanas se encontraba en evidente recuperación en 2010, basada en la abundante liquidez internacional apalancada por las PMNC, la recuperación de los precios de las *commodities*, la creciente demanda de China y, en algunos casos, la aplicación de políticas fiscales anticíclicas. Los gobiernos, las empresas y los bancos de la región aumentaron de modo considerable su endeudamiento en dólares tanto en mercados de títulos locales como extranjeros, por lo que asumieron posiciones patrimoniales más riesgosas y ampliaron su vulnerabilidad externa [Pérez-Caldentey, Favreau y Méndez, 2019].

El ritmo de crecimiento se redujo de forma paulatina desde 2011. En 2013-2014, con el fin del superciclo de las *commodities*, el *Taper Tantrum* de la FED, la intensa salida de capitales de China y la reducción de su demanda, se iniciaría un lustro (2014-2019) de menor crecimiento (un exiguo 0.4 %) de la región en las últimas décadas [Ocampo, 2020; Unctad, 2019]. Los fenómenos que marcaron los antecedentes de la crisis pandémica en América Latina fueron: fuga de capitales, desvalorización de los tipos de cambio, aumentos de las tasas de interés domésticas y del rendimiento de los títulos públicos, reducción de los flujos comerciales, aplicación de políticas de

austeridad fiscal y flexibilización laboral, crisis políticas y estallidos sociales. Los efectos notables de la pandemia pueden generar una nueva década perdida en 2015-2024 [Bárcena y Cimoli, 2021; Abeles, Pérez y Porcile, 2020] en cuanto a salud pública, contracción económica y crisis social por el retroceso de una década en indicadores como pobreza, desigualdad y emergencia ambiental.

Este capítulo tiene como propósito analizar los problemas estructurales de las economías latinoamericanas evidenciados durante el periodo 2007-2021 y asociados con las relaciones asimétricas centro-periferia y la integración financiera subordinada. En ese sentido, el capítulo pretende rescatar los elementos centrales de las escuelas de pensamiento económico estructuralista y de las teorías de la dependencia, adicionando los principales aportes de la literatura de financiarización subordinada para contribuir de forma teórica al debate sobre los desafíos del desarrollo latinoamericano en un escenario pospandémico. De esta manera, el capítulo se divide en cuatro apartados: el primero, esta introducción; el segundo, donde se resumen los principales aportes teóricos de las escuelas mencionadas; el tercero en el que se analizan los problemas estructurales del desarrollo latinoamericano reflejados durante el periodo estudiado; y, el último, donde se presentan algunas consideraciones finales.

ELEMENTOS ANALÍTICOS DE ESCUELAS LATINOAMERICANAS Y FINANCIARIZACIÓN SUBORDINADA

Las escuelas económicas latinoamericanas como el estructuralismo y las teorías de la dependencia siguen siendo relevantes para comprender los desafíos del desarrollo contemporáneo [Osorio, 2017; Meireles y Martínez, 2011; Fischer, 2015; Kvangraven, 2021]. Su vigencia histórica reside en su riqueza teórica para interpretar las asimetrías y limitaciones derivadas

de la estructura centro-periferia que determinan relaciones económicas y culturales de integración subordinada en las esferas tecnológica, productiva y financiera. Estas relaciones dinámicas y cambiantes siguen correspondiendo al principal problema del desarrollo latinoamericano, lo que hace pertinente este marco de análisis.

La escuela estructuralista latinoamericana surgió como una teoría crítica a las concepciones tradicionales del desarrollo y del comercio internacional. Bajo el liderazgo de Prebisch, la Comisión Económica para América Latina (Cepal) fue la institución que consolidó un criterio del desarrollo de análisis basado en las relaciones centro-periferia [Osorio, 2017]. El patrón de propagación tecnológico, argumentó Prebisch [1950], favoreció a los países centrales mientras estableció una dependencia tecnológica en la periferia, dadas unas diferencias en las estructuras productivas históricamente construidas a partir de procesos internos y de la forma en que se insertan en el plano internacional.

Con esta base, Prebisch identificó unas restricciones estructurales que enfrentan las economías periféricas en sus trayectorias de crecimiento, entre las cuales destacan: i) el deterioro de los términos de intercambio como consecuencia de las divergencias en la productividad laboral y salarios con respecto a las economías centrales [Fischer, 2015]; ii) la restricción externa, relacionada con la incapacidad de mantener tasas de crecimiento ante sucesivos desequilibrios de la balanza de pagos por la escasez de divisas, dada una elasticidad de las exportaciones menor que la elasticidad de las importaciones [Bárcena y Cimoli, 2021; Rodríguez, 2006]; y iii) el ajuste macroeconómico asimétrico generado por el papel desestabilizador de las fluctuaciones en las entradas de flujos financieros de corto plazo en las fases de auge y contracción del ciclo económico condicionado por los países centrales [Lampa, 2021]. La estrategia de Industrialización por Sustitución de Importaciones (ISI) fue el legado de política

pública de Prebisch, dado que consideraba que al endogenizar el desarrollo tecnológico, la periferia conseguiría superar tales restricciones.

A mediados de la década de 1950, surgieron las primeras críticas a la estrategia de ISI representadas por Furtado, Sunkel y M. C. Tavares. Su contribución crítica fue estimulada por los problemas crónicos de balanza de pagos que enfrentaban países latinoamericanos en el proceso de industrialización tardía y dependiente, la cual estuvo financiada en gran parte por inversión extranjera directa (IED) que permitió un creciente dominio de empresas transnacionales (Etn) en sectores exportadores clave, impidiendo consolidar un proceso de desarrollo autónomo [Fischer, 2015]. Al contrario, la expansión de las Etn profundizó dos desequilibrios estructurales: por un lado, generó una mayor polarización y marginación de sectores económicos y sociales informales de baja productividad y, por el otro, incentivó mayores salidas de riqueza en las cuentas de capital, lo que exacerbó las restricciones cambiarias y la apropiación del excedente económico por parte de países centrales [Furtado, 1974]. Estas características del subdesarrollo latinoamericano evidencian patrones mimetizados de consumo heterogéneos entre las élites locales y el resto de la sociedad marginada, lo cual constituye una manifestación del subdesarrollo [Furtado, 1961].

En las décadas de 1960 y 1970 surgieron teorías de la dependencia basadas en una perspectiva histórica orientada a comprender la dialéctica entre factores internos y externos y las relaciones de subordinación que condicionaron el desarrollo de países latinoamericanos. Las teorías de la dependencia se pueden clasificar en tres categorías: criterio estructuralista (Furtado, Sunkel, entre otros), criterio reformista (F. H. Cardoso, Faletto y otros) y teoría marxista (Marini, Bamberger, Frank, entre otros) en las que se estudian los condicionantes coloniales, estructurales e históricos del desarrollo latino-

americano. Para Marini [1973], por ejemplo, estos condicionantes se dan dentro de un sistema mundial dominado por poderes imperiales en disputa intercapitalista, en que la competitividad de las naciones desarrolladas ocurre precisamente por la subordinación de la colonia. Esta relación de intercambio desigual permite la expropiación de la plusvalía o transferencia de valor en la periferia, por medio de la superexplotación, para mantener altas tasas de lucro en el centro, lo cual amplía la polarización y desigualdad entre países.

Con la quiebra del acuerdo de Bretton Woods en 1971 y el choque de interés de Volker de 1979, el Sistema Monetario Internacional (SMI) se transforma en uno caracterizado por un dólar fiduciario, financiero y flexible [por ejemplo, Prates, 2002], ejerciendo la función de dinero mundial en una economía financiarizada y globalizada [De Brunhoff y Foley, 2006], lo cual permite reforzar la hegemonía de Estados Unidos. A partir de estas transformaciones, el capital financiero adquiere un poder predominante en mercados de capitales desregulados, tasas de cambio flexibles y quiebra del “contrato social” entre el crecimiento de la productividad y los salarios de los trabajadores.

De esta manera, la globalización reforzó relaciones de subordinación entre los países centrales y periféricos al ampliar las asimetrías en la esfera financiera dentro de una División Internacional de las Finanzas.¹

El crecimiento sin precedentes de los flujos de capital y la apertura de las cuentas de capitales en mercados financieros liberalizados, con la participación más activa de inversores institucionales en mercados de títulos públicos y privados, configuraron un proceso de financiarización que, a diferencia de los países centrales, se da de manera subordinada [Bonizzi,

¹ Ver el capítulo 2 de este libro: “División internacional de las finanzas: funcionalidad y dependencia de la periferia del sistema”, de Édvo de Almeida Oliveira y Bruno De Conti.

Kaltenbrunner y Powell, 2020] dentro de una división internacional de las finanzas [Lima, 2013]. La financiarización subordinada se caracteriza por la ampliación de reservas de activos-pasivos externos y la transferencia de riqueza financiera [Akyüz, 2021], una dinámica altamente volátil de los tipos de cambio y altas tasas de interés domésticas [Kaltenbrunner y Paineira, 2018], mayor participación de fondos privados de pensiones en los mercados de deuda [Bonizzi y Guevara, 2019; Saade, 2020], entre otras características.

PROBLEMAS ESTRUCTURALES DEL DESARROLLO LATINOAMERICANO REPRODUCIDOS EN LAS CRISIS DEL SIGLO XXI

En este apartado se busca analizar los problemas estructurales del desarrollo latinoamericano reproducidos entre la CFG y la “coronacrisis” que imponen mayores limitaciones y restricciones al desarrollo económico latinoamericano, que polarizan las divergencias entre países centrales y periféricos, reforzando sus relaciones de dominación.

Restricción externa y deterioro de los términos de intercambio

La escuela estructuralista contribuyó al estudio del desarrollo económico con el análisis del problema de la restricción externa como principal limitante al crecimiento económico latinoamericano y del proceso de industrialización. En términos simples, la balanza de pagos impone una restricción porque el crecimiento demanda más divisas de las que puede obtener, lo cual genera desequilibrios externos. Este proceso está condicionado por la estructura productiva dependiente de bienes primarios y el tipo de inserción en el comercio internacional de los países periféricos.

La tendencia secular al deterioro de los términos de intercambio entre los precios de los productos primarios de exportación y los precios de los bienes y servicios industriales de importación se ha considerado un elemento clave de la restricción externa. Una estructura productiva especializada en productos primarios y un comportamiento altamente volátil en los ciclos de sus precios, que crecen poco en el auge y caen de manera súbita en la contracción, conducen a los países periféricos a un desequilibrio estructural en la balanza de pagos. Según Bértola y Ocampo [2021], los precios reales de los productos básicos han presentado una tendencia de largo plazo al decremento. Una fuerte recuperación se dio con el superciclo de las *commodities* al comienzo del siglo XXI, pero terminó en 2014. Dicha tendencia al deterioro se reforzó entre 2017 y 2019 y, durante la pandemia, los precios de los productos primarios se desplomaron -10.9 % [Bárcena y Cimoli, 2021]. Este comportamiento sigue reproduciendo un patrón de especialización productiva en bienes cuya volatilidad sigue siendo mayor que otros productos importados de alto contenido tecnológico, lo cual impone dificultades estructurales al desarrollo latinoamericano.

El segundo planteamiento central de la restricción externa se relaciona con las elasticidades de la demanda de exportaciones e importaciones [Prebisch, 1962], elemento fundamental en la formalización de la ley de Thirwall. Estas elasticidades reflejan el patrón de especialización productiva de América Latina, que se orienta a bienes cuyas exportaciones tienen una menor elasticidad que la de sus importaciones; esto impone presiones al endeudamiento externo debido a la escasez estructural de divisas y, por tanto, genera restricciones al crecimiento de largo plazo. El coeficiente de dichas elasticidades determina el crecimiento del país periférico en comparación con las naciones centrales. Si el coeficiente es menor a 1, la divergencia entre el país periférico y el país central

aumentará, dada una mayor restricción externa [Bárcena y Cimoli, 2021].

En efecto, América Latina ha mostrado un fuerte deterioro en la cuenta corriente, que pasó de 1.5 % promedio en el periodo 2004-2008 a -2.1 % promedio entre 2014 y 2019, y en su crecimiento económico, que disminuyó (sin Venezuela) de 4.8 % promedio de 2004-2008 a 2.2 % promedio entre 2014 y 2019 [Abeles *et al.*, 2020: 162]. Esta situación es consistente con un deterioro en el coeficiente de las elasticidades en 8 de 13 países de la región analizados por Abeles, Pérez y Porcile [2020]. Se destaca el deterioro en el coeficiente de las elasticidades entre los periodos 2000-2008 y 2010-2018 en Argentina (0.6-0), Brasil (1.8-0.2), Chile (0.4-0.2) y Colombia (0.8-0.6).

Inestabilidad financiera y trabas al financiamiento del desarrollo

Las transformaciones del capitalismo contemporáneo en la globalización económica significaron mudanzas importantes en la integración financiera de los países periféricos, dentro de un proceso denominado “financiarización subordinada” [Bonizzi, Kaltenbrunner y Powell, 2020]. Dicha integración se caracteriza por una mayor volatilidad del tipo de cambio y de las tasas de interés, por cuenta de bruscos movimientos en las fases de auge y contracción de los ciclos internacionales de capital, dentro de un SMI jerarquizado [De Conti, Prates y Plihon, 2014]. La dinámica de los flujos financieros y sus efectos macroeconómicos refuerzan la posición de dependencia en las esferas productivas y tecnológicas de las economías periféricas [Bortz y Kaltenbrunner, 2018].

Los ciclos internacionales de capital se intensificaron luego de la CFG por la aplicación de las PMNC, en la que se destaca el QE. Esta herramienta se utilizó para ampliar la liquidez en la economía americana y en los sistemas financieros mundiales

por medio de la compra masiva de títulos públicos y privados, pero “escasamente logró los efectos en la economía real y más bien contribuyó a inducir profundos cambios en el sistema financiero mundial, con posibles efectos negativos para la estabilidad financiera” [Pérez-Caldentey, 2018]. De esta manera, el QE alteró los precios y el rendimiento de activos financieros en los mercados domésticos de Estados Unidos como fuera de ellos, generando incluso la inflación de nuevas burbujas financieras y el aumento en la especulación con títulos en mercados periféricos [Ivanova, 2018].

En efecto, Fernandez, Bortz y Zeolla [2018], al analizar los efectos del QE en economías periféricas, destacan que esta política aumentó de modo considerable el acumulado (*stock*) de deuda en dólar, especialmente en el mercado de bonos del sector corporativo no financiero y, en menor medida, en el mercado de títulos soberanos. Este resultado es congruente con los hallazgos de Pérez-Caldentey, Favreau y Méndez [2019] sobre el creciente endeudamiento de estas empresas latinoamericanas, las cuales han aumentado su inestabilidad financiera y exposición al contagio ante choques externos y movimientos de la tasa de cambio, lo que ha contribuido a una menor inversión productiva. La Cepal [2020] destaca que, en el periodo posterior a la CFG, aumentó la vulnerabilidad financiera en las economías de la región como consecuencia de un incremento en el descalce de monedas en las empresas más endeudadas en dólares.

Asimismo, la integración financiera subordinada impone mayores restricciones al financiamiento del desarrollo al reducir el espacio de política económica de los países latinoamericanos, que se caracterizan por una apertura alta de la cuenta de capitales. Las desvalorizaciones cambiarias aumentan el rendimiento de los títulos públicos de largo plazo, con aumento de los costos del servicio y el peso de la deuda, lo cual incrementa el riesgo crediticio y las presiones inflacionarias [Cepal, 2020]. Es decir, el dólar es un factor de riesgo

específico para las naciones periféricas, ya que una depreciación afecta el crecimiento mediante canales financieros, dada la alta dependencia del capital externo que conduce a una mayor vulnerabilidad a los choques financieros globales, lo cual genera aumentos notables en los diferenciales de sus bonos en moneda local [Hofmann Shim y Shin, 2021], limitando así la capacidad de endeudamiento y respuesta de la política económica a la crisis.

Estas situaciones se han agravado con la pandemia, ya que una histórica fuga de capitales [Hördahl y Shim, 2020] generó una intensa depreciación de las monedas latinoamericanas (entre enero de 2020 y febrero de 2021, el real brasileño se desvalorizó 30 %; el peso mexicano, 10 % y, el peso colombiano, 6 %), lo que aumentó la demanda de divisas. Los principales factores de incertidumbre y fuentes de vulnerabilidad para las economías periféricas en la era pospandémica son el aumento de los riesgos crediticios por el gran endeudamiento y por presiones inflacionarias, la aplicación de políticas de austeridad fiscal que atentan contra la recuperación económica y las amenazas de un endurecimiento en la política monetaria de Estados Unidos, conocido como *Covid Tantrum*.

Heterogeneidad productiva y especialización regresiva

La heterogeneidad estructural y el bajo grado de diversificación productiva en América Latina, analizado a profundidad por Pinto [1979], continúa siendo un problema medular en el siglo XXI, quedando en evidencia de manera intempestiva en las crisis de 2007 y 2020.

Las economías latinoamericanas, en especial las sudamericanas, se caracterizan por una estructura productiva heterogénea y de baja productividad especializada en sectores

primarios-exportadores² [Abeles, Pérez y Porcile, 2020]. Un intenso proceso de desindustrialización prematura [Rodrik, 2016] en la región se ha dado desde la década de 1990, asociado con muchos factores, como la apertura comercial [Hoyos, 2017], la volatilidad de la tasa de cambio y la tasa de interés que influyen en las decisiones de inversión productiva, el desempeño del crecimiento económico y el nivel de empleo [Palludeto y Abouchedid, 2016]. Además, como resalta Franz [2021], la crisis pandémica ha expuesto de manera cruda las vulnerabilidades de los países productores de materias primas de América Latina y está exacerbando su posición subordinada en el capitalismo global.

En la literatura reciente se han destacado los efectos de los flujos financieros en la estructura productiva. Botta, Yajima y Porcile [2021], a partir de lo que se denomina “enfermedad holandesa financiera”, evidencian que los flujos de capital de corto plazo presentan efectos negativos en el desarrollo productivo de las economías periféricas y exacerbando la brecha productiva, causando la reducción de la competitividad productiva en periodos de revaluación del tipo de cambio y auge en los ciclos de capital. En los periodos de contracción de los flujos financieros y devaluación, los sectores productivos presentan mayores riesgos financieros de balance.

En la misma línea, Pérez-Caldentey y Vernengo [2021] resaltan que la financiarización prematura está conectada de forma simbiótica con el proceso de desindustrialización prematura en América Latina. Ese proceso está asociado con una estrategia de desarrollo que ha enfatizado una estructura productiva basada en la reprimarización y maquilización de las exportaciones. Además, encuentran efectos negativos de la financiarización prematura para la inversión, el crecimiento y la estabilidad financiera.

² Ver en este libro el capítulo 3: “América Latina: entre el cambio estructural regresivo y la pandemia”, de Diego Guevara y Emilia Ormaechea.

La asociación simbiótica entre financiarización y desindustrialización en América Latina puede entenderse desde un marco teórico basado en las teorías de la dependencia. Paulani [2021] propone el concepto “Dependencia 4.0”, es decir, la dependencia en la época de la globalización financiera y el patrón de acumulación financiarizado después de la quiebra de Bretton Woods. La Dependencia 4.0 se caracteriza por una mayor interdependencia entre los actores, concentrando la oferta y los progresos tecnológicos en grandes conglomerados financieros-productivos en mercados financieros desregulados y una estructura productiva segmentada. La nueva etapa tecnológica-productiva del capitalismo contemporáneo, llamada “Industria 4.0”, basada en el internet de las cosas, la inteligencia artificial, las redes 5G y la robótica, entre otras, consolida una transferencia de valor de naturaleza rentista, dado que se paga al propietario del capital monetario en forma de intereses, dividendos, entre otros tipos de rentas por el derecho sobre la propiedad. Este nuevo tipo de dependencia, que transforma, pero no acaba con los anteriores, impone mayores restricciones estructurales al desarrollo tecnológico y al cambio de la estructura productiva de los países periféricos latinoamericanos, los cuales tienen un acceso restringido a la tecnología de punta y un espacio de política macroeconómica más limitado, lo que acelera el proceso de desindustrialización y agrava la desigualdad y la pobreza.

Desigualdad y superexplotación del trabajo

Las desigualdades de clase, raza y género entre los países, en especial en las naciones periféricas, quedaron al descubierto de forma despiadada en la CFG y la “coronacrisis”. Estas polarizaron aún más las diferencias norte-sur global, dada la dinámica de poder desigual del capitalismo contemporáneo

en las esferas de la producción, la reproducción y las finanzas que refuerzan la posición subordinada de los países periféricos y evidencian sus vulnerabilidades, con restricción de sus procesos de desarrollo y capacidades de atender los efectos de la crisis [Stevano, Franz, Dafermos y Van Waeyenberge, 2021].

El deterioro en la distribución del ingreso había iniciado en 2014, asociado con un exiguo crecimiento económico promedio de 0.4 % en 2014-2019 y con un aumento de la pobreza extrema de 7.8 %-11.3 % y, de la pobreza, de 27.8 %-30.5 %, en el mismo periodo [Cepal, 2021]. Estimaciones realizadas por la Cepal [2021] indican que la desigualdad se incrementaría en 2020, lo cual generaría un aumento de 5.6 % en el Gini con respecto al de 2019. Por su parte, la desigualdad funcional del ingreso, medida por la participación salarial en el producto, ha acentuado la tendencia al deterioro de largo plazo desde 2016 como consecuencia de la intensa contracción de los ingresos laborales y el incremento generalizado del desempleo y la informalidad laboral. Esta situación consolida a América Latina como la región más desigual de todo el mundo; con ello se mantiene el “casillero vacío” al que Fajnzylber [1990] denominaba como la condición estructural de bajo crecimiento y gran desigualdad.

La superexplotación es una de las principales contribuciones teóricas de la teoría marxista de la dependencia. Esta consiste en la apropiación y acumulación por parte de los países centrales de la plusvalía producida en la periferia, lo que implica una transferencia de valor [Amaral y Carcanholo, 2009]. De esta manera, la superexplotación se consideraba una característica fundamental de la condición dependiente, la cual se manifiesta en la formación de un ejército industrial de reserva, informalidad y precarización laboral en los países periféricos.

La superexplotación y precarización del trabajo en el capitalismo financiarizado adquiere nuevas formas. Martínez

y Borsari [2021] analizan los efectos de la financiarización subordinada en los trabajadores de economías periféricas y destacan: mayor transferencia de riqueza de países periféricos hacia los centrales, endeudamiento más alto de los hogares, menores salarios reales por la volatilidad cambiaria, presión por reformas de austeridad fiscal y deterioro productivo con efectos negativos en la estructura ocupacional.

Según cifras de la Organización Internacional del Trabajo (oit) [2021] y la Cepal [2021], en América Latina cerca de 26 millones de personas perdieron sus puestos de trabajo durante 2020, lo cual incrementó la tasa de desempleo a 11.2 % en el primer semestre de 2021; esto significa el retroceso de una década en la creación de empleo. La tasa de desempleo de las mujeres aumentó a 12 % y, la de los jóvenes, a 24 %. La región fue la zona del planeta con mayor contracción en las horas de trabajo, con una pérdida estimada del orden de 16.2 % durante 2020, en comparación con 2019. Esta cifra casi duplica la estimada a nivel mundial de 8.8 %. En el primer trimestre de 2021, alrededor del 76 % de los trabajadores independientes y algo más de un tercio de los asalariados eran informales. Alrededor de una de cada dos ocupaciones nuevas ha sido informal.

Las crisis recientes reflejan de manera cruda que el estatus de subordinación de las economías periféricas va inexorablemente ligado a la precariedad del trabajo y a la superexplotación [Lira, 2018]. En tiempos de crisis, el capital busca recuperar la tasa de ganancia a partir de la represión salarial y política sobre el mundo del trabajo, que deriva en el debilitamiento del poder sindical, el incremento del desempleo, la implementación de regímenes y contratos laborales más flexibles dentro de programas de austeridad fiscal que contraen los ingresos laborales totales.

CONCLUSIÓN

Las crisis financiera global y la “coronacrisis” revelan problemas estructurales de las economías latinoamericanas vinculados con las relaciones asimétricas centro-periferia, al tiempo que reflejan nuevas dificultades para el desarrollo latinoamericano asociadas con la integración financiera subordinada. Las crisis dejan en evidencia viejas y nuevas trabas al desarrollo latinoamericano, al imponer mayores limitaciones a la superación de la condición de subordinación, y polarizando las divergencias entre países centrales y periféricos.

El capítulo rescata los elementos centrales de las escuelas estructuralistas y de las teorías de la dependencia, complementados con los principales aportes sobre la financiarización subordinada para analizar los problemas estructurales reproducidos en las crisis recientes. Las teorías latinoamericanas son vigentes y constituyen un marco de análisis descolonizado necesario para entender el pasado, interpretar el presente y pensar el futuro propio.

REFERENCIAS

- Abeles, M., E. Pérez Caldentey y G. Porcile [2020], “La crisis del covid-19 y los problemas estructurales de América Latina y el Caribe: responder a la urgencia con una perspectiva de largo plazo”, *Revista Cepal*, 32, diciembre (edición especial): 153-184.
- Amaral, M. S. y M. D. Carcanholo [2009], “A superexploração do trabalho em economias periféricas dependentes”, *Revista Katálisis*, 12: 216-225.
- Akyüz, Y. [2021], “External balance sheets of emerging economies: low-yielding assets, high-yielding liabilities”, *Review of Keynesian Economics*, 9(2):232-252, <doi: 10.4337/roke.2021.02.04>.

- Bárcena, A. y M. Cimoli [2021], “Structural asymmetries and the health crisis: the imperative of a transformative recovery for the advancement of sustainable development in Latin America and the Caribbean”, *Cepal Review*, 2020 (132):17-45.
- Bellamy Foster, J. y F. Magdoff [2009], *The great financial crisis: Causes and consequences*, Nueva York, Monthly Review Press.
- Bértola, L. y J. A. Ocampo [2021], *El desarrollo económico de América Latina desde la independencia*, México, Fondo de Cultura Económica.
- Bonizzi, B., A. Kaltenbrunner y J. Powell [2020], “Subordinate financialization in emerging capitalist economies”, *The Routledge International Handbook of Financialization*, Routledge: 177-187.
- Bonizzi, B. y D. Guevara [2019], “Private pension funds in emerging economies: from broken promises to financialization”, en Rochon, L.-P. y Monvoisin, V. (eds.), *Finance, growth and inequality. Post-keynesian perspectives*, Edward Elgar Publishing: 58-71.
- Bortz, P. G. y A. Kaltenbrunner [2018], “The international dimension of financialization in developing and emerging economies”, *Development and Change*, 49 (2): 375-393.
- Botta, A., G. Yajima y G. Porcile [2021], *Productive development, structural change and international capital flows: The role of macroprudential policy for transformative post-covid recovery*, Naciones Unidas, ECLAC.
- Braga, J. C., G. C. D. Oliveira, P. J. W. Wolf, A. W. A. Palludeto y S. S. D. Deos [2017], “For a political economy of financialization: theory and evidence”, *Economia e Sociedade*, (26):829-856.
- Cepal [2021], *Claves de la Cepal para el desarrollo N° 8: Panorama Social de América Latina 2020*, Cepal.
- _____ [2020], *Estudio económico de América Latina y el Caribe 2020: principales condicionantes de las políticas fiscal y*

- monetaria en la era pospandemia de covid-19*, <<https://cutt.ly/TH4XHq7>>.
- De Brunhoff, S. y D. K. Foley [2006], “12 Karl Marx’s theory of money and credit”, *A Handbook of Alternative Monetary Economics*, 188.
- De Conti, B., D. M. Prates y D. Plihon [2014], “A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos”, *Economia e Sociedade*, 23:341-372.
- Dumenil G. y D. Levy [2012], “The crisis of the early 21st century: Marxian perspectives”, en R. Bellofiore y G. Vervoto (eds.), *The Great Recession and the contradictions of contemporary capitalism*, Aldershot, Edward Elgar: 26-49.
- Fajnzylber, F. [1990], *Industrialización en América Latina: de la “caja negra” al “casillero vacío”: comparación de patrones contemporáneos de industrialización*, Cepal.
- Fernandez, R., P. Bortz y N. Zeolla [2018], *The politics of quantitative easing*, Amsterdam, SOMO.
- Fischer, A. M. [2015], “The end of peripheries? On the enduring relevance of structuralism for understanding contemporary global development”, *Development and Change*, 46(4): 700-732.
- Franz, T. [2021], “Spatial fixes and switching crises in the times of covid-19: implications for commodity-producing economies in Latin America”, *Canadian Journal of Development Studies/Revue Canadienne d’Études du Développement*, 42(1-2):109-121.
- Furtado, Celso [1974], *O Mito do desenvolvimento econômico*, São Paulo, Círculo do Livro, cap. 2.
- _____ [1961], “Desenvolvimento e subdesenvolvimento”, *Cinquenta anos de pensamento na Cepal-Rio de Janeiro*, Record / Cepal, 2000-v. 1: 239-262, <<https://cutt.ly/qJDuhPP>>.
- Hofmann, B., I. Shim y H. S. Shin [2021], “Emerging market economy exchange rates and local currency bond markets amid the covid-19 pandemic”, *SSRN 3761875*.

- Hördahl, P. e I. Shim [2020], “EME bond portfolio flows and long-term interest rates during the covid-19 pandemic (No. 18)”, *Bank for International Settlements*.
- Hoyos, M. [2017], “Trade liberalization and premature deindustrialization in Colombia”, *Economic Structures* 6: 30.
- Ivanova, M. N. [2018], “Quantitative easing: A post-mortem”, *International Journal of Political Economy*, 47(3-4):253-280.
- Jessop, B. [2015], “Hard cash, easy credit, fictitious capital: Critical reflections on money as a fetishised social relation”, *Finance and Society*, 1(1): 20-37.
- Kaltenbrunner, A. y J. P. Paineira [2018], “Subordinated financial integration and financialisation in emerging capitalist economies: The Brazilian experience”, *New Political Economy*, 23(3):290-313, <doi: 10.1080/13563467.2017.1349089>.
- Kvangraven, I. H. [2021], “Beyond the stereotype: Restating the relevance of the dependency research programme”, *Development and Change*, 52(1): 76-112.
- Lampa, R. [2021], “Capital flows to Latin America (2003-17): A critical survey from Prebischs business cycle theory”, *Review of Political Economy*, 33(1): 103-125.
- Lapavitsas, C. [2009], “Financialised capitalism: Crisis and financial expropriation”, *Research on Money and Finance*, Discussion, Paper 1.
- Lima, H. S. R. [2013], “Dependência econômica sob a hegemonia do capital financeiro. Campinas, 165f”, Tese (Doutorado em Economia) IE/Unicamp, Campinas.
- Lira, T. S. V. [2018], “Superexploração da força de trabalho, crise mundial e golpe de estado no Brasil”, *Revista de Políticas Públicas*, 22(2): 903-922.
- López, M. H. [2017], “Trade liberalization and premature deindustrialization in Colombia”, *Journal of Economic Structures*, 6(1): 1-30.
- Marini, R. M. [1973], “Dialética da dependência”, en R. Traspadini y J. P. Stedile (orgs.) *Ruy Mauro Marini: vida e obra*, São Paulo, Expressão Popular.

- Martínez, M. y P. Borsari [2021], “The impacts of subordinated financialisation on workers in peripheral countries: An analytical framework and the cases of Brazil and Colombia”, *New Political Economy*: 1-24.
- _____ y E. Martínez Ávila [2011], “El retorno de la desafiante tradición crítica latinoamericana: sustrato teórico en la construcción de modelos alternativos de desarrollo”, *Cuadernos Prolam / USP-Brazilian Journal of Latin American Studies*, 1(18): 75-83.
- Minsky, H. [1986], *Stabilizing an unstable economy, a Twentieth Century Fund Reports*, Yale, Yale University Press.
- Ocampo, J. A. [2020], “La crisis de la covid-19 de América Latina con una perspectiva histórica”, *Revista Cepal* (edición especial).
- OIT [2021], ILO *Monitor: Covid-19 and the world of work, 5th ed.*, <<https://cutt.ly/AJDulnb>>.
- Osorio, J. [2017], “La construcción de paradigmas. Sobre el subdesarrollo y la dependencia. ¿Actualidad de la teoría de la dependencia en América Latina?”, *Revista Antropos*: 247.
- Palley, T. [2012], *From financial crisis to stagnation: The destruction of shared prosperity and the role of economics*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Palludeto, A. W. A. y S. C. Abouchedid [2016], “The currency hierarchy in center-periphery relationships”, *Analytical Gains of Geopolitical Economy*: 53-90, <doi:10.1108/S0161-72302015000030B003>.
- Paulani, L. [2021], “Dependência 4.0: considerações teóricas e o caso do Brasil”, *XXVI Encontro Nacional de Economia Política*, Brasil, Sociedade de Economia Política.
- Pérez-Caldentey, E. [2018], “Impacto de la política de flexibilización cuantitativa en la liquidez mundial y la estabilidad financiera”, *Estudios sobre financiarización en América Latina*: 141-170.

- Pérez-Caldentey, E., N. Favreau Negront y L. Méndez Lobos [2019], “Corporate debt in Latin America and its macroeconomic implications”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 42(3): 335-362, <doi: 10.1080/01603477.2019.1616563>.
- Pérez-Caldentey, E. y M. Vernengo [2021], “Financialization, deindustrialization and instability in Latin America”, *Working Paper Series*, PERI UMASS: 547.
- Pinto, A. [1979], “Heterogeneidade estrutural e modelo de desenvolvimento recente”, en José Serra (coord.), *América Latina: ensaios de interpretação econômica*, 2ª ed., Paz e Terra, RJ.
- Prates, D. M. [2002], “Crises financeiras nos países ‘emergentes’: uma interpretação heterodoxa”, *Tese de doutoramento*, Campinas, IE/Unicamp.
- Prebisch, R. [1962], “El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas”, *Boletín Económico de América Latina*, 7(1), febrero.
- _____ [1950], *Problemas teóricos y prácticos del desarrollo económico*, Santiago de Chile, Cepal.
- Rodríguez, O. [2006], *El estructuralismo latinoamericano*, México, Siglo XXI.
- Rodrik, D. [2016], “Premature deindustrialization”, *Journal of Economic Growth*, 21(1): 1-33, <doi: 10.3386/w20935>.
- Saade Figueroa, J. D. [2020], *Sistema pensional colombiano y financiarización: dos décadas a favor del capital financiero*, Editorial Académica Española.
- Stevano, S., T. Franz, Y. Dafermos y E. Van Waeyenberge [2021], “Covid-19 and crises of capitalism: intensifying inequalities and global responses”, *Canadian Journal of Development Studies / Revue Canadienne d'Études du Développement*, 42(1-2): 1-17.
- Unctad [2019], “Crisis externas y tensiones financieras posteriores a la crisis financiera global. Indicadores de condiciones financieras de la Unctad y vulnerabilidades financieras en mercados emergentes”, Ginebra, Naciones Unidas.

2. DIVISIÓN INTERNACIONAL DE LAS FINANZAS: FUNCIONALIDAD Y DEPENDENCIA DE LA PERIFERIA DEL SISTEMA¹

Édivo de Almeida Oliveira
Bruno De Conti

INTRODUCCIÓN

A pesar de los distintos prismas, muchos análisis sobre la economía internacional tienen como elemento fundante la constatación de que el mundo se organiza a partir de una división internacional del trabajo (DIT).² Este concepto sigue siendo no solo válido, sino en extremo importante para investigaciones sobre la economía global. Sin embargo, los cambios verificados en las últimas décadas en la dinámica del sistema capitalista³ exigen atención especial sobre otra dimensión de la asimétrica configuración de la economía global: la dimensión monetario-financiera. Así, en analogía con la DIT, este capítulo tiene como objetivo analizar el concepto de “división internacional de las finanzas” (DIF).⁴ De manera más específica, el objetivo es explorar la configuración actual del concepto de “condición periférica” en la dimensión monetario-financiera que, en última

¹ Capítulo basado en la tesis de doctorado de Édivo Oliveira, desarrollada bajo la supervisión de Bruno De Conti y la cosupervisión de Daniela Prates.

² Desde David Ricardo [1817] hasta los teóricos actuales de la Nueva DIT.

³ Cf. Chesnais [2005] y Guttmann [2016], entre otros.

⁴ Concepto formulado inicialmente por Lima [2013].

instancia, alude a la relación de funcionalidad y dependencia por medio de la cual las finanzas⁵ de las economías periféricas se articulan estructuralmente con las finanzas y la lógica de acumulación predominante en las economías centrales.

Con ese propósito, este capítulo se dedica a analizar de forma profunda las propiedades estructurales distintivas de las economías periféricas en relación con las centrales, además de explorar los términos que median la condición periférica en la dimensión monetaria-financiera, con énfasis en sus implicaciones más estructurantes y generales para las economías periféricas. Los abordajes privilegiados serán la teoría estructuralista de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal) y los debates relativos a la jerarquía monetaria.

La estructura del presente capítulo será la siguiente: una introducción general; un apartado en el cual se presenta el concepto de DIF; enseguida, un apartado que trata la diferenciación estructural que sustenta esa división internacional; y las consideraciones finales.

CONCEPTO DE DIVISIÓN INTERNACIONAL DE LAS FINANZAS

Eichengreen [2008: 23] describe el Sistema Monetario Internacional (SMI) como *the glue that binds national economies together*. Por esa concepción, un funcionamiento eficiente de este sistema permitiría el ajuste de eventuales desequilibrios en la balanza de pagos, además de posibilitar la estabilidad de los mercados cambiarios y garantizar la adecuada provisión de reservas internacionales.

Prates [2002] afirma que los tres componentes ordenadores del SMI son: la forma de la moneda clave, el régimen cambiario predominante y el grado de movilidad del capital. Así, las

⁵ Activos y mercados financieros.

diferentes combinaciones de estos componentes darían forma a las principales características de una determinada versión histórica del SMI. A estos componentes se suma el carácter jerárquico presente en todas las arquitecturas históricas del SMI, tema privilegiado en este capítulo.

Como indica Aglietta [1986], el SMI nunca se organizó con base en una moneda-clave emitida y administrada por una institución supranacional. Contrariamente a lo que suele ocurrir a nivel doméstico —donde las monedas tienen un curso forzado y una legitimidad derivada de la autoridad estatal—, a nivel internacional la moneda-clave corresponde a aquella que obtiene una amplia aceptación más allá de las fronteras de su país de emisión. Esa moneda-clave asume el papel de representante general de la riqueza abstracta en el ámbito global. Algunas otras monedas centrales también se utilizan para transacciones internacionales, pero de manera menos importante, y la mayoría de las monedas nacionales simplemente no tiene el estatus de moneda en el ámbito global.

Según De Conti [2011], esa jerarquía monetaria implica también importantes diferencias cualitativas entre la liquidez de distintas monedas en el ámbito internacional, determinando, en última instancia, características muy dispares para su demanda. De esto se desprende que las características de las monedas y de los activos financieros en las economías periféricas corresponden menos a algún tipo de imperfección del mercado que a un conjunto de propiedades estructurales, de orden económico y geopolítico. Como consecuencia, la integración de esas economías a la dinámica de acumulación de capital de las economías centrales reedita, en la dimensión monetaria y financiera, la “condición periférica” previamente denunciada por los estructuralistas latinoamericanos con atención especial en la dimensión tecnoproductiva.

El conjunto de diferencias estructurales planteadas por la literatura, principalmente ligadas a la jerarquía monetaria

establecida entre el centro y la periferia, requiere la formulación de un concepto adicional que sea capaz de capturar analíticamente las diferentes formas de inserción de las economías en los espacios globales de valorización bajo la órbita financiera, y para poner al descubierto su racionalidad y lógica subyacente. Lima [2013] formuló originalmente este concepto, bajo el término “división internacional de las finanzas” (DIF).

Lima [2013] ve la división internacional de las finanzas como uno de los pilares del capitalismo contemporáneo, en el sentido de proporcionar elementos funcionales para la valorización del capital en los circuitos financieros internacionales. De manera más específica, la DIF se basa en una división jerárquica de las monedas a nivel mundial, configurando una relación entre las diferentes economías que, lejos de ser accidental o al azar, adquiere un papel funcional para la dinámica de reproducción de la riqueza en los circuitos financieros, con la existencia de las economías centrales como mayores beneficiarias.

Los espacios de valorización en el ámbito productivo, ampliados por la necesidad de reconstrucción de la posguerra, se fueron reduciendo de forma progresiva, mientras la acumulación de riqueza financiera obtenida en este proceso exigía otras formas de valorización. “Las transformaciones en el patrón de acumulación en los países centrales también alteran la relación de este grupo de países con la periferia, construyendo una nueva división internacional” [Lima, 2013: 84].

La DIF tiene su núcleo en Estados Unidos (economía hegemónica) debido al dominio monetario y financiero que este país ejerce a escala mundial. Los otros países centrales también ofrecen a los agentes internacionales oportunidades de inversión a bajo riesgo, pero con baja remuneración. La periferia está formada por economías cuyas monedas nacionales no son representantes generales de la riqueza global, pero

cuyos mercados y activos financieros desempeñan un papel relevante en la dinámica del capital financiero internacional.

De hecho, las monedas periféricas (y los activos denominados en ellas) tienen una función subsumida y funcional en la recuperación financiera del capital de las naciones centrales, ya que aportan algunos atributos estructurales necesarios para la dinámica de acumulación. El papel más importante de estos activos en las carteras de los principales inversores globales, de forma mayoritaria basados en las economías avanzadas, es asegurar niveles de rentabilidad que casi nunca ofrece la mayoría de los activos líquidos, disponibles en los mercados financieros de los países centrales.

En realidad, los activos periféricos constituyen el elemento de ajuste del *pay-off* esperado por las carteras. Cuando el estado de expectativas de la economía global es optimista, o cuando las economías centrales promueven reducciones sistemáticas de las tasas de interés para estimular el gasto corriente y la actividad económica, o ambas situaciones, la amplia disponibilidad de liquidez en las economías centrales suele culminar en una búsqueda desenfrenada de rendimientos en los mercados de *high yields*. Estas fases de “inundación” en los ciclos de liquidez externa [Biancareli, 2007] resultan así en fuerte entrada de flujos financieros en las naciones periféricas.

En esa fase cíclica, los inversores internacionales, cuyas carteras actualmente están montadas en una plataforma global, pueden incluso aprovechar el abundante financiamiento en los países centrales para captar fondos y obtener mayores rendimientos en la periferia (mediante operaciones *carry trade*).

Por tanto, ya sea simplemente reasignando sus activos en todo el mundo, o creando nuevos activos por medio de la asunción de nuevos pasivos, se crea una demanda circunstancial de los activos y las monedas periféricas.

Sin embargo, cuando por cualquier motivo, muchas veces ajeno a las economías periféricas, aumenta la aversión al riesgo de los agentes internacionales, se desencadena un desplazamiento masivo de estos capitales hacia mercados y activos percibidos como más líquidos y seguros (huida hacia la calidad). Esto se traduce en una escasez de liquidez en las economías periféricas, lo cual configura periodos de “sequía” respecto de las entradas de capital.

O sea, los poseedores globales de riqueza financiera se enfrentan a un *trade off* entre rentabilidad y liquidez [Hicks, 1962] al componer sus carteras a nivel mundial y modularlas entre activos centrales y periféricos. Así, los activos periféricos son “la variable de ajuste para las fluctuaciones del ciclo económico. Desempeñan, por tanto, un papel auxiliar en la valorización financiera de los capitales de los países centrales” [Lima, 2013: 79].

Tal dinámica no es precisamente un fenómeno nuevo, a pesar de haber alcanzado un paroxismo en la época contemporánea. No se puede ignorar que esta dinámica, en cierta medida, ya se observó a lo largo del siglo XIX y principios del XX, dado el considerable flujo de recursos financieros que se desplazó de forma sistemática entre países centrales y periféricos, en particular con las inversiones del centro hegemónico del capitalismo global en el tiempo, es decir, la economía inglesa y las resultantes remuneraciones de capital enviadas desde las naciones periféricas hacia Inglaterra.

Además, en el patrón libra-oro (1819-1914), los déficits de la balanza comercial británica con otras economías avanzadas se compensaron principalmente mediante la entrada de capitales de corto plazo que fluyeron hacia Inglaterra en busca de la liquidez y la seguridad que brindan los activos financieros emitidos en su sistema financiero nacional [Serrano, 2002].

Asimismo, los ciclos de liquidez internacional —como hoy día— eran determinados por el país hegemónico, ya que cuando Inglaterra subía su tasa de interés, las naciones con

superávit en la balanza de pagos experimentaban mayor propensión a invertir sus recursos en activos de alta liquidez emitidos en el sistema financiero inglés.⁶ En resumen, Inglaterra proporcionó liquidez y demanda para la producción global mediante un déficit comercial e inversiones a largo plazo, mientras que se financiaba absorbiendo capital a corto plazo.

Se sabe, por tanto, que Inglaterra lideró las finanzas globales principalmente con la emisión y negociación de títulos de deuda (públicos y privados), recibiendo depósitos de gobiernos extranjeros y otorgando garantías. Londres mantuvo la función de mantener la financiación del comercio internacional con la libra como principal moneda del mundo en la denominación y liquidación de contratos financieros. Los países periféricos, a su vez, se insertaron en esta dinámica como prestatarios con el fin de mantener la convertibilidad de sus monedas o de contener sus desequilibrios recurrentes en la balanza de pagos [Belluzzo, 1999].

Si, por un lado, estos endeudamientos consistían en una lucrativa fuente de ingresos para los principales mercados financieros (en especial Londres), al recibir la amortización y los intereses de los grandes préstamos otorgados previamente por los acreedores, por el otro, se traducían en enormes dificultades y pérdida de autonomía interna de los países deudores. No sin razones, Fiori [1999: 82] afirma que “en el patrón oro, la periferia actuó como una especie de ‘variable de ajuste’ para los países centrales”. En resumen, las economías periféricas apalancaron la expansión financiera de las economías centrales (en especial la británica), mientras que estas últimas apoyaron el papel de los financiadores y proveedores mundiales de activos líquidos y seguros.

⁶“La libra esterlina fue la moneda predominante en las reservas, representando quizás el 40 % de todas las reservas al final del periodo [...]. Juntos, los francos franceses y los marcos alemanes representaron otro 40 % de las reservas” [Eichengreen, 2008: 48].

Es muy claro, por tanto, que la existencia de un DIF obviamente precede al patrón dólar flexible. Ya en este periodo, los países periféricos funcionaban como proveedores de ganancias extraordinarias para los agentes basados en los países centrales. Sin embargo, en ese lapso, la demanda internacional por activos financieros emitidos por las naciones periféricas fue cuantitativamente insignificante. Como consecuencia, la demanda cíclica de los activos financieros emitidos en la periferia económica —contrariamente a lo que se observa hoy día— no se constituía como una característica distintiva de la lógica de recuperación económica mundial.

Es decir, si bien la DIF es parte constitutiva del modo de funcionamiento del sistema capitalista, su configuración actual emerge como un despliegue lógico-genético de la dinámica de la valorización global del capital que adquiere contornos propios y más complejos a partir del último cuarto del siglo xx, con la llamada globalización financiera. Esto se evidencia, sobre todo, con la inserción de las economías periféricas en esta dinámica global de valoración por vías cualitativas y cuantitativas más relevantes, la cual se basa en la oferta de activos financieros que se distinguen por el potencial de mayores ganancias.

Así, la actual DIF, lejos de representar algún tipo de ruptura radical con las determinaciones ya inscritas en la manifestación de la condición periférica expresada en periodos pasados, tiende a cumplirlas y manifestarlas en niveles cualitativos superiores y más complejos.

De hecho, después de un lapso en el cual los flujos de capital financiero estuvieron más restringidos —o sea, durante el periodo de vigencia del Acuerdo de Bretton Woods—, los países periféricos se fueron integrando de modo gradual a la globalización financiera, con la apertura de sus cuentas de capital, demarcando de forma aún más nítida los dos polos de la DIF. Para América Latina ese proceso ocurrió sobre todo a partir de la década de 1990, con la adhesión al llamado

Consenso de Washington. Desde ese momento, los países de la región son sometidos con frecuencia a los efectos de los ciclos internacionales de liquidez, por un lado, con recurrentes crisis promovidas por *sudden stops* y fuga de capitales (México en 1994, Brasil en 1999, Argentina en 2002, etcétera); por otro lado, con momentos de entrada masiva de capital internacional, con decurrente apreciación monetaria. Además, en momentos de bajas tasas de interés a nivel mundial, como el que sucedió a la crisis financiera global estallada en 2007-2008, el capital internacional buscó rentabilidades más altas en la periferia del sistema, en especial en América Latina. Una vez más, con la crisis económica mundial provocada por la pandemia de la covid-19, la DIF se torna evidente, pues en el momento de estrés inicial en los mercados financieros internacionales —primer semestre de 2020— hubo fugas de capitales de los países latinoamericanos, con intensa depreciación monetaria; pero una vez implementadas las políticas monetarias expansionistas en las naciones centrales, el capital refluyó para los países del subcontinente, a pesar de las incertidumbres relacionadas con la capacidad de recuperación de un ritmo de crecimiento económico más alto.⁷ O sea, las condiciones financieras de los países de la región siguen cada vez más vinculadas con la dinámica establecida en los países centrales, lo cual pone en evidencia la manutención de su posición en la DIF.

Por último, conviene reiterar que, siguiendo el método histórico-estructural, el concepto de DIF no puede prescindir de la definición explícita de una diferenciación estructural vinculada con ella. En otras palabras, una determinada división internacional solo adquiere consistencia analítica compatible con el método histórico-estructural cuando se asocia con una particular diferenciación estructural que medie la forma en que las economías centrales y periféricas se insertan

⁷ Para detalles, ver el capítulo 4 de Armando Negrete, en este mismo libro.

en este sistema general. Explicar la diferenciación estructural que subyace a la DIF en la época contemporánea corresponde al objetivo del siguiente apartado.

DIFERENCIACIÓN ESTRUCTURAL DE LA DIVISIÓN INTERNACIONAL DE LAS FINANZAS

El estructuralismo latinoamericano se encargó de brindar una explicación más elaborada de los factores estructurales relacionados con el rezago tecnológico y productivo que experimentan las economías latinoamericanas, a partir del estudio de las asimetrías en la dimensión técnico-productiva.⁸ Por ese método, se buscó comprender los factores estructurales que configuran la periferia, es decir, las interrelaciones y propiedades sistémicas subyacentes a los países periféricos. Estas estructuras serían las encargadas de condicionar, a gran escala, los resultados obtenidos por las economías periféricas al establecer relaciones comerciales con las economías centrales en las distintas fases de los ciclos económicos.

De ahí resultó el esfuerzo original por caracterizar la forma en que las economías periféricas se insertaron en la llamada DIT. Según esta interpretación, el modo dependiente y funcional desde el cual las economías periféricas ingresan a la DIT implica externalizar el eje dinámico y el centro de decisión de las economías periféricas, vinculados con la dinámica cíclica y con los intereses predominantes en los centros económicos. Por tanto, el método histórico-estructural define la condición periférica a partir de la relación funcional, dependiente de que las economías latinoamericanas se articulan a la dinámica de acumulación establecida en las naciones centrales.

La externalización del eje dinámico corresponde a la incapacidad de las economías periféricas de “generar su propio

⁸ Para detalles, ver los capítulos 1 y 3 en este mismo libro.

impulso de crecimiento” [Furtado, 1991: 38], con algún nivel de independencia en relación con la dinámica cíclica de las economías centrales. La externalización del centro de decisiones corresponde a la incapacidad de una economía periférica de “autodirigirse” [Furtado, 1975: 79], lo que denota los niveles notables de dependencia de las decisiones y estrategias tomadas en los países centrales.

De manera asociada, la condición periférica se manifiesta en las distintas funciones que desempeñan las economías centrales y periféricas al interactuar dentro de un sistema. De manera más específica, la diferenciación estructural refleja la especialización hacia la cual se orientan las economías periféricas y centrales. En el caso particular del estructuralismo clásico, la investigación sobre la diferenciación estructural centrada en el análisis del comercio internacional evidencia la existencia de una DIT configurada por una periferia primaria exportadora y un centro exportador de manufacturas.

El uso de estas categorías analíticas sigue siendo de gran utilidad para los estudios aquí realizados, ya que el análisis en cuestión pretende caracterizar la relación de funcionalidad y dependencia que establecen las economías periféricas con respecto a las economías centrales en la dimensión monetaria-financiera. O sea, en este contexto analítico donde la dicotomía centro-periferia puede ser hoy (re)evocada, el escrutinio de la división internacional y de la diferenciación estructural subyacente a la dimensión monetaria-financiera revela la pertinencia y capacidad explicativa de las categorías —y del método— en un contexto histórico diferente.

Mediante el marco de la jerarquía monetaria, analizado antes, es posible verificar que la eventual asignación de riqueza financiera en monedas y activos periféricos se produciría en un entorno de determinadas condiciones específicas (de disponibilidad de liquidez y baja aversión al riesgo), impulsado básicamente por la expectativa de obtención de ingresos o valorización patrimonial sustanciales, o ambas a la vez.

El estado de confianza prevaleciente en la economía mundial —establecido de una manera convencional— actúa para determinar el grado de propensión de los agentes internacionales para mantener o disponer de ciertas posiciones en inversiones financieras en la periferia. Este panorama demuestra la función crucial realizada por la periferia en la DIF, es decir, ofrecer activos que sirvan como variable de ajuste para los inversores (en su mayoría basada en los países centrales) para el aumento de la valoración financiera o para recomponer la tasa de rentabilidad en los periodos de alta liquidez internacional.

En resumen, la diferenciación estructural en la dimensión monetaria-financiera se refiere a una periferia que cumple el papel de proveer activos y monedas que permitan la valoración y recomposición de la rentabilidad de las carteras globales, mientras que el centro ofrece activos y monedas que sirven al mantenimiento-defensa del valor patrimonial y la recomposición de la liquidez de las carteras.⁹ En definitiva, las condiciones económicas cíclicas observadas en las economías centrales constituyen los factores que modulan la dinámica (volumen y dirección) de los flujos internacionales de capital con destino a los países periféricos. No sería exagerado afirmar que esta dinámica alude a una de las principales formas de manifestación de la llamada condición periférica en el capitalismo contemporáneo, ya que expresa la relación de dependencia y funcionalidad de las finanzas periféricas para la lógica de acumulación de las naciones centrales.

De hecho, los flujos de capital destinados a las economías periféricas dependen estructuralmente de los ciclos económicos observados en las economías centrales, en particular en la economía hegemónica. De manera análoga a lo que ocurre en

⁹ Otra función del centro es ofrecer pasivo a bajo costo, muchas veces utilizado justamente para financiar las inversiones en las naciones periféricas (*carry trade*).

la DIT, esta dependencia periférica se traduce en la externalización del eje dinámico y del centro de decisión, ya que la magnitud y el destino de estos mismos flujos financieros son producto de las dinámicas y decisiones basadas en los países centrales [Miranda, 1997; Prates, 2002].

La externalización del eje dinámico y centro de decisiones en los países periféricos tiene también como consecuencia que las políticas y dinámicas económicas de las naciones centrales implican restricciones en el grado de autonomía de la política económica de las economías periféricas [Prates, 2002; Carneiro, 2008; Fritz, De Paula y Prates, 2018].¹⁰

En cuanto al aspecto de la funcionalidad, es importante destacar que las jerarquías que constituyen la condición periférica no son meros accidentes históricos o simples imperfecciones del mercado. Estas asimetrías resultan de las propiedades estructurales, históricamente determinadas, de las economías periféricas, en su relación subordinada con las economías centrales —lo cual evidencia la existencia de una estrecha relación entre la DIF y la DIT.

Los grandes inversores globales tienen sus actividades económicas con sede en los propios países centrales y casi siempre contabilizadas en la moneda clave del sistema: el dólar estadounidense. De forma contemporánea, esas inversiones financieras condicionan (o lideran) una parte importante de la acumulación de capital verificada en las economías avanzadas. Así, es posible percibir que la DIF es liderada por las economías centrales y, en particular, por la economía hegemónica (Estados Unidos).

De nuevo, el sustrato metodológico estructuralista, empleado en la distinción de la condición periférica *vis-à-vis* de las estructuras productivas de los países centrales, proporciona

¹⁰ Para obtener detalles sobre las políticas económicas implementadas por los países latinoamericanos como respuesta a la crisis pandémica, ver el capítulo 7 en este mismo libro.

aprendizajes importantes de ser incorporados en el escrutinio de la inserción de las economías periféricas en la DIF.

Con esto, no se quiere postular que la condición periférica es explicada de manera exclusiva por las estructuras económicas de los países centrales, desconociendo por completo las mediaciones sociales y políticas históricamente determinadas que se observan en la trayectoria de los diferentes países. Sería una grave negligencia analítica ignorar que la relación de dependencia y funcionalidad periférica con las naciones centrales está mediada por un conjunto de relaciones sociales y la correlación de fuerzas entre grupos subyacentes a la economía política nacional e internacional, que surge de la condición colonial y que sigue activa en el orden económico global actual. El criterio centro-periferia condensa, desde una perspectiva de base macroanalítica y lógico-genética, un análisis de la correlación de fuerzas amalgamadas en las relaciones y tensiones que se establecen entre los diferentes grupos intranaciones e interpaíses en el proceso de competencia intercapi-talista internacional.

Para finalizar, resáltese que las consideraciones hechas en este apartado tienen por objeto hacer más que (re)explicar el concepto de DIF. El intento más importante ha sido extraer o delimitar la diferenciación estructural subyacente, con base en las premisas metodológicas que fundamentan las principales categorías de análisis formuladas dentro de las corrientes del estructuralismo clásico.

La aplicación del método histórico-estructural permitió a Raúl Prebisch contestar el “mito ricardiano” de que la especialización productiva conformaría una DIT que resultaría en la propagación relativamente equitativa de los beneficios del progreso técnico tanto en países industrializados como en los exportadores de materias primas. El mérito del economista argentino fue demostrar la existencia de una tendencia estructural inequívoca a concentrar estos mismos beneficios en las economías centrales a expensas de las economías periféricas,

ya que el deterioro de los términos de intercambio experimentado por la periferia profundizaría aún más la dependencia periférica con el tiempo. Del mismo modo, las tendencias estructurales de la DIF —analizadas en Oliveira [2020]— indican que las economías periféricas se vinculan con las economías centrales en una dinámica que conforma un proceso de transferencia neta de riqueza en forma de ingresos de los activos financieros y de ganancias de capital de la primera a la segunda. Así, la DIF y la DIT se retroalimentan y se profundizan.

REFLEXIONES FINALES

Este capítulo tuvo como objetivo conceptualizar la división internacional de las finanzas, así como su correspondiente diferenciación estructural. Para hacerlo, se propuso que la DIF se fundamenta en la jerarquía de monedas y otras propiedades estructurales que, en sentido estricto, distinguen las periferias de las economías centrales en el ámbito de la dimensión monetaria-financiera. También se argumentó que la DIF, lejos de ser accidental o aleatoria, juega un papel fundamental en el *modus operandi* de la reproducción de la riqueza en los circuitos financieros internacionales.

Esto se debe a la diferenciación estructural que surge de la DIF, con una periferia que desempeña el papel de proveedor de activos y monedas que permiten la valoración y recomposición de las tasas de rentabilidad de las carteras internacionales, en especial en periodos de baja aversión al riesgo y amplia liquidez internacional. A su vez, las monedas y los activos de los países centrales proporcionan oportunidades para mantener y defender el valor y la liquidez de las carteras, en particular en los lapsos de reversión de las expectativas y deterioro de las condiciones financieras externas. Hoy día, es muy claro el papel que América Latina tiene en la DIF, precisamente como proveedora de activos de gran rentabilidad,

buscados por los inversionistas internacionales, sobre todo en momentos en que políticas monetarias expansionistas son implementadas en los países centrales, como en los años que siguieron el estallido de la crisis financiera global y, actualmente, con la crisis pandémica.

La DIF expresa una de las principales manifestaciones contemporáneas de la llamada condición periférica, aludida en la forma funcional y dependiente en que las finanzas de las economías periféricas se articulan con la lógica de acumulación procesada en las economías centrales. Que los flujos financieros internacionales con destino a los mercados periféricos estén determinados por decisiones y por la dinámica económica imperante en los centros refleja la dependencia periférica y la externalización parcial o total del eje dinámico y centro de decisiones de los países periféricos en el ámbito de la dimensión monetaria financiera.

Conscientes de que hay una tendencia a una transferencia neta de riqueza estructural de las economías periféricas a las economías centrales también por esa vía financiera, se puede concluir que la DIF y la DIT se retroalimentan y se profundizan, lo cual complejiza y agrava la condición periférica.

REFERENCIAS

- Aglietta, M. [1986], *La fin des devises clés: essai sur la monnaie internationale*, Paris, La Découverte.
- Belluzzo, L. G. [1999], “Finança global e ciclos de expansão”, en J. L Fiori, *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*, Rio de Janeiro, Vozes.
- Biancareli, A. M. [2007], *Integração, ciclos e finanças domésticas: o Brasil na globalização financeira*, tese de doutoramento, IE/Unicamp.
- Carneiro, R. M. [2008], “Globalização e inconversibilidade monetária”, *Revista de Economia Política*, 28;4(112): 539-556.

- Chesnais, F. (org.) [2005], “O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos”, em F. Chesnais (org.), *A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências*, São Paulo, Boitempo.
- De Conti, B. M. [2011], *Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas*, tese doutorado em Ciências Econômicas, Campinas, IE/Unicamp: 216.
- De Conti, B. M., D. M. Prates y D. Plihon [2014], “A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos”, *Economia e Sociedade* (Campinas), 23;2(51): 341-372.
- Eichengreen, B. [2008], *Globalizing capital: a history of the International Monetary System*, Princeton, NJ, Princeton University Press.
- Fiori, J. L. [1999], “Estados, moedas e desenvolvimento”, em J. L. Fiori (org.), *Estados e moedas no desenvolvimento das Nações*, Petrópolis, Vozes.
- Fritz, B., L. F. De Paula y D. M. Prates [2018], “Global currency hierarchy and national policy space: a framework for peripheral economies”, *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, 15(2): 208-218.
- Furtado, C. [1991], *Formação econômica do Brasil*, São Paulo, Editora Nacional.
- Furtado, C. [1975], *A hegemonia dos Estados Unidos e o subdesenvolvimento da América Latina*, Rio de Janeiro, Civilização Brasileira.
- Guttmann, R. [2016], *Finance-led capitalism*, Palgrave Macmillan US.
- Hicks, J. R. [1962], “Liquidity”, *The Economic Journal*, 72(288): 787-802.
- Lima, H.S.R. [2013], *Dependência econômica sob a hegemonia do capital financeiro*, tese doutorado em Economia, Campinas, IE/Unicamp: 165.

- Minsky, H. P. [1979], “The financial instability hypothesis: Capitalist processes and the behavior of the economy”, en C. P. Kindleberger y J. P. Laffargue (eds.), *Financial crises: Theory, history & policy*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Miranda, J. C. [1997], “Dinâmica financeira e política macroeconômica”, en M. C. Tavares y J. L. Fiori (orgs.), *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*, Petrópolis, Vozes.
- Oliveira, É. D. A. [2020], *A Dupla Captura: uma análise da atual relação centro-periferia com base nos conceitos de nova Divisão Internacional do Trabalho e Divisão Internacional das Finanças*, 271f, disertación doctoral, tese doutorado em Ciências Econômicas-Universidade Estadual de Campinas, Campinas.
- Prates, D. M. [2002], *Crises financeiras nos países “emergentes”: uma interpretação heterodoxa, 2002*, tese doutorado, Campinas, Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia.
- Prebisch, R. [2000], “O desenvolvimento econômico da América Latina e alguns de seus problemas principais”, en R. Bielschowsky (org.), *Cinquenta anos de pensamento na Cepal*, Rio de Janeiro, Record, vol. 1: 47-111.
- Ricardo, D. [1817], *On the principles of political economy and taxation*, Londres, John Murray, Albemarle-Street.
- Serrano, F. [2002], “Do ouro imóvel ao dólar flexível”, *Economia e Sociedade*. Campinas, IE/Unicamp, 11(2).

3. AMÉRICA LATINA: ENTRE EL CAMBIO ESTRUCTURAL REGRESIVO Y LA PANDEMIA

Diego Guevara
Emilia Ormaechea

INTRODUCCIÓN

El advenimiento de la pandemia a comienzos del año 2020 puso en discusión diversos problemas socioeconómicos que se relacionan con las características de las estructuras productivas latinoamericanas. La necesidad de implementar diversas medidas por parte de los gobiernos para administrar e intentar apaciguar el efecto de la crisis sanitaria puso en evidencia la gran heterogeneidad estructural de la región y las desigualdades que se configuran a partir de ello. Sin embargo, ninguno de estos fenómenos es nuevo para los países de América Latina. Por el contrario, se trata más bien del reconocimiento de “viejos problemas” que han adquirido una centralidad política, académica y pública a la luz de la pandemia.

Esos problemas se han abordado y analizado desde distintas perspectivas teóricas, gran parte de ellas enmarcadas en la tradición latinoamericana del desarrollo. Dentro de estas perspectivas, el estructuralismo latinoamericano representó uno de los aportes pioneros, críticos y más originales para comprender las desigualdades estructurales de América Latina. De acuerdo con estas contribuciones, las mismas eran resultado del carácter periférico de esas economías; esto se

explicaba, a nivel externo, por medio del patrón de inserción internacional especializado en la exportación de recursos naturales y, a nivel interno, por la heterogeneidad estructural de las economías.

El reconocimiento de los problemas para el desarrollo de América Latina llevó a la elaboración de diversas propuestas que argumentaban teóricamente la necesidad de promover un cambio estructural basado en la industrialización por sustitución de importaciones, con el fin de aumentar la productividad de los países periféricos y reducir la dependencia de las naciones centrales [Prebisch, 1949]. Sin embargo, aun cuando en algunos países de la región se pusieron en marcha diversas estrategias de industrialización dirigidas por el Estado¹, lo cierto es que con ello no se logró el desarrollo de América Latina, sino que, a la par de un proceso de transformación del capitalismo a nivel global, las desigualdades internas y el posicionamiento subordinado y dependiente de la región terminaron por profundizarse o volverse más complejos.

Posteriormente, los sectores tradicionalmente dominantes de América Latina utilizaron las restricciones de la industrialización dirigida por el Estado como uno de los principales argumentos para desarticular dichas estrategias de desarrollo y las ideas que le dieron sustento. En el marco de las reconfiguraciones globales del capitalismo que tuvieron lugar desde

¹ Bértola y Ocampo [2010: 151] proponen utilizar el término “industrialización dirigida por el Estado” para referir al periodo que tuvo lugar en América Latina durante el escenario de posguerra, que se caracteriza por tres elementos distintivos: el foco creciente en la industrialización como eje del desarrollo, la orientación hacia el mercado interno, y la ampliación importante de las esferas de acción del Estado en la vida económica y social. En ese sentido, el concepto engloba la propuesta cepalina de “desarrollo hacia dentro” y la noción de “industrialización por sustitución de importaciones”, pero salvaguardando el hecho de que la “sustitución de importaciones” no fue ni el elemento más destacado, ni una característica que compartieran todos los países latinoamericanos. De esta forma, cuando nos referimos a la propuesta cepalina utilizamos el concepto “industrialización por sustitución de importaciones” y, cuando nos referimos a la experiencia histórica latinoamericana, utilizamos el de “industrialización dirigida por el Estado”.

fin de los años sesenta, y con el soporte geopolítico de Estados Unidos y los procesos de inestabilidad democrática en la región, estos actores lograron desarticular gran parte del pensamiento crítico y político latinoamericano e impulsaron un nuevo imaginario de desarrollo asociado con la globalización financiera neoliberal.

Sin embargo, las consecuencias del tipo de políticas implementadas a partir de entonces distaron mucho de los beneficios argumentados en el plano teórico y discursivo. Las desigualdades estructurales de la región no lograron resolverse, sino que, por el contrario, se llevó a cabo un proceso de *cambio estructural regresivo* a partir del cual se reforzaron las características propias de las economías periféricas, tanto en relación con las desigualdades internas como con el posicionamiento subordinado y dependiente en la economía global. De esa forma, la financiarización se acompañó de una reprimarización y desindustrialización de las economías; la desigualdad en la distribución no tuvo cambios importantes, y la región terminó adoptando un posicionamiento subordinado ante las dinámicas financieras globales.

El argumento presentado en este capítulo es que muchas de las desigualdades que hoy día observamos en la región se pueden comprender desde una perspectiva histórica vinculada con las características estructurales de las economías latinoamericanas. El predominio de un patrón de acumulación primario, concentrado y heterogéneo se traduce, por un lado, en estructuras de empleo ampliamente desiguales que condicionan las posibilidades de los distintos actores de afrontar las consecuencias de la pandemia. Por otro lado, el posicionamiento subordinado y dependiente de las economías latinoamericanas respecto de las redes de financiamiento internacional también da cuenta de los condicionamientos estructurales que recaen sobre estas economías en relación con los recursos económicos y financieros para afrontar ese proceso.²

² Ver, por ejemplo, los capítulos 1 y 2 en este libro.

Para describir esto, en este capítulo se presentan inicialmente algunas contribuciones del estructuralismo latinoamericano a partir de las cuales se aborda el carácter “estructural” de las desigualdades latinoamericanas. Seguidamente, se analiza la recreación de estas características bajo la reciente hegemonía neoliberal de las últimas cuatro décadas. Ello dio lugar a un proceso de cambio estructural regresivo asociado con la reprimarización y desindustrialización de las economías en un contexto de financiarización subordinada.

A modo de reflexión final, argumentamos que algunas contribuciones de la tradición estructuralista pueden rescatarse en estos momentos de crisis, en especial cuando la región urge de propuestas alternativas, con revalorización de los elementos teóricos y conceptuales que supieron generarse y discutirse en este cono sur del planeta.

LAS DESIGUALDADES SOCIOECONÓMICAS DE AMÉRICA LATINA DESDE LA PERSPECTIVA ESTRUCTURALISTA

Una de las contribuciones principales del estructuralismo latinoamericano fue la definición de las economías latinoamericanas como “periféricas” [Prebisch, 1949; Cepal, 1951]. Este concepto tenía dos implicaciones fundamentales. Por un lado, las economías latinoamericanas eran periféricas por su patrón de inserción en la división internacional del trabajo basado en la exportación de recursos naturales a los grandes centros industriales. Ese patrón de inserción internacional, históricamente configurado, implicaba una menor capacidad de la periferia respecto del centro para generar progreso técnico y apropiarse de los frutos derivados del mismo. En realidad, el progreso técnico se había desarrollado y alcanzado a aquellas actividades vinculadas con la producción y exportación de recursos naturales que eran demandados por el centro para su desarrollo industrial, sin abarcar otras actividades

de producción, consumo o servicios orientadas al mercado interno. Por otro lado, producto de esa dinámica histórica de especialización en la producción y exportación de recursos naturales, los países periféricos se caracterizaban por contar con estructuras productivas heterogéneas.

Según el estructuralismo latinoamericano, eran varios los problemas asociados con este tipo de estructura productiva primaria y heterogénea. En general, la especialización en recursos naturales limitaba la capacidad de la periferia para desarrollarse y la volvía dependiente de las oscilaciones económicas de los países centrales. Además, el esquema de especialización productiva orientado a la exportación de recursos naturales, geográficamente concentrado, generaba importantes desigualdades al interior de las economías periféricas, debido a las estructuras ocupacionales desiguales y la gran abundancia de trabajadores subempleados y desocupados.

Para superar la condición periférica de América Latina, los estructuralistas argumentaron la importancia de dar continuidad y profundizar las estrategias de desarrollo basadas en la industrialización lideradas por el Estado que se estaban llevando adelante en varios países de la región [Bielschowsky, 1998]. La esencia de esta estrategia descansaba en el reconocimiento de que, dadas las características estructurales de las economías latinoamericanas, su desarrollo no solo implicaba un mayor crecimiento económico sino, necesariamente, un *cambio estructural* en términos de transformaciones productivas, demográficas, ocupacionales y distributivas [Rosales, 1988].

Sin embargo, a pesar de los importantes resultados que fueron logrando las estrategias de industrialización en términos de crecimiento económico [Prebisch, 1963], estas experiencias no fueron suficientes para el desarrollo de América Latina [Hirschman, 1968]. Si bien se logró avanzar, en un primer momento, en la etapa “fácil” de sustitución de importaciones, luego se fueron presentando diversas restricciones para avanzar en la etapa “difícil”, es decir, en la producción

de artículos manufacturados más complejos y de bienes de capital que eran necesarios para el desarrollo económico [Prebisch, 1961]. Ello, sumado a la orientación de la actividad industrial hacia el mercado interno, daba cuenta de un persistente desbalance entre exportaciones e importaciones que no se lograba resolver, lo que conllevó una progresiva tendencia al estrangulamiento externo y endeudamiento [Prebisch, 1963; Pinto, 1976a; Tavares, 1972].

Por otro lado, el alcance de la industrialización dirigida por el Estado había significado una transformación *parcial* de las economías latinoamericanas. Al desarrollarse la actividad industrial, el progreso técnico se expandió en mayor medida hacia otras actividades más allá de aquellas tradicionalmente vinculadas con el modelo primario-exportador. Pero ese proceso se dio de manera limitada, por las propias restricciones de la industria, y por su incapacidad de absorber de forma progresiva una mayor parte de la población en actividades modernas o con niveles más altos de productividad.

Ello dio lugar a la configuración de un nuevo escenario productivo y ocupacional que ya no se caracterizaba en términos duales —entre un sector moderno y uno atrasado—, sino que se expresaba en una “extraordinaria heterogeneidad histórica” [Pinto, 1965: 43], reflejada en tres grandes sectores. Por un lado, el “sector moderno” estaba compuesto por las actividades de exportación, industriales y de servicios que funcionaban con niveles de productividad altos, semejantes a los promedios de las economías desarrolladas. Por otro lado, el “sector intermedio” se correspondía con actividades que operaban con los niveles de productividad media del sistema nacional. Por último, el “sector primitivo” era el más relegado y operaba con niveles de productividad e ingreso por habitante semejantes a los que primaban en la economía colonial [Pinto, 1976b]. A partir de este patrón de heterogeneidad estructural, la tendencia en América Latina fue dando cuenta de una “triple concentración del progreso técnico” que se

manifestaba —y se manifiesta— en diversas desigualdades en términos sectoriales, sociales y espaciales [Pinto, 1976b: 109].

Ahora bien, más allá de señalar las desigualdades que se fueron conformando desde el punto de vista histórico a partir de la desigual propagación de la técnica de producción moderna, el concepto de heterogeneidad estructural también reconocía la dimensión de poder que aparecía asociada con la conformación de estas desigualdades, tanto en el ámbito externo como en el interno [Di Filippo y Jadue, 1976; Fernández y Ormaechea, 2021]. A nivel externo, la heterogeneidad estructural era resultado del mismo proceso de expansión del centro y las asimetrías de poder que se manifestaban en la relación centro-periferia, en la cual la periferia quedaba subordinada a las dinámicas tecnológicas y financieras comandadas por los países centrales. A nivel interno, las desigualdades aparecían vinculadas con una determinada estructura de poder, también históricamente configurada, en la cual los estratos dominantes desempeñaban una función central en la recreación de las formas periféricas de inserción internacional, que aparecían asociadas con sus intereses económicos y configuraban un escenario de grandes inequidades distributivas [Di Filippo, 2018].

En definitiva, a pesar de las contribuciones al crecimiento económico y la diversificación parcial de las estructuras productivas latinoamericanas, las estrategias de industrialización que se pusieron en marcha no lograron resolver las contradicciones y desigualdades relacionadas con el capitalismo periférico [Prebisch, 1978]. En ese sentido, factores externos e internos se conjugaron e incidieron en la conformación de un escenario más complejo en el cual se terminaron recreando tanto el posicionamiento periférico de América Latina (en especial, luego de las transformaciones capitalistas a escala global que tuvieron lugar desde fines de los años sesenta), como las desigualdades asociadas en el plano interno con la heterogeneidad estructural.

En ese marco, luego de un cambio en el equilibrio de las relaciones de poder que se manifestó tanto en el centro como en la periferia, los grupos dominantes de América Latina utilizaron de forma discursiva las restricciones de la industrialización como estrategia de desarrollo para desarticular las políticas de industrialización dirigidas por el Estado y promover un nuevo criterio asociado con el capitalismo neoliberal y financierizado.

FINANCIARIZACIÓN Y CAMBIO ESTRUCTURAL REGRESIVO

Luego de las restricciones de la industrialización y el cambio en el balance de fuerzas al interior de la periferia, la hegemonía neoliberal reemplazó a la estrategia de la industrialización dirigida por el Estado y dio lugar a un nuevo rumbo de desarrollo basado en la globalización financiera [Guillén Romo, 1994]. En general, ello supuso que la actuación y los motivos financieros pasaron a asumir una importancia mayor en las economías, de manera que “las instituciones financieras y las élites financieras gana[ro]n una gran influencia sobre la política económica y los resultados económicos” [Palley, 2007: 1].

En especial, el gran despliegue de la financierización en las economías latinoamericanas tuvo lugar luego de la crisis de la deuda, de la mano de los planes de ajuste estructural y los condicionamientos que fueron impuestos por los organismos financieros internacionales [Meireles y Villavicencio, 2019]. En términos macroeconómicos, la financierización se expresó en la promoción de políticas fiscales de austeridad y reglas fiscales (como los presupuestos balanceados), donde el pago de la deuda y el privilegio de los acreedores se convirtieron en una prioridad en la política pública [Rodríguez, 2021]. Del mismo modo, en materia de política monetaria, la dominancia de los bancos centrales independientes y su obsesión por

la inflación objetivo ha privilegiado el valor real de las ganancias financieras. Con este nuevo escenario en América Latina, se manifestó un fortalecimiento de los mercados financieros y los flujos de capital destinados a portafolio, deuda, créditos bancarios e inversión extranjera directa.

Sin embargo, estos flujos financieros no han llegado a la región para promover procesos de desarrollo productivo o cambio estructural. En general, los mismos se han orientado, por un lado, al comercio de activos financieros sin importar los procesos productivos ya que permiten obtener mayor rentabilidad en el corto plazo [Meireles y Villavicencio, 2019]. Por otro lado, han tendido a centrarse en sectores que refuerzan la dependencia tradicional del sector primario de las economías latinoamericanas [Abeles, Pérez y Valdecantos, 2018]. Ello se observa en especial a partir del año 2001, cuando los países latinoamericanos tuvieron una bonanza de materias primas asociada con mayor precio en los mercados internacionales [Correa y Girón, 2017; Bonizzi, 2013; Bortz y Kaltenbrunner, 2019].

El aumento de los precios de las materias primas mejoró los términos de intercambio, lo cual implica mayor nivel de divisas en las economías periféricas y apreciaciones notables de la tasa de cambio. Otras fuentes de divisas que reforzaron esta dinámica fueron el aumento del nivel de endeudamiento externo junto con el crecimiento de los precios en diferentes activos reales y activos financieros. Muchas *commodities* (como el petróleo) ya no solo son importantes en su dimensión material, sino que también adquieren un papel determinante en la construcción de derivados financieros. Los precios de estos derivados, sujetos a las expectativas de los agentes y la especulación, terminan incidiendo en la tendencia de los precios de las materias primas y, por tanto, la lógica financiera de los mercados de capitales internacionales afecta la balanza de pagos de los países periféricos y, como consecuencia, sus economías [Pérez, 2015].

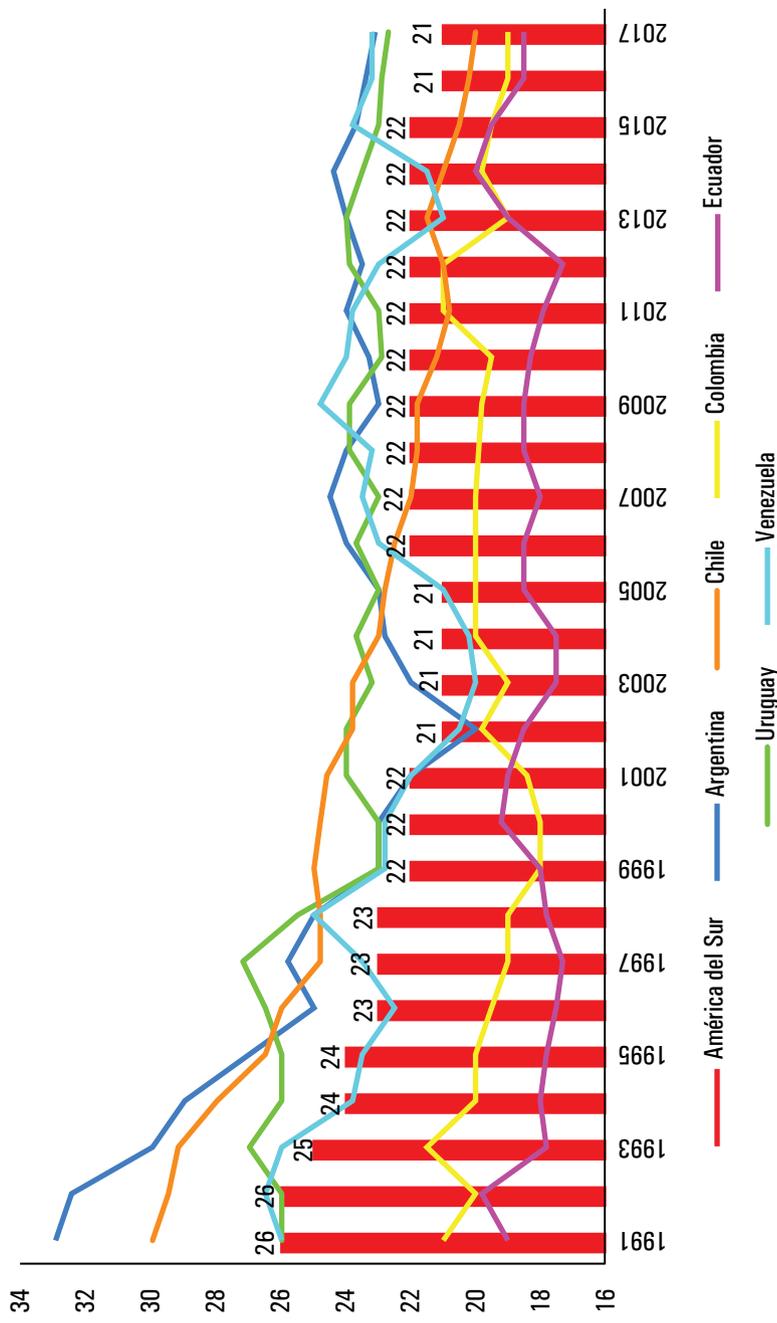
A la par de la importancia que continúa teniendo el sector primario, los países latinoamericanos también han manifestado una tendencia hacia la desindustrialización [Tregenna, 2016]. Ello refiere a una pérdida sostenida tanto del producto manufacturero en el PIB como de la participación del empleo manufacturero en el empleo total. Este proceso comenzó de manera “temprana” con la ofensiva neoliberal, tomó mayor impulso durante los años noventa y no se logró revertir hasta estos días, como se observa en la gráfica 1.

En general, la apertura a los flujos financieros y comerciales en la etapa neoliberal se tradujo en la pérdida de las producciones más complejas y con mayor componente de trabajo calificado que habían logrado desarrollarse en América Latina bajo la industrialización dirigida por el Estado³ [Arceo, 2005]. Ello generó una tendencia a la persistencia de la heterogeneidad estructural propia de la región y a la recreación de las desigualdades entre trabajadores, en especial entre aquellos que logran insertarse en los circuitos productivos más dinámicos y aquellos que no.

Por último, dentro de esta nueva fase de capitalismo financiarizado y subordinado en la periferia latinoamericana, la liberalización y el menor control de flujos de capitales también ha permitido que los países puedan sostener importantes déficits de cuentas corrientes, claramente sujetos a la disposición del mercado. En el caso de América Latina, los ciclos de auge y desaceleración han estado marcados por flujos de capitales de la mano de una alta volatilidad en la tasa de cambio, siendo esta una de las características más importantes de un régimen de acumulación dominado por las finanzas [Stokhammer, 2012], como se puede ver en la gráfica 2.

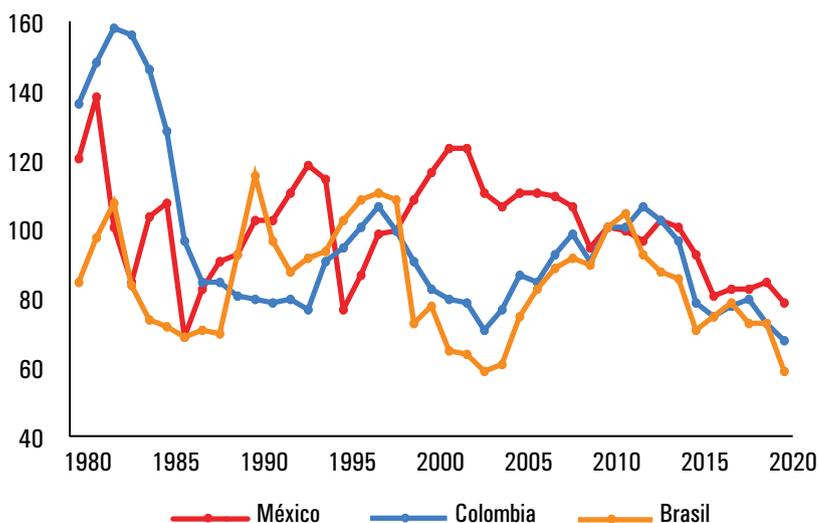
³ Con excepción de los países que por su ubicación geográfica, sus bajos costos de mano de obra y la disponibilidad de infraestructura pudieron insertarse en cierta medida en las redes internacionales de producción mediante la implantación de maquilas. Sin embargo, si bien en estos casos los niveles de desocupación disminuyeron, no ha ocurrido lo mismo con los de pobreza. Con frecuencia, el impacto de la maquila no ha sido suficiente para compensar el efecto desarticulador de la apertura económica [Arceo, 2005].

Gráfica 1. Variación del empleo industrial como proporción de la población activa



Fuente: World Bank.

Gráfica 2. Tasa de cambio real y su volatilidad para tres países de América Latina



Fuente: Word Data Bank. Precios del año 2000 (año base).

En conjunto, el periodo que comienza con la globalización neoliberal y la mayor financiarización que tuvo lugar en la región a partir de los años ochenta implicó cambios sustantivos en las estructuras productivas latinoamericanas, pero no en el sentido señalado por los estructuralistas originalmente, sino más bien en términos *regresivos*. El conjunto de políticas implementadas bajo la hegemonía neoliberal y las lógicas desplegadas por los principales actores tendieron hacia un proceso de reprimarización y desindustrialización de las estructuras productivas, en un escenario de creciente inestabilidad financiera. Producto de ese proceso, América Latina tendió a reproducir un patrón “subordinado” en la economía global, tanto en relación con los procesos productivos como con el mismo proceso de financiarización.

Con respecto a los procesos productivos, las estructuras latinoamericanas reproducen un patrón periférico especializado en gran parte en la exportación de recursos naturales

con bajos niveles de elaboración. En general, las empresas de las economías periféricas ocupan posiciones subordinadas en la economía global y se integran a las redes de producción en los estadios menos dinámicos, proporcionando mano de obra barata o, en el mejor de los casos, insumos intermedios. Ello tiende a reproducir, por un lado, un patrón de acumulación fuertemente concentrado en la economía y el espacio, con estructuras ocupacionales ampliamente desiguales, y sin capacidad para incorporar a la mayor parte de la población en actividades más dinámicas. Y, por otro lado, se recrea un tipo de estructura productiva que depende de las dinámicas productivas de los países centrales. En otras palabras, el patrón de crecimiento en las naciones centrales y su demanda por materias primas condicionan en gran medida el crecimiento económico de la periferia y, como consecuencia, sus posibilidades de endeudamiento y flujo de capitales.

En relación con el proceso de financiarización, los países periféricos también se encuentran en una posición subordinada por su dependencia de los mercados financieros globales que están dominados por las economías centrales [Bonizzi, Kaltenbrunner y Powell, 2019: 1]. La dificultad de acceso de la periferia a las divisas dominantes tiende a conducir a mayores ciclos de endeudamiento en moneda extranjera, lo que genera condicionamientos que restringen los grados de libertad de la política económica en los países de América Latina.

A MODO DE CONCLUSIÓN: VIEJOS PROBLEMAS EN EL MARCO
DE UNA ECONOMÍA FINANCIARIZADA EN LA REGIÓN

Desde una perspectiva histórica-estructural, gran parte de los problemas socioeconómicos de América Latina se pueden comprender por las características de sus estructuras productivas que han configurado y reproducido un patrón de

acumulación primarizado, heterogéneo y ampliamente desigual. A su vez, estas características se reforzaron durante las últimas décadas, en el marco de la ofensiva neoliberal y de la liberalización financiera, a partir de la cual se profundizaron tanto el carácter periférico de estas economías como las desigualdades con ellas asociadas. De esa forma, la crisis de la covid-19 puso de nuevo sobre la mesa los “viejos” problemas del desarrollo que ya habían abordado muchos economistas medio siglo atrás, solo que esta vez esos “viejos” problemas se integran de manera compleja a las redes financieras domésticas y transnacionales en tiempos de financiarización. En ese marco, las relaciones de dependencia y subordinación externa se presentan ahora en mercados de deuda más complejos y bajo un patrón de acumulación global guiado por las finanzas.

El modelo predominante hoy día se caracteriza por la persistencia de la heterogeneidad estructural. El sector primario-exportador continúa siendo el eje dinámico de las estructuras productivas latinoamericanas, pero opera de manera aislada del resto del sistema productivo; el sector intermedio aglutina pequeñas, medianas y hasta grandes empresas, pero se encuentra separado del sector exportador y es dependiente del mercado interno; y, finalmente, el sector primitivo reúne las actividades tradicionales urbanas y rurales, así como la creciente franja de la economía informal [Guillén, 2008]. En conjunto, la persistencia de la heterogeneidad estructural limita, por un lado, las posibilidades de avanzar en una estrategia de desarrollo integrada a nivel nacional y regional y, por otro, tiene consecuencias en las estructuras de empleo dominantes en América Latina, que son también ampliamente desiguales y limitan las posibilidades de gran parte de la población de poder acceder a circuitos formales de empleo.

A su vez, América Latina conserva un posicionamiento subordinado en la economía global, lo cual es resultado de la reproducción del histórico patrón de acumulación primario-exportador. En ese sentido, el progreso técnico absorbido por el

sector exportador no se irradia al conjunto del sistema productivo, lo que impide la construcción de una base endógena de acumulación de capital, con mayor valor agregado, intensidad de conocimiento y capacidad de innovación. Esto limita, en su conjunto, las posibilidades de competir de forma internacional y de diseñar otras posibles estrategias de desarrollo industrial que permitan de modo paulatino el desarrollo de las capacidades tecnológicas para la mejor inserción internacional [Guillén, 2008; Porta, 2016].

Por último, la financiarización refuerza estos dos elementos. La dinámica desplegada en torno a la financiarización condiciona las estrategias productivas posibles [Arceo, 2005], ya sea por las lógicas de ganancia a corto plazo que predominan en el sector, o por las mayores volatilidades en la tasa de cambio, ante una mayor entrada o salida de capitales (o ambas), que crean escenarios de fuerte incertidumbre para los productores locales. Así, en conjunto, el predominio de las lógicas financieras, la combinación de flujos de capital y el impulso de sectores de bajo valor agregado terminan reforzando el carácter histórico de la insuficiencia dinámica del capitalismo periférico, con la consecuente imposibilidad de absorber de manera progresiva la mayor parte de la población en actividades que operen con niveles más altos de productividad [Prebisch, 1980], lo que se constituye en uno de los legados más importantes de la tradición estructuralista latinoamericana.

En este marco, varios de estos viejos problemas reaparecieron en la discusión pública ante las necesidades que puso de manifiesto la pandemia. La crisis sanitaria y económica demostró, una vez más, las grandes desigualdades estructurales que caracterizan a la región, y las diferentes posibilidades que tienen los distintos actores para afrontar el escenario adverso. Precisamente, ello ha llevado a que los gobiernos ensayen medidas de urgencia y que se discutan otros proyectos a futuro orientados a reducir las desigualdades o atender las necesidades de aquellos actores que históricamente han

quedado relegados en el patrón de acumulación predominante en América Latina.

Sin embargo, las respuestas a estos problemas no se encontrarán en soluciones de tipo paliativas como las que han predominado en el ámbito de crisis y urgencia que recientemente impuso la covid-19. En cambio, la necesidad de resolver —o, al menos, aminorar— las desigualdades de América Latina invita a reflexionar sobre la importancia de recuperar la discusión del cambio estructural progresivo y las posibilidades de avanzar en una estrategia de desarrollo que permita no solo reducir la dependencia respecto de las economías centrales, sino también, y especialmente, mejorar los patrones de reproducción económica y social al interior de la periferia.⁴ En última instancia, ello demanda la necesidad de construir proyectos políticos que definan el interés genuino y legítimo de la región de poder avanzar en la transformación del patrón de acumulación dominante primarizado, heterogéneo y financiarizado.

REFERENCIAS

- Abeles, M., E. Pérez Caldentey y S. Valdecantos [2018], *Estudios sobre financiarización en América Latina*, Santiago de Chile, Naciones Unidas.
- Arceo, E. [2005], “El impacto de la globalización en la periferia y las nuevas y viejas formas de la dependencia en América Latina”, *Cuadernos del Cendes*, 22(60): 25-61.
- Bértola, L. y J. A. Ocampo [2010], *Desarrollo, vaivenes y desigualdad. Una historia económica de América Latina desde la independencia*, Madrid, Secretaría General Iberoamericana.

⁴Ver, por ejemplo, los capítulos 7 y 8 en este libro.

- Bielschowsky, R. [1998], “Cincuenta años de pensamiento de la Cepal”, *Revista de la Cepal* (número extraordinario): 21-46, <<https://cutt.ly/iH47Mjm>>.
- Bonizzi, B. [2013], “Financialization in developing and emerging countries”, *International Journal of Political Economy*, 42(4):83-107, <<https://doi.org/10.2753/IJP0891-1916420405>>.
- Bonizzi, B., A. Kaltenbrunner y J. Powell [2019], “Subordinate financialization in emerging capitalist economies”, *Greenwich Papers in Political Economy*, 23044.
- Bortz, P. y A. Kaltenbrunner [2019], “La dimensión internacional de la financiarización en economías subdesarrolladas”, en Pablo Chena y Pedro Biscay (eds.), *El imperio de las finanzas: deuda y desigualdad*, Miño y Dávila: 85-108.
- Cepal [1951], *Estudio económico de América Latina*, Nueva York, Naciones Unidas, <<https://cutt.ly/DH45tdS>>.
- Correa, E. y A. Girón [2017], “An institutional perspective on international financial governance: How much has happened since the crisis?”, *Journal of Economic Issues*, 51(2): 417-422, <doi: 10.1080/00213624.2017.1320922>.
- Di Filippo, A. [2018], “La noción de poder en el estructuralismo latinoamericano”, *Ejes de Economía y Sociedad*, 2(2): 15-39.
- Di Filippo, A. y S. Jadue [1976], “La heterogeneidad estructural. Conceptos y dimensiones”, *El Trimestre Económico* 43(169[1]): 167-214, <<https://cutt.ly/dH45kgG>>.
- Fernández, V. R. y E. Ormaechea [2021], “Desde el estructuralismo al neo-estructuralismo latinoamericano: retomando la ruta prebischiana del poder”, *Perfiles Latinoamericanos*, 29(57): 1-27.
- Guillén Romo, A. [2008], “Modelos de desarrollo y estrategias alternativas en América Latina”, en E. Correa, J. Deniz y A. Palazuelos (eds.), *América Latina y Desarrollo Económico*, Madrid, Akal.
- Guillén Romo, H. [1994], “El neoliberalismo en América Latina”, *Investigación Económica*, (29): 107-144.

- Hirschman, A. [1968], “La economía política de la industrialización a través de la sustitución de importaciones en América Latina”, *El Trimestre Económico*, 35(140[4]):1-32, <<https://cutt.ly/fH45NxT>>.
- Meireles, M. y G. Villavicencio [2019], “Discusión teórica sobre la financiarización: marxistas, poskeynesianos y en economías subdesarrolladas”, *Revista Ola Financiera*, 12(32): 61-112, <<https://cutt.ly/TH458XR>>.
- Palley, Th. [2007], “Financialization: What it is and why it matters”, *Working Papers* núm. 153, Political Economy Research Institute.
- Pérez Caldentey, E. [2015], “Global production shifts, the transformation of finance and Latin America’s performance in the 2000s”, *Real-World Economics Review* (72): 147-173.
- Pinto, A. [1976a], “El nuevo contexto internacional y la estrategia de desarrollo latinoamericana”, Santiago de Chile, Cepal-Naciones Unidas.
- _____ [1976b], “Heterogeneidad estructural y modelo de desarrollo reciente de la América Latina”, en *Inflación: raíces estructurales*, México, Fondo de Cultura Económica: 104-140.
- _____ [1965], “Concentración del progreso técnico y de sus frutos en el desarrollo latinoamericano”, *El Trimestre Económico*, XXXII: 38-103.
- Porta, F. [2016], “La estructura productiva argentina: problemas vigentes y desafíos pendientes”, *Voces en el Fénix*, 7(53): 90-97.
- Prebisch, Raúl [1980], “La dinámica del capitalismo periférico y su transformación”, *Revista de la Cepal*, Santiago de Chile, Cepal-Naciones Unidas.
- _____ [1978], “Estructura socioeconómica y crisis del sistema. Reflexiones al cumplirse nuestros primeros treinta años”, *Revista de la Cepal* (segundo semestre): 167-264.
- _____ [1963], *Hacia una dinámica del desarrollo latinoamericano*, México, Fondo de Cultura Económica.

- _____ [1961], “Exposición del señor Raúl Prebisch, Director Principal a cargo de la Secretaría Ejecutiva de la Cepal, en la Primera Sesión Plenaria, el día 5 de mayo de 1961”, Santiago de Chile, Cepal-Naciones Unidas.
- _____ [1949], “El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas”, *Desarrollo Económico*, 26(103): 479-502, <<https://cutt.ly/1H46J60>>.
- Rodríguez, C. [2021], “Financiarización de la política fiscal y su impacto sobre la deuda pública de Colombia entre 1996 y 2015”, *Cuadernos de Economía*, 40(82): 253-282.
- Rosales, O. [1988], “Balance y renovación en el paradigma estructuralista del desarrollo latinoamericano”, *Revista de la Cepal*, (34): 19-36, <<https://cutt.ly/zH7qyT0>>.
- Stockhammer, E. [2012], “Financialization, income distribution and the crisis”, *Investigación Económica*, 71(279): 39-70.
- Tavares, Ma. C. [1972], *Da substituição de importações ao capitalismo financeiro: ensaios sobre a economia brasileira*, Río de Janeiro, Editora Zahar.
- Tregenna, F. [2016], “Deindustrialization and premature deindustrialization”, en E. Reinert, J. Ghosh y R. Kattel (eds.), *Handbook of alternative theories of economic development*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing: 710-728.

II. FINANCIARIZACIÓN Y RECONFIGURACIÓN FINANCIERA EN LA PANDEMIA

4. FINANCIARIZACIÓN DEPENDIENTE DE AMÉRICA LATINA: UNA MIRADA DESDE LA CRISIS DE LA COVID-19

Armando Negrete

INTRODUCCIÓN

En diciembre de 2019 se identificó un brote epidémico del coronavirus tipo 2 causante del síndrome respiratorio agudo grave, abreviado SARS-CoV-2 (del inglés *severe acute respiratory syndrome coronavirus 2*) en Wuhan, la ciudad más poblada de la zona central de China. Este es un virus que afecta el sistema respiratorio con un alto grado de contagio y baja mortalidad. Desde el reconocimiento del brote y su potencial pandémico se implementaron diversas medidas sanitarias para la contención del contagio: aislamiento social, suspensión de actividades sociales y paro productivo de bienes no esenciales. Los primeros efectos que estas medidas generaron pusieron a la economía mundial en la perspectiva de la peor crisis económica y social en la historia del capitalismo.

En lo sucesivo, la economía mundial comenzó a experimentar una crisis económica que no se había presentado antes, no solo por su dimensión global, sino por sus características. En la medida en que la pandemia de la covid-19 avanzó, las medidas de contención social se endurecieron y generalizaron. Esto creó un doble movimiento en el mercado mundial de disminución de oferta y de demanda. Los efectos comerciales

y las perspectivas económicas que se reconocían en ese momento complicaron aún más la tendencia contractiva de la economía mundial. La covid-19 puso en evidencia las más fuertes debilidades de la globalización y la financiarización y aceleró sus consecuencias. El súbito freno económico de la mayoría de los países, como principal medida para la contención del contagio, mostró estos límites.

Es necesario reconocer que, previamente al brote de la pandemia, la economía mundial arrastraba un estancamiento relativo desde 2009, iniciado a partir de la crisis financiera inmobiliaria estadounidense y su contagio a los principales mercados financieros. Para 2019, en la economía mundial ya se identificaban rasgos de una nueva recesión. Las estimaciones del crecimiento al cierre del año eran de 3 %; de los cuales 1.7 % correspondía a las economías avanzadas y 5.9 % a las economías emergentes asiáticas. La Unión Europea presentó un estimado de 1.2 %, Estados Unidos de 2 % y China de 6.1 por ciento.

Además, el cierre de 2019 estuvo marcado por muchas expresiones de descontento social y movilización en Hong Kong, Irán, Francia, Reino Unido, España y Estados Unidos. En América Latina las manifestaciones sociales más fuertes sucedieron en Ecuador, Argentina, Chile, Colombia y Haití. Previamente al reconocimiento de la pandemia, se esperaba que en 2020 el modelo de acumulación cimentado en el libre mercado y la financiarización enfrentaría una crisis. Se acumularon contradicciones sociales provocadas por los costos de la privatización de los servicios públicos, la flexibilización de la legislación laboral, la financiarización del ahorro y las pensiones, la concentración de riqueza y la preeminencia del financiero sobre la producción de mercancías y servicios.

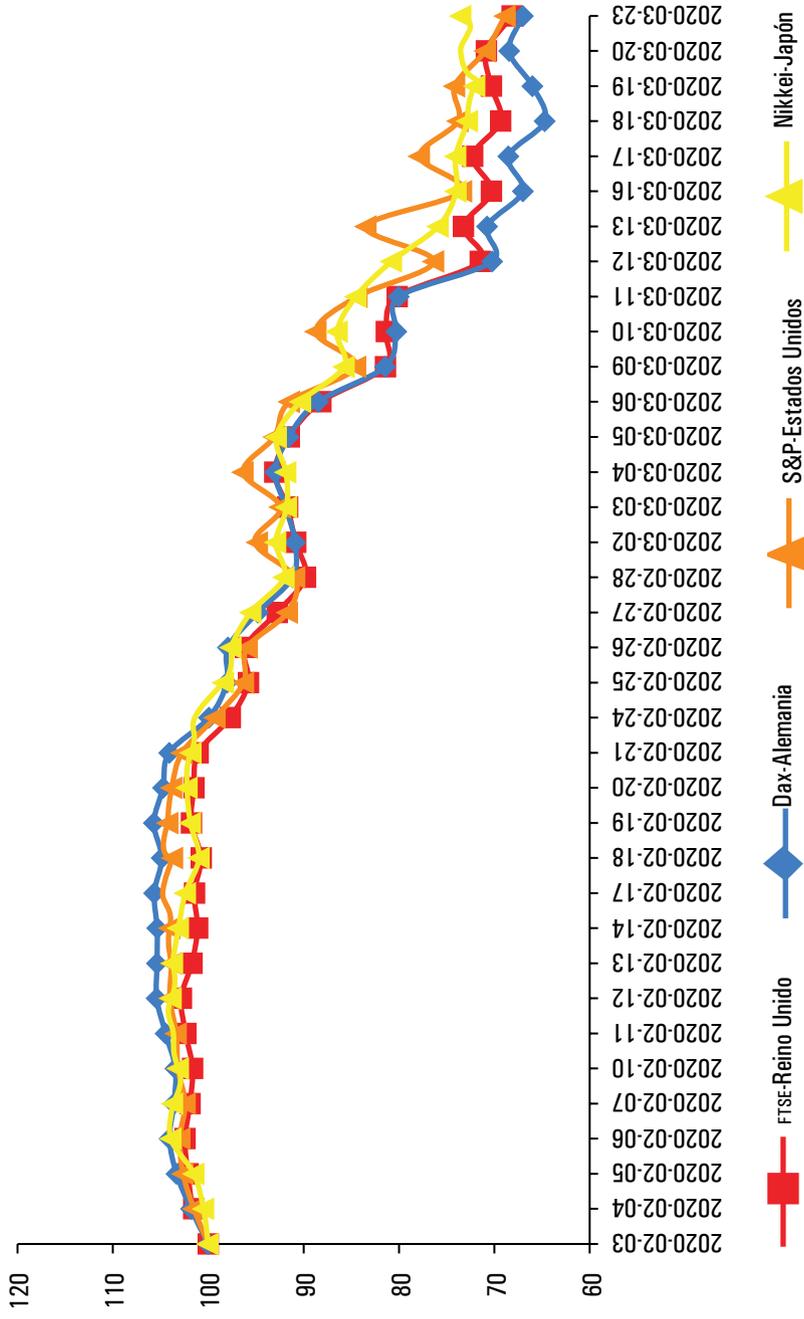
China fue la primera economía en aplicar, desde el primer trimestre de 2020, medidas de aislamiento social, paralización de la movilidad urbana, cierre de fronteras, suspensión de actividades productivas no esenciales y cese de labores.

En conjunto, estas medidas frenaron su mercado interno y, como consecuencia, el ritmo de producción y comercio internacional. Los efectos de este cierre se sintieron muy rápido en la dinámica económica mundial. China constituye, todavía en 2021, la segunda economía más grande y la principal proveedora de mercancías para Estados Unidos y tercer destino más importante de sus exportaciones, después de Canadá y México.

Esta súbita interrupción de las actividades productivas de la economía más dinámica del mundo, el freno de sus exportaciones y la restricción de sus importaciones redujeron la masa del comercio internacional y detuvieron la producción encadenada a sus insumos y productos semielaborados. China representó, en 2019, la economía con mayor peso en el comercio de mercancías, y su mercado internacional fue esencial para cinco ramas estratégicas de la producción mundial: fármaco-química, aeronáutica, electrónica, telecomunicaciones y automotriz. El freno de la economía china provocó una ruptura central en las cadenas globales de valor.

El primer ámbito en observar los riesgos, de mediano y largo plazos, que este freno levantaría fue el mercado de valores. De manera natural, los mercados financieros reaccionan a las perspectivas de los mercados físicos. El impacto en el valor del mercado financiero internacional fue mayúsculo y en las economías ligadas a este. Los primeros en sentirlo fueron los mercados bursátiles de los países más avanzados. Desde el 19 de febrero, los mercados financieros internacionales centrales iniciaron una caída simultánea de sus valores que duró hasta el 23 de marzo, cuando todas las bolsas alcanzaron su mínimo. Durante este primer periodo, las pérdidas en esos mercados bursátiles fueron mayores de un tercio de sus valores: -33.9 % del Standard & Poor's (S&P) 500 estadounidense; -36.6 % del índice bursátil alemán (Dax, *deutscher aktienindex*); -27.8 % del índice bursátil japonés (Nikkei) y -33 % del FTSE inglés (gráfica 1).

Gráfica 1. Índice de bolsas de valores (2 de febrero = %)



Fuente: elaboración propia con datos de <<http://www.investing.com>>.

El freno de este desplome financiero se consiguió solo mediante una inmensa política de inyección de liquidez a los mercados. Para el 23 de marzo [FED, 2021], poco más de un mes de pérdida de valores, el Federal Open Market Committee (FOMC), o Comité Federal de Mercado Abierto, anunció un tercer arsenal de medidas monetarias, coordinadas con la Reserva Federal (FED, por sus siglas en inglés), el Departamento del Tesoro y el Fondo de Estabilización Cambiaria (ESF, por sus siglas en inglés), que contenían programas de compra de bonos, activos y flujo de créditos. Estas medidas sumaron más de 1 030 millones de dólares y, además, se acompañaron con la reducción de las tasas de interés de los fondos federales a un mínimo entre 0 % y 0.25 por ciento.

De modo paralelo el resto de las economías avanzadas fortalecieron sus programas de inyección de liquidez y contención del desplome financiero. El Banco Europeo, por ejemplo, anunció medidas mayores de 750 000 millones de euros. Hasta aquel momento, si bien las economías se enfrentaban a una clase de crisis inédita, las respuestas se enmarcaron en las tradicionales transferencias directas al consumo y políticas monetarias no convencionales, concentradas en la inyección de liquidez al mercado. Los efectos que provocaron no fueron, en cambio, tan nuevos como la pandemia. Estos se relacionaron más con las tendencias vigentes de la financiarización de la economía mundial que, con la crisis de la pandemia por la covid-19, los volvió más evidentes.

Rasgos de financiarización en la covid-19

La cuestión sobre cuánto tiempo podría resistir la economía mundial con aparatos productivos nacionales al mínimo esencial, el flujo del mercado mundial muy reducido, las cadenas globales de valor interrumpidas y con una creciente presión

en sus sistemas de salud nacionales, devolvió toda la atención a los espacios fiscales nacionales. En las economías avanzadas, la alta capacidad de endeudamiento y el gran margen para políticas de inyección de liquidez mostraron la principal diferencia con el resto de las economías.

La capacidad de aplicar medidas monetarias y créditos directos al consumo frente a la crisis de la covid-19 expresó dos condiciones: 1) la inmensa asimetría financiera entre las economías; y 2) la gravedad en la predominancia de los intereses financieros sobre la actividad de la economía. En Estados Unidos, entre el 25 de febrero y el 23 de marzo los mercados financieros habían perdido más de un tercio del valor de sus activos, y la perspectiva era peor. Cuando la FED anunció su tercera y más grande medida, con lo que acumulaba más de 4 000 millones de dólares inyectados a su economía, los mercados financieros internacionales cambiaron su tendencia. El mensaje que dio la política monetaria estadounidense, análogo al de 2009, consiguió frenar la caída del mercado financiero y alimentar el mayor rendimiento de sus organismos bursátiles desde 1938.

En conjunto, el efecto que tuvo la inyección masiva de dólares y la baja tasa de interés alcanzó a los principales mercados financieros de forma inmediata. Todas las bolsas de valores reaccionaron con el freno de su caída y una tendencia de acelerado crecimiento. Entre el 23 de marzo y el 11 de junio, los principales mercados bursátiles registraron crecimientos inéditos: el Nikkei avanzó 20.7 %; el Dax, 23.8 % y el S&P 500, 30.9 %. El único mercado que se rezagó fue el FTSE inglés que, además de la crisis de la covid-19, atravesaba su proceso del Brexit, pero de igual forma registró un crecimiento de 18.9 por ciento.

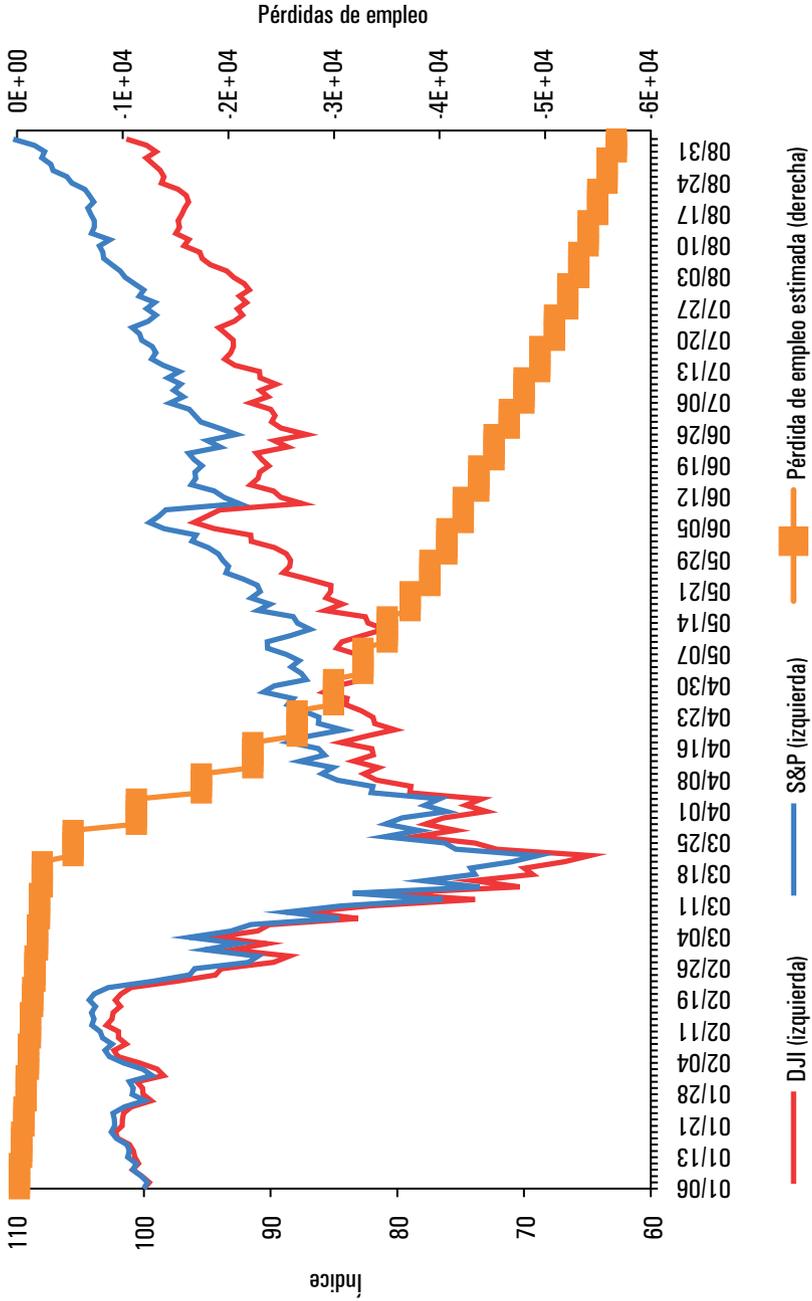
De manera contraria, en la misma semana que cambió el ánimo financiero internacional y se frenaron las caídas bursátiles, se inauguró una tendencia récord en las solicitudes de seguro por desempleo en Estados Unidos. De acuerdo con

el Departamento del Trabajo de dicho país [DOL, 2021], entre marzo y julio de 2020, durante la primera carrera financiera, se acumularon más de 50.6 millones de nuevas solicitudes de desempleo. En el mismo periodo se registró el ritmo más acelerado de pérdida de empleo y la tasa de desempleo más alta en la historia de esa nación.

Para el segundo cuatrimestre de 2020, la contracción del PIB estadounidense respecto del 2019 fue de -9.3 % y la tasa de desempleo alcanzó 12.8 %. Esta condición expresó una de las características más notables del proceso de financiarización: el contraste entre los rendimientos de las actividades financieras frente a la actividad productiva [Moore, 2001]. La capacidad de absorción financiera de la liquidez inyectada a los mercados fue, de manera inversa, proporcional a la incapacidad de valorización en la producción de capital. En el marco de un mercado laboral cada vez más contraído y altos rendimientos financieros, la incógnita era: ¿hasta qué punto es sostenible la contradicción entre el freno de la reproducción ampliada del capital y el crecimiento de la circulación financiera? (gráfica 2). Dadas las perspectivas de crecimiento globales y estadounidense, este comportamiento se presentó irracional.

Esta relación financiarizada entre los mercados financieros y el mercado laboral estadounidenses continuó hasta cuando, incluso, los índices recuperaron sus niveles prepandémicos, en septiembre de 2020. En condiciones de predominancia de las finanzas sobre la acumulación de capital, “las expansiones financieras se consideran como sintomáticas de una situación en la que la inversión de dinero en la expansión del comercio y la producción no cumple ya el objetivo de incrementar el flujo de tesorería del estrato capitalista” [Arrighi, 1999: 21]. Las condiciones creadas por la covid-19 tornaron más evidente esta condición financiarizada de la economía estadounidense. Dados el nivel de financiarización y el freno de las actividades productivas, la tasa de ganancia

Gráfica 2. Índices bursátiles y de pérdidas de empleo en Estados Unidos
(enero de 2020 a septiembre de 2020)



Fuente: elaboración propia con datos de <<https://oui.doleta.gov/>> y <<https://fred.stlouisfed.org/>>.

en las operaciones puramente financieras especulativas se tornó mucho más alta que en la producción de capital. De ahí que las sucesivas inyecciones de liquidez fueran absorbidas por las bolsas de valores y muy poco influyeron en los aparatos productivos.

Hasta ese momento, las perspectivas económicas fueron muy pesimistas. El Fondo Monetario Internacional [FMI, 2020] estimó en abril, un mes después de las medidas monetaristas, que el impacto de la covid-19 en la economía mundial sería de una desigual contracción de -3 % en la producción. En particular, se proyectó una caída de -5.9 % para Estados Unidos; para el resto de las economías avanzadas se estimó -6.1 %, con contracciones más fuertes en Italia, -9.1 %; España, -8 %; Francia -7.2 %; Alemania, -7.0 %; y Reino Unido, -6.5 %; para América Latina y el Caribe se proyectó -5.2 %, con efectos más duros en México, -6.6 %; Ecuador, -6.3 %; Argentina, -5.7 %; y Brasil -5.3 %. Este escenario de contracción generalizada de la producción y el consumo del capital, con altos rendimientos en los mercados financieros y de los índices bursátiles, mostró la profunda financiarización que impera en la economía mundial.

La relación entre las políticas monetarias no convencionales de inyección de liquidez al mercado con el proceso de financiarización se ha explorado desde diferentes perspectivas [Ampudia, 2010; Ordu-Akkaya y Soytaş, 2020; Perillo y Battiston, 2020]. En general, el resultado de estas medidas y los efectos en el incremento de los mercados financieros conduce “principalmente al incremento de la actividad intrafinanciera, más que al aumento de la actividad del sistema financiero dirigida a la economía real” [Perillo y Battiston, 2020: 1424]. Esta manifestación del progresivo proceso de financiarización en la economía mundial se volvió más evidente a partir de la covid-19.

En estas condiciones, también se observó cómo la creación de capital ficticio, es decir, “la mera fabricación de simples

medios de circulación” [Marx, 1977: 513], no ocurre con absoluta independencia del nivel de producción y consumo reales. Si bien la mayor parte de la liquidez monetaria inyectada terminó en rendimientos financieros, en muchos países se condujeron transferencias directas de ingreso a los hogares y, en casos ejemplares como Chile o España, se definió un ingreso mínimo vital garantizado. Con esto se buscó proteger el acceso mínimo a medios de subsistencia de la población, fortalecer la capacidad de confinamiento y las medidas de distanciamiento social y evitar el colapso del consumo en los mercados internos.

El curso de la pandemia mostró, desde sus primeros momentos, la profunda asimetría entre las economías, en especial entre el ámbito de su desigual nivel de desarrollo de las relaciones de producción del capital y su lugar en la división internacional del trabajo. No todas las economías tuvieron la capacidad de reacción que mostraron las economías centrales. Las medidas de inyección de liquidez a los mercados, de ampliación de los márgenes de deuda o de aplicación de programas de transferencias directas al consumo no fueron universales. Del mismo modo, las consecuencias de la financiarización en el curso de la pandemia tampoco fueron homogéneas entre todas las economías.

FINANCIARIZACIÓN DEPENDIENTE

En tiempos de crisis económicas los contrastes son más evidentes. En las condiciones de la crisis económica desencadenada por la covid-19 y el carácter financiarizado de sus medidas de contención, se volvieron más actuales los planteamientos respecto de la integración subordinada al mercado mundial y el papel complementario en la división internacional del trabajo de la teoría marxista de la dependencia [Dos Santos, 1978; Marini, 1973], y la tesis del “desarrollo del subdesarrollo”

y la profundización de asimetrías con el desarrollo de las relaciones del capital [Frank, 1969]. La condición forzada y complementaria de los procesos de liberalización de las finanzas, de integración al sistema de crédito internacional, de desregulación de los mercados y de articulación con la producción y el consumo globales definieron el carácter subordinado de la financiarización [Lapavitsas, 2016]. Las transformaciones generadas por la financiarización de las economías avanzadas, si bien no corresponden a la realidad del resto de las economías, están determinadas en función del gran capital financiero, como se ha observado en la crisis por la covid-19.

De manera similar a las tendencias en la economía mundial, antes de pandemia se reconocía que las perspectivas de las economías en desarrollo, sobre todo no asiáticas, entonces más preocupadas por la guerra comercial entre Estados Unidos y China, eran bajas. En particular, para América Latina la Comisión Económica para América Latina y el Caribe [Cepal, 2019] reconoció que la región ya mostraba una desaceleración económica generalizada y sincronizada, y señaló que para 2019 se completaron seis años consecutivos de bajo crecimiento, con una estimación de 0.1 % al cierre del año. Impulsado más por Colombia con 3.5 %, Bolivia con 2.2 % y Perú con 2.2 %, que por Nicaragua con -3.09 %, Argentina, -2.1 % y México, -0.1 %. La crisis por la covid-19 solo detonó los problemas estructurales y expuso las contradicciones que la globalización y la financiarización crearon con anterioridad.

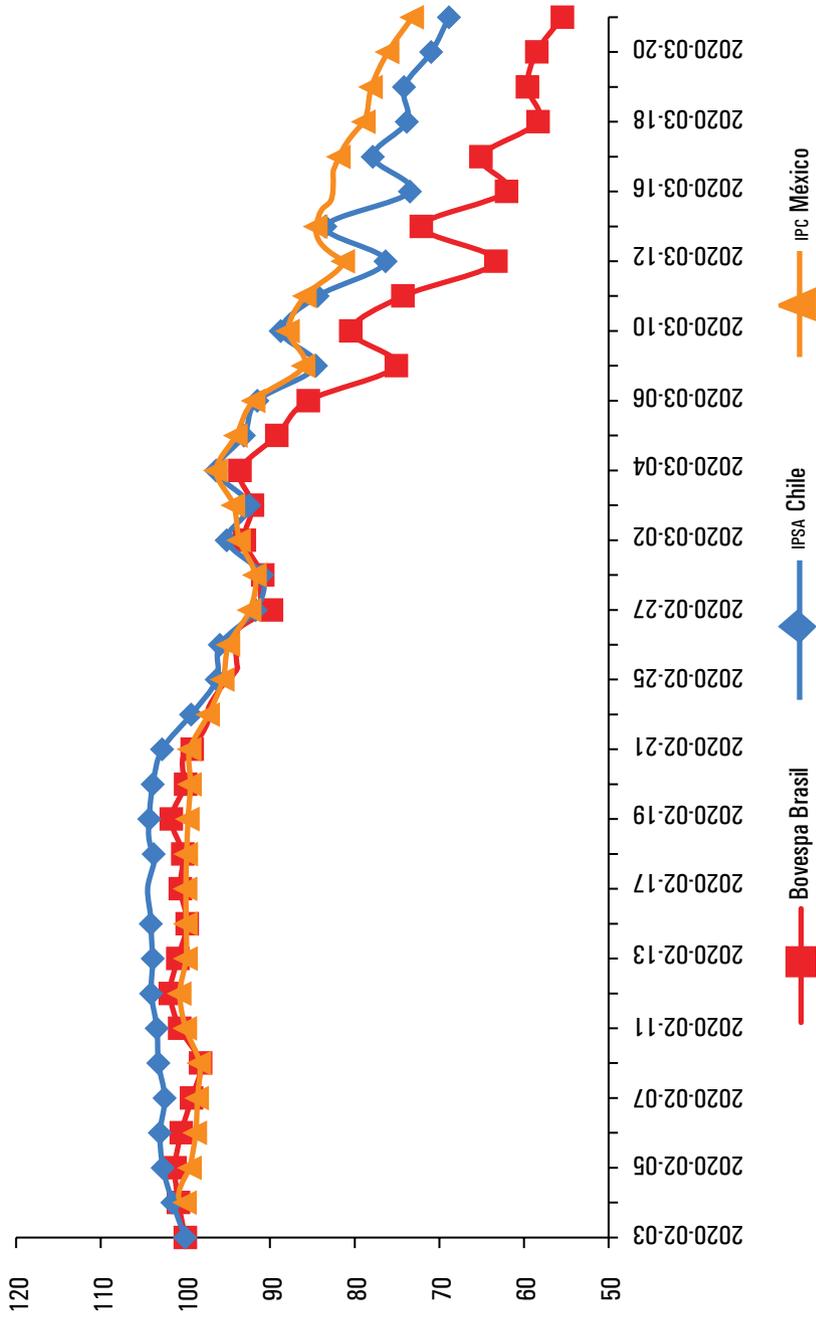
El primer elemento de la financiarización que la crisis por la covid-19 volvió más evidente, fue la integración asimétrica y la dependencia de sus mercados bursátiles. El impacto que recibieron las economías latinoamericanas de los efectos financieros que la pandemia causó en las economías centrales operó en la circulación del capital financiero y el contagio en sus principales mercados de valores. Con casi perfecta

sincronía, las principales bolsas de América Latina emprendieron una caída solo frenada por el anuncio de los estímulos monetarios y las masivas inyecciones de liquidez en Estados Unidos. Entre el 19 de febrero y el 23 de marzo, el mismo periodo analizado en los mercados de economías avanzadas, la Bolsa de Valores de Brasil (Bovespa) registró una pérdida de -45.4 % de sus activos; el índice de precio selectivo de acciones (IPSA), que mide las principales acciones de la Bolsa de Comercio de Santiago, cayó -34.9 %; y la Bolsa Mexicana de Valores perdió -26.6 % (gráfica 3).

Entre las principales condiciones de la financiarización están la libre movilidad de los capitales y la integración de los mercados. La simultaneidad con que la crisis financiera se extendió en el mundo mostró el altísimo grado de integración y vulnerabilidad que construyó el capital financiero, y su particular relación con la producción y circulación del capital no financiero. Los efectos que tuvieron la desregulación neoliberal de los mercados de capital (comercial, productivo y financiero) y la globalización de las relaciones de producción y consumo crearon una condición financiarizada de síntesis entre los mercados financieros internacionales y de disociación relativa con la reproducción ampliada del capital.

Era natural, de este modo, que el efecto de las perspectivas negativas en los mercados financieros de las economías avanzadas y el endurecimiento de las medidas de contención contra el avance de la covid-19 afectaran el clima de inversión financiera en América Latina y demás economías vinculadas. En promedio, la proporción de la caída en las bolsas latinoamericanas fue similar a las centrales: alrededor de un tercio de sus valores. Sin embargo, las causas no fueron resultado, de manera directa, de la dinámica de sus propias economías, sino efecto del mercado financiero mundial y de las tendencias de la financiarización.

Gráfica 3. Índice de bolsas de valores (1 de enero = %)



Fuente: elaboración propia.

En los estudios de la financiarización se ha reconocido que existen profundas diferencias en el desarrollo mismo y en los efectos que este proceso ha tenido dentro de las economías de los llamados países emergentes, periféricos o en desarrollo [Becker *et al.*, 2010; Bonizzi, Kaltenbrunner y Powell, 2019; Correa, Vidal y Marshall, 2013; Karwowski y Stockhammer, 2017]. Un síntoma de esta asimetría y de la forma que tuvo el combate a la pandemia de la covid-19 fue el ritmo de recuperación de los mercados. Mientras las bolsas de valores de los países centrales recuperaron su nivel en solo cinco meses y, desde entonces, registraron niveles récord en sus mercados, las bolsas latinoamericanas no tuvieron ese comportamiento. Para mediados de septiembre de 2020, cuando los mercados de los países centrales ya habían superado sus niveles prepandémicos, en América Latina aún persistía una pérdida de -20 % de sus valores.

El segundo fenómeno de la financiarización que la covid-19 volvió aún más evidente fue la financiarización de los precios de las materias primas. Desde inicios de la primera década del siglo XXI, la relación entre los mercados financieros y las materias primas, especialmente en la definición de los precios, ha sido creciente. Sobre las condiciones generales de la globalización y la financiarización, los precios de las materias primas dejaron de ser determinados, principalmente, por el costo medio de producción y quedaron sujetos a la especulación financiera y a las expectativas de los precios futuros. Para muchos, la conexión entre los mercados de productos básicos y los mercados de capital financiero es cada vez más estrecha [Cheng y Xiong, 2014; Creti, Joëts y Mignon, 2013; S. Irwin y Dwight, 2011; Irwin y Sanders, 2012; Tang y Xiong, 2012] y corresponde a uno de sus principales rasgos de financiarización.

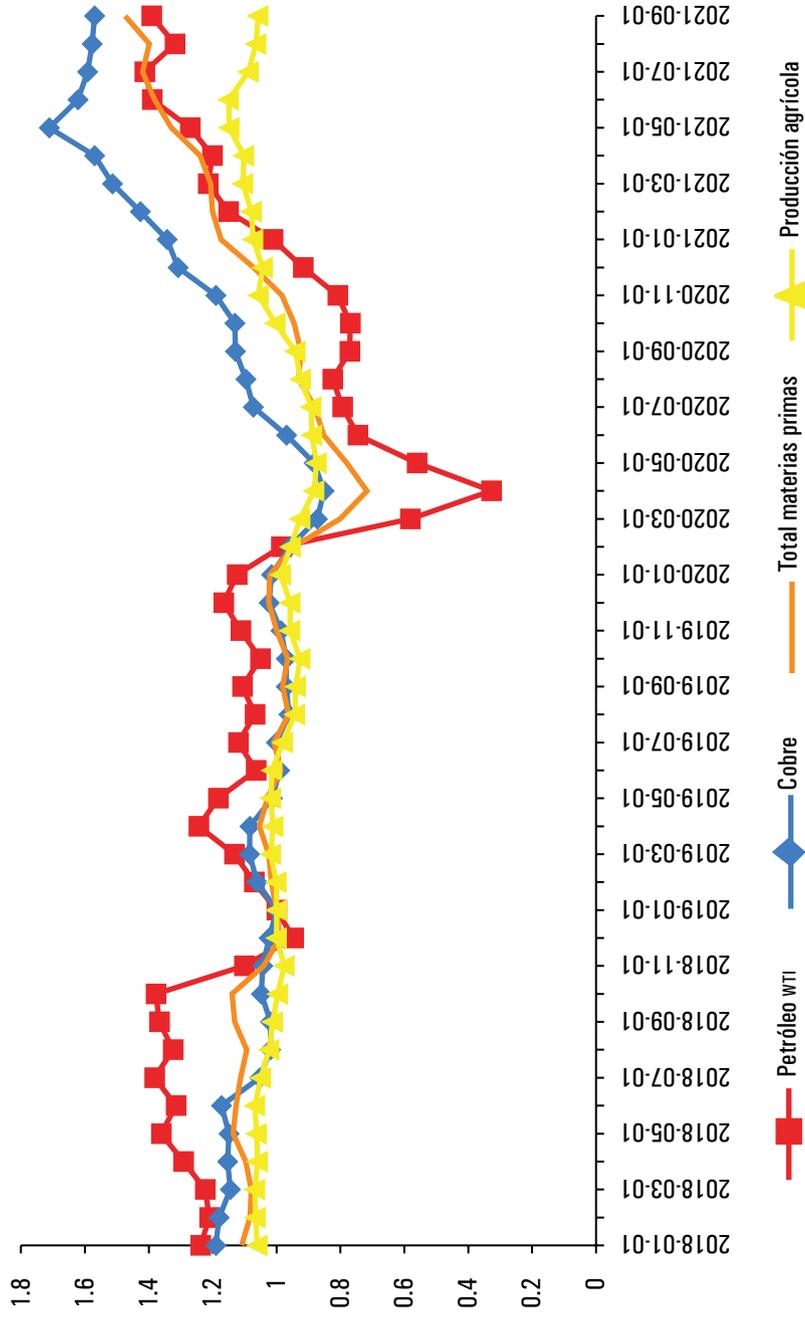
En un primer momento, al inicio de la pandemia, en el mercado internacional de materias primas se presentó una intensa caída en el nivel de precios provocada por la contracción de la demanda física, resultado del freno de las actividades

productivas no esenciales y demás medidas sanitarias contra la covid-19. Entre enero y marzo de 2020, de acuerdo con el índice de precios de materias primas (Primary Commodity Price System, PCPS) del FMI, el índice general de precios registró una depreciación de -29.3 %, con pérdidas más graves en los sectores minero y energético, y petrolero. En este último, el precio de referencia acumuló una depreciación de más de -63 % entre enero y marzo (gráfica 4).

Esta caída de precios, en el marco de la contracción de la demanda internacional, generó un impacto negativo en las balanzas comerciales y en los niveles de recaudación, inversión pública y producción y consumo, de por sí restringidos por la covid-19. En América Latina, hasta 2019 la recarga del comercio exportador en las materias primas es muy alta; en Ecuador constituye 93 %; en Uruguay, 80 %; en Colombia, 74 % y, en Argentina, 67 %. En particular, la exportación de petróleo es fundamental para varias economías latinoamericanas: Venezuela destina el 92 % (80 % crudo y 12 % refinado) del total de sus exportaciones; Trinidad y Tobago, 54.6 %; Bolivia, 32 %; Colombia, 33.3 % (28 % crudo y 5.3 % refinado); y Ecuador, 29 %. De este modo, los efectos inmediatos de la caída de precios afectaron, aún más, las perspectivas de crecimiento y recuperación frente a la covid-19.

La recuperación en este ciclo de precios de las materias primas estuvo marcada, en cambio, no por expectativas de repunte de la producción o un incremento de la demanda internacional, sino por la tendencia de la financiarización. El aumento de los precios presentó dos momentos distintos. En el primero, se detuvo la caída de precios, en conjunto con el mercado financiero, mediante las inyecciones de liquidez a los mercados antes descritas, y las reducciones en las tasas de interés aplicadas sobre todo en Estados Unidos y la Unión Europea entre marzo y abril del 2020. Este escenario resultó muy favorable para la recuperación. Desde mayo, muchas materias primas recuperaron su nivel de precios previo a la

Gráfica 4. Índice de precios de materias primas (enero 2019 = %)



Fuente: elaboración propia con datos de PCPS del IMF.

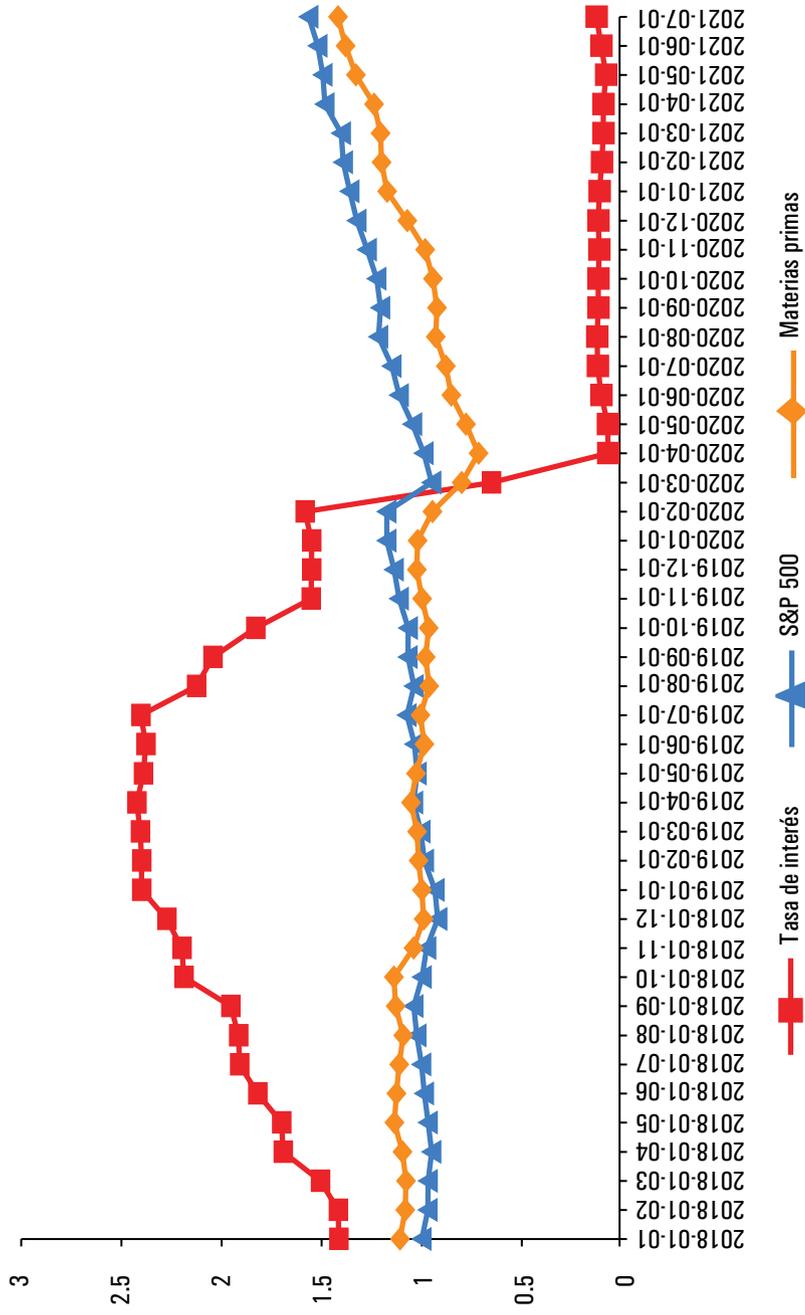
pandemia. Para noviembre, el índice de precios general recuperó su nivel, lo cual reprodujo el mensaje de recuperación en los mercados financieros y físicos, y mejoró las perspectivas de crecimiento de los países exportadores de materias primas.

El segundo momento de la recuperación de los precios se presentó cuando la tendencia a la alza se extendió más allá de la recuperación de los niveles que antecedieron a la pandemia (gráfica 5). La acelerada recuperación y superación del nivel de precios develó, con mucha claridad, un rasgo fundamental de la financiarización del mercado de materias primas. Este proceso se ha identificado a partir de la transformación de la composición de los participantes en los mercados [Cheng y Xiong, 2014]; el incremento en el interés de los inversores por las materias primas y el aumento en las correlaciones de rendimiento con otros activos financieros [Rouwenhorst y Tang, 2012]; el masivo aumento de liquidez en el mercado financiero de materias primas [Irwin y Dwight, 2011]; y las nuevas estrategias de inversión en los mercados de materias primas [Zaremba, 2015].

Los efectos de la combinación de instrumentos monetarios y bursátiles en la financiarización, en el caso de los mercados de las materias primas, fueron muy esclarecidos con la crisis de la covid-19. En las condiciones de una baja de las tasas de interés, entre febrero y abril del 2020, hasta un nivel de 0 %-0.05 %, y las medidas de inyección de liquidez, se inundaron de liquidez los mercados financieros y produjeron carreras de apreciación que se ha mantenido hasta el último trimestre del 2021. La correlación de precios entre los mercados financieros y el de materias primas avanzó casi de manera teórica [Cheng y Xiong, 2014].

Se mostró con mucha claridad la conexión financiarizada entre los mercados de productos básicos y los de capital financiero. Esta ha sido uno de los cambios más radicales en los mercados de materias primas y ha deteriorado el sentido

Gráfica 5. Precios de materias primas, S&P 500 y tasa de interés de fondos federales



original del mercado de futuros de materias primas (FMP). La financiarización de este mercado, si bien constituye un problema para todos los países, tiene efectos más graves en las naciones dependientes primarias-exportadoras, debido a que la volatilidad de sus precios tiene un efecto directo sobre sus balanzas comerciales que deben compensarse en la esfera de la producción.

REFLEXIONES FINALES

La pandemia de la covid-19, además de representar por sí misma la más grave crisis sanitaria global en los últimos cien años, ha puesto al descubierto los profundos límites estructurales de la economía mundial y ha revelado las máximas vulnerabilidades del modelo de acumulación financiarizado y globalizado. El saldo de las políticas de disminución de la participación del Estado, de la privatización de servicios públicos y, para el caso, del abandono de los sistemas de salud universales creó una inmensa incapacidad de reacción frente a esta o cualquier otra crisis sanitaria.

La crisis de la covid-19 desencadenó los problemas estructurales presentes en la economía mundial y expuso los límites del actual patrón de acumulación. La globalización de la producción y el consumo y la financiarización de la reproducción ampliada del capital han tenido efectos muy asimétricos entre las economías. Estos procesos han redefinido la división internacional del trabajo y la lógica de transferencia de valor entre las ramas productivas y los tipos de capital, con gran preferencia en la circulación del capital financiero. En particular, la financiarización de los mercados de materias primas representa un problema para la economía mundial, pero con efectos más graves en los países dependientes primarios-exportadores.

El curso de la crisis económica por la covid-19 y los distintos mecanismos para su freno, mitigación y reparación ha mostrado la urgente necesidad de atención a las asimetrías estructurales. La profundidad de la globalización y la financiarización develó sus límites y se han comenzado a cuestionar sus cimientos. Empiezan a tomar fuerza las ideas de repliegue de cadenas globales de valor y de reindustrialización. La regulación de los mercados financieros y la desfinanciarización de la acumulación de capital también han comenzado a tomar fuerza en algunas economías, en especial las asiáticas.

Las anheladas reactivación económica y nueva normalidad no podrán asegurarse sin una reversión de la globalización y la financiarización. La covid-19 exhibió el agotamiento de este modelo de acumulación y la necesidad de construir alternativas. Detrás de la crisis de la covid-19 están las crisis ambiental, climática y de biodiversidad; el insostenible nivel de concentración de ingreso y desigualdad social; el deterioro de las instituciones multilaterales y varias otras contradicciones que este modelo de reproducción social es incapaz de resolver.

REFERENCIAS

- Ampudia Márquez, N. C. [2010], “Limitaciones de la política monetaria en escenarios de restricción crediticia y financiarización”, *Problemas del Desarrollo*, 41(161): 212-228.
- Arrighi, G. [1999], *El largo siglo xx*, vol. 3, Madrid, Ediciones Akal.
- Becker, J., J. Jäger, B. Leubolt y R. Weissenbacher [2010], “Peripheral financialization and vulnerability to crisis: a regulationist perspective”, *Competition & Change*, 14(3-4): 225-247, <<https://cutt.ly/WH7wPML>>.

- Bonizzi, B., A. Kaltenbrunner y J. Powell [2019], *Subordinate financialization in emerging capitalist economies*, Greenwich Political Economy Research Centre (GPERC).
- Cepal (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) [2019], *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, 2019*, (LC/PUB.2019/25-P), Santiago de Chile.
- Cheng, I. H., y W. Xiong [2014], “The financialization of commodity markets”, *NBER Reporter*, (2): 20-23.
- Correa, E., G. Vidal y W. Marshall [2013], “Financialization in Mexico: trajectory and limits”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 35(2): 255-275, <<https://cutt.ly/TH7wVeJ>>.
- Creti, A., M. Joëts y V. Mignon [2013], “On the links between stock and commodity markets’ volatility”, *Energy Economics*, 37: 16-28.
- DOL [2021], *US Department of Labor. Bureau of Labor Statistics*, disponible en <<https://cutt.ly/vJDpe3V>>.
- Dos Santos, T. [1978], *Imperialismo y dependencia*, México, Era.
- FED [2020], “Federal Reserve announces extensive new measures to support the economy”, *Press Release*, 23 de marzo, <<https://cutt.ly/cH7w2Lv>>, 7 de septiembre de 2021.
- FMI [2020], “World Economic Outlook”, *The Great Lockdown*, Washington, D. C., abril.
- Frank, A. G. [1969], *Desarrollo del subdesarrollo*, México, Ed. Rev. Tratoani.
- Irwin, S. y S. Dwight [2011], “Index funds, financialization, and commodity futures markets”, *Applied Economic Perspectives and Policy*, 33(1): 1-31, <<https://cutt.ly/5H7enSI>>.
- Irwin, S. H. y D. R. Sanders [2012], “Financialization and structural change in commodity futures markets”, *Journal of Agricultural and Applied Economics*, 44(1379-2016-113661): 371-396.
- Karwowski, E. y E. Stockhammer [2017], “Financialization in emerging economies: a systematic overview and comparison with Anglo-Saxon economies”, *Economic and Political Studies*, 5(1): 60-86, <<https://cutt.ly/GH7eRPX>>.

- Lapavitsas, C. [2016], *Beneficios sin producción: cómo nos explotan las finanzas* (traducción del inglés, 2013, *Profiting without producing: how finance exploits us all*, Verso Books), Madrid, Traficantes de Sueños.
- Marini, R. M. [1973], *Dialéctica de la dependencia*, México, Era.
- Marx, K. [1977], *El capital, t. 3, vol. 7. El proceso global de la producción capitalista*, México, Siglo XXI.
- Moore, J. W. [2001], “Phases of capitalist development”, *Phases of Capitalist Development* (enero), <<https://cutt.ly/XH7e-G7K>>.
- Ordu-Akkaya, B. M. y U. Soytaş [2020], “Unconventional monetary policy and financialization of commodities”, *The North American Journal of Economics and Finance*, 51, 100902.
- Perillo, C. y S. Battiston [2020], “Financialization and unconventional monetary policy: a financial-network analysis”, *Journal of Evolutionary Economics*, 30(5): 1 385-1 428.
- Rouwenhorst, K. G. y K. Tang [2012], “Commodity investing”, *Annu. Rev. Financ. Econ.*, 4(1): 447-467.
- Tang, K. y W. Xiong [2012], “Index investment and the financialization of commodities”, *Financial Analysts Journal*, 68(6): 54-74.
- Zarembka, A. [2015], *The financialization of commodity markets*, Nueva York, Palgrave Macmillan.

5. LA BANCA DE DESARROLLO DE AMÉRICA LATINA ANTE LA CRISIS PANDÉMICA

*Marcos V. Chiliatto
Daniela M. Prates¹*

INTRODUCCIÓN

El brote pandémico de la covid-19 fue un choque externo triple —sanitario, económico y financiero— que afectó a los países en desarrollo mediante muchos canales de transmisión. Se registraron salidas sin precedentes de capital de cartera de no residentes, reducciones en la inversión extranjera directa, caídas en los ingresos por exportaciones y un colapso de la industria del turismo, así como un decremento en los precios de las materias primas y las remesas de inmigrantes [United Nations, 2020].

Posteriormente al choque inicial, dos de estos canales comenzaron a actuar en sentido contrario. El primero correspondió a los flujos de cartera que se recuperaron ya en el segundo trimestre de 2020, pero no se trata de una recuperación normal al estándar anterior; en realidad se registra mayor volatilidad y predominan emisiones de bonos en moneda extranjera, algo que genera desajuste monetario para los deudores [Prates y De Paula, 2021]. El segundo fue el aumento de los precios de las materias primas que comenzó en la segunda mitad del 2020, pero con heterogeneidad en los países y como

¹ Las opiniones y los puntos de vista expresados en el texto corresponden a los autores y no representan necesariamente las opiniones y los puntos de vista del Grupo BID y de la Unctad.

fenómeno cíclico.² La posición histórica de deudores en moneda extranjera de los países en desarrollo, derivada de su incapacidad de emitir monedas internacionales los hace más vulnerables a choques externos [Paula, Fritz y Prates, 2017]. Esta condición tiene como resultado un espacio fiscal menor y amplía el efecto de choques en la sostenibilidad de deuda, ya que las depreciaciones monetarias resultantes aumentan aún más los servicios de deuda externa.

Además de esta vulnerabilidad estructural, en 2019 los niveles de deuda ya estaban mayorados por efectos acumulados de la crisis financiera global (CFG) del 2008. Si bien todas las regiones en desarrollo fueron alcanzadas por la covid-19 a una velocidad y escala mayores que en la CFG, el efecto de los diferentes canales de transmisión fue heterogéneo debido a las vulnerabilidades preexistentes y al perfil de la integración financiera internacional, que da forma a las fuentes de ingresos y gastos en moneda extranjera, así como la composición de los pasivos externos de los acreedores y deudores [United Nations, 2020].

América Latina y el Caribe es la región en desarrollo que más ha sufrido, con altas tasas de contagio y de mortalidad, al registrar la peor crisis de la que se tiene constancia, una contracción de 7 % en 2020, en comparación con 2.1 % en el total de economías emergentes y en desarrollo [IMF, 2021; ECLAC, 2021].

Los bancos multilaterales de desarrollo han tenido un papel histórico importante en la región, sea por intermedio de la

² El actual repunte de las materias primas parece ser un fenómeno cíclico en el caso de los combustibles y la mayoría de los productos básicos metálicos y agrícolas —relacionado con el aumento de la brecha entre la oferta y la demanda debido a la recuperación económica de la pandemia, las cosechas más débiles de lo esperado y la disminución de los inventarios de petróleo—, mientras que puede durar más tiempo en el caso de los biocombustibles y, en especial, de los metales industriales que son clave para la transición energética (por ejemplo, el cobre, el cobalto y el níquel). Si, por un lado, este auge ha beneficiado a las economías en desarrollo exportadoras de productos básicos, por otro lado ha provocado un deterioro de la balanza comercial de los importadores, las presiones inflacionistas y una amenaza para la seguridad alimentaria en varios países [Mahadeva, 2021; Unctad, 2021].

financiación a bajos costos, sea por el apoyo técnico al diseño, ejecución de las inversiones y distintas formas de soporte institucional. El capítulo analizará la reacción de la banca multilateral a esa crisis en América Latina y el Caribe mediante la data más reciente y contribuciones importantes sobre respuestas a la pandemia: Levy [2020], Gallagher, Gao, Kring, Kring *et al.* [2020], Griffith-Jones, Marodon y Ocampo [2020], Ocampo [2020], Humphrey [2020], Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC) [2021] y Fleiss [2021], entre otros.

El capítulo se concentra en los tres principales bancos que actúan en la región: las ventanillas soberanas del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y el Banco Mundial,³ y el Banco de Desarrollo de América Latina (BDAL). La primera parte presenta el modelo financiero de la banca. Luego, en perspectiva histórica, discute aspectos relacionados con la creación de esos bancos, especificidades en sus gobernanzas e indicadores financieros. Por último, a partir de la dimensión de la crisis se discute la respuesta de la banca multilateral. En conclusión, presenta discusiones sobre cómo la banca podría ampliar aprobaciones, desembolsos y alcanzar una respuesta robusta a una crisis sin precedentes.

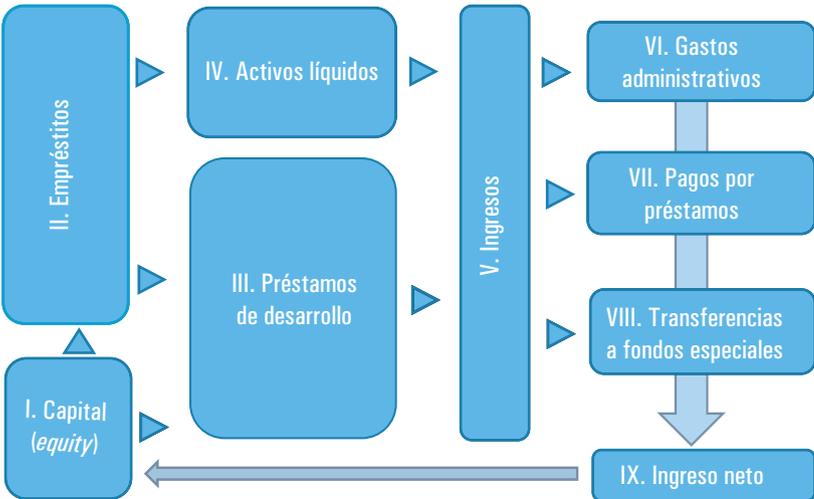
Aunque América Latina y el Caribe crecieron cerca de 6 % en 2021, en el momento de redactar este capítulo, la región padecía con nuevas variantes de virus, tasas de vacunación desiguales, aumento de la inflación debido al repunte internacional de precios y volatilidad en tipos de cambio —a causa de una especialización excesiva en materias primas y alta exposición a flujos internacionales de capital especulativo [Unctad, 2021]—. Una mayor disponibilidad de financiamiento multilateral no solo es crucial para la recuperación de la pandemia, sino también podría ayudar a la región a enfrentar desafíos históricos de desarrollo.

³ El Grupo BID está integrado por tres instituciones (BID, BID Invest y BID Lab) y el Grupo Banco Mundial Cinco (BIRF, AIF, IFC, MIGA y CIADI).

Las características esenciales de los bancos multilaterales de desarrollo son: i) estatus legal independiente, gobernados por acuerdos internacionales y no sujetos a regulación nacional; ii) mandato de política pública; iii) propiedad de dos o más países, que aportan capital y fondos de desarrollo; y iv) financieramente autosostenibles y que apalancan recursos en mercados de capitales internacionales [Xu, Ren y Wu, 2019; Fleiss, 2021].

El diagrama 1 presenta de modo simplificado la manera con la cual estas instituciones logran financiar proyectos de desarrollo a bajos costos financieros, en plazos largos de vencimiento (llegando a más de 30 años), además de generar ingresos suficientes para costear sus actividades administrativas, gastos financieros, productos de conocimiento o transferencias.

Diagrama 1. Modelo financiero simplificado de la banca multilateral



Fuente: elaboración propia con datos de estados financieros del Banco Mundial, BID y CAF.

La banca multilateral se constituye con contribuciones de capital de los países miembros, que pueden ser: contribuciones de capital pagado (*paid-in*), que son recursos desembolsados por los países; suscripciones de capital exigible (*callable capital*), no pagadas, que funcionan como garantías sujetas a desembolsar para cumplir con necesidades y el *call* solo que se hace para cumplir con obligaciones financieras con terceros —a la fecha, ningún banco multilateral ha hecho el *call*—, y el ingreso neto acumulado. La banca multilateral no distribuye ganancias para accionistas, pero acumula sus ingresos netos como capital; son rendimientos de los proyectos financiados por la banca, pagos de interés de prestatarios, que no afectan el poder de voto.

Al seguir la numeración en el modelo (figura 1), el capital (i. *equity*) incluye *paid-in* y los ingresos acumulados; con esto la banca logra emitir deuda en mercados de capitales (ii. empréstitos) y apalancar recursos de su capital. Como se analizará, son instituciones de robusta proporción entre capital y sus carteras, con abundancia de liquidez y poseen reconocidas condiciones de acreedores preferentes, producto del apoyo permanente de los países miembros. Con gobernanzas sólidas, son instituciones bien evaluadas por las agencias calificadoras, y con eso emiten deuda a un costo financiero relativamente bajo, permitiendo apalancar recursos de inversionistas (conservadores).

Sobre el *equity* y los empréstitos (principales componentes del pasivo) se construyen las carteras de activos, que son: los préstamos de desarrollo (iii) y activos líquidos (iv).

Los préstamos de desarrollo conforman la herramienta más poderosa de estos bancos, al financiar operaciones con garantía soberana (gobiernos) o sin garantía soberana (usualmente sector privado). Financian proyectos en distintos sectores: transporte, energía, vivienda, educación, salud, agricultura, ciencia y tecnología, desarrollo institucional, etcétera. Las operaciones, en general, se acompañan de apoyo técnico para

diseño y ejecución del proyecto, bajo estándares ambientales y sociales reconocidos a escala internacional.

Los bancos multilaterales no están bajo supervisión de ningún banco central y, por eso, no tienen acceso a un prestamista de última instancia. Como consecuencia, las inversiones en liquidez son parte de una planificación segura de la ejecución de gastos financieros, protegiéndose (con reservas relativamente superiores a las de los bancos comerciales) de escenarios de estrés o de dificultades de acceso a mercados.

En este modelo bastante eficiente, la banca moviliza recursos con un *spread* relativamente pequeño y un plazo largo. Aun así, el *spread* permite generar ingresos (v) para financiar sus actividades administrativas (vi), pagar costos con el endeudamiento (vii), hacer transferencias a fondos especiales de desarrollo (viii) y el ingreso neto (ix) vuelve a capitalizar, como utilidades retenidas.

Una particularidad importante del modelo es su carácter de cooperativa, de instituciones constituidas de economías avanzadas y en desarrollo [Molinari y Patrucchi, 2020]. La constitución de bancos en que los accionistas sean países de mayor y menor desarrollo relativo, por tanto, con distintos grados de acceso a mercados internacionales de capitales, significa que la cooperación permite a todos los prestatarios, incluso los más pobres y pequeños, acceder a recursos de bajos costos y plazos más compatibles con las necesidades del desarrollo. Además, el ingreso neto, en su mayoría generado por naciones prestatarias grandes y de ingresos medios, es lo que permite a estas instituciones financiar de modo robusto sus actividades, transferencias, recursos concesionales y recapitalizar el banco con la acumulación de ingresos retenidos (pero sin cambiar el poder de voto).

Las diferencias entre las instituciones se dan, en perspectiva histórica, por las especificidades geopolíticas de sus construcciones. Los elementos clave que ayudan a explicar las diferencias de cada una de las instituciones son los momentos políticos vividos por la banca en la creación y el desarrollo institucional a lo largo de los años —sea por medio de la entrada de nuevos países miembros, sea por nuevos acuerdos durante deliberaciones de incrementos de capital.

Estudios recientes, como los de Artecona, Bisogno y Fleiss [2019] y Fleiss [2021], presentan los principales bancos multilaterales de desarrollo que han ofertado financiamiento y servicios de conocimiento para América Latina y el Caribe. Se discuten aspectos relacionados con la composición de sus gobernanzas, la evolución de las carteras y los flujos de financiamiento hacia la región. Argumentan que, aun en el periodo reciente de cuestionamiento del multilateralismo, esas instituciones mantuvieron una participación importante como fuentes de financiamiento y de servicios de conocimiento.

Babb [2009] analiza la evolución de los principales bancos multilaterales por varias décadas. Así como el concepto de “desarrollo” ha cambiado a lo largo del tiempo, también la posición política de los principales accionistas y las particularidades de las burocracias han influido la agenda y los instrumentos de la banca: sus préstamos para proyectos de inversión; préstamos de recursos presupuestarios condicionados o asociados con reformas de políticas; las influentes (de manera académica y política) actividades de generación y diseminación de conocimiento.

De los principales bancos, el Banco Mundial (en específico, el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento [BIRF]) tiene su fecha de fundación en 1944, en la conferencia de Bretton Woods, cuando también se creó el Fondo Monetario Internacional (FMI) y se establecieron los pilares del sistema

monetario internacional de la posguerra, que estaría en vigor hasta 1971.⁴

Sin centrarse en aspectos de la influencia del poder político, Gurría y Volcker [2001] argumentan que el Banco Mundial se fundó para transferir capital de inversión de países ricos a capital de naciones pobres. La idea inicial de un banco sería muy simple, pero perfectamente adaptada a las oportunidades y limitaciones del periodo inmediato de la posguerra. Con los flujos de capital privado restringidos y riesgosos desde el punto de vista financiero, muchos países no podían atraer capital privado extranjero para financiar inversiones socialmente productivas. La solución fue crear una institución respaldada por los compromisos de capital de Estados Unidos y otras naciones ricas en capital que pudieran tomar préstamos a tasas más bajas en mercados privados y prestar a aquellas naciones con necesidades urgentes (primero las naciones devastadas por la guerra y aquellas de menor desarrollo relativo).

Es el contexto geopolítico de la posguerra que marca la fundación de la gobernanza del Banco Mundial, en otras palabras, el momento de la hegemonía emergente de Estados Unidos y un papel destacado a países de la Europa Occidental que funda la institución y se refleja en su gobernanza. Algo que hasta hoy día se reproduce en una estructura en que los países desarrollados (y no prestatarios) controlan el poder accionario.⁵

El BID no es producto de Bretton Woods, pero para Díaz-Bonilla y Del Campo [2011] las discusiones de un banco regional de América Latina anteceden la creación del Banco Mundial. La idea ya estaba presente en el primer Congreso Panamericano, que se reunió a fines de 1889 y principios de

⁴ Los pilares eran: el dólar como divisa clave convertible en oro a un precio fijo (35 dólares por onza de oro); tipo de cambio fijo de las demás monedas nacionales frente al dólar, ajustables en caso de un desequilibrio fundamental de la balanza de pagos; control de flujos de capitales [Helleiner, 1994].

⁵ Kellerman [2019] trae más detalles de este momento histórico y de la proliferación, posterior a 1944, de bancos multilaterales.

1890 en Washington. Después, en el siglo xx, durante el mandato del presidente Roosevelt, se discutió la creación del Banco Interamericano (BIA) en 1940, que sería un banco con características de banco central, comercial y de inversiones, pero fue una idea que no avanzó por la guerra. Hay que destacar que, según los autores, durante las deliberaciones del BIA, Harry Dexter White era uno de los representantes del Tesoro estadounidense y esta experiencia lo influyó en las negociaciones con Keynes, años después, en Bretton Woods.

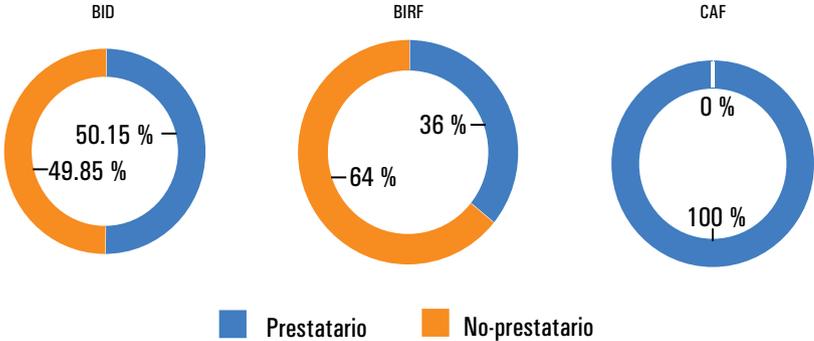
Finalmente fue en 1959 que se concretó la creación del BID. Un momento histórico en que la Guerra Fría orientaba la agenda panamericana y los países vivían un deterioro económico y social. Además, asociados con estos factores, acontecimientos políticos en el año de 1958, durante la visita del vicepresidente Nixon a la región, y luego Cuba en 1959, marcaron la época. Producto de este momento ya en el acuerdo inicial del BID se asignó una mayoría accionaria de los países en desarrollo (60 % para la región y 40 % a Estados Unidos). Esta es una diferencia principal entre el BID y el Banco Mundial, algo que en aquel entonces generó comentarios despreciativos como el “banco de los deudores” [Díaz-Bonilla y Del Campo, 2011].

Las discusiones para la creación de la Comunidad Andina de Fomento (CAF) se dieron durante la década de los sesenta, momento en que avanzaba la integración andina. El convenio constitutivo se firma en Bogotá en 1968 y los primeros préstamos se aprobaron en 1971. Durante los años noventa y el inicio del siglo XXI, la CAF abrió su capital a otros socios latinoamericanos, ampliándose a la región —hoy día la CAF se denomina Banco de Desarrollo de América Latina—. La institución se ha fortalecido siempre como un banco de accionistas prestatarios, sin la figura de grandes accionistas de economías avanzadas.⁶

⁶ Portugal y España se sumaron a la CAF como accionistas serie C (que también podrían ser prestatarios); hay también accionistas que son bancos, pero la naturaleza de un banco regional se ha mantenido.

En el diagrama 2 se presenta la distribución accionaria entre países miembros prestatarios y no prestatarios en las tres mayores instituciones (porcentuales de 2020). Producto de los distintos momentos históricos, en el BID los países prestatarios sostienen una mayoría un poco superior a 50 % para América Latina y el Caribe;⁷ en el Banco Mundial los países desarrollados controlan el poder de voto con 64 %; y la CAF es un banco constituido por países prestatarios.

Diagrama 2. Distribución del poder accionario en la banca multilateral en América Latina 2020 (%)



Fuente: elaboración propia con datos de estados financieros del Banco Mundial, BID y CAF.

Humphrey y Michaelowa [2013] identificaron que la demanda de los países, al elegir cada banco como fuente de recursos, dependía de la estructura de gobernanza, en particular durante el inicio del siglo XXI, en que naciones de ingresos medios tenían una trayectoria de crecimiento económico relativamente alta, estabildades fiscales y de deudas, grandes niveles de reservas y acceso a mercados de capitales. Estos autores plantean que el equilibrio de poder dentro de las instituciones, y

⁷ Se destaca que, en decisiones a nivel de deliberación de gobernadores del BID, el *quorum* requerido es de 75 %, mientras el mayor accionista posee un 30 % y entonces una posibilidad de veto.

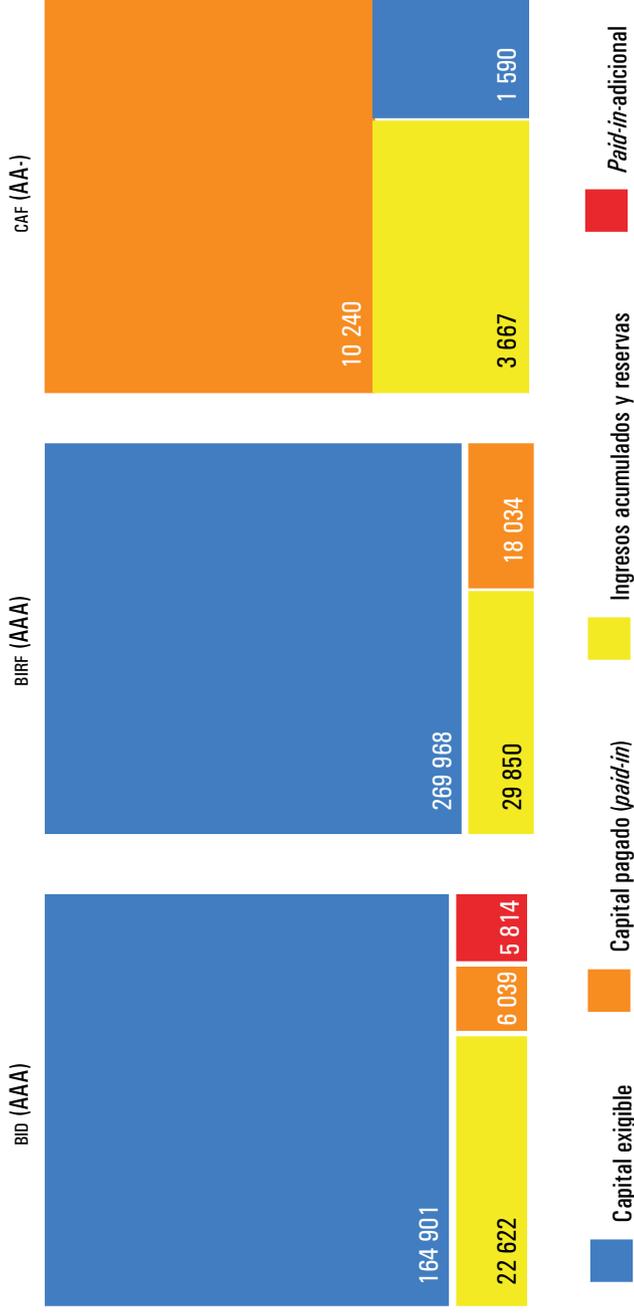
sus implicaciones en términos de costos y procedimientos operativos, afectan las decisiones de demanda.

La composición de capital de estos bancos también se relaciona con sus estructuras de gobernanza. En el diagrama 3, se presenta la distribución entre una mayor o menor participación del *paid-in*, del capital exigible e ingresos netos acumulados, y las respectivas calificaciones de crédito atribuidas por S&P, una de las principales agencias. Mientras la CAF se apoya mucho en el capital *paid-in*, el BID y el Banco Mundial (ambos AAA y con países miembros desarrollados) se han apoyado históricamente en el capital exigible. A lo largo de los incrementos de capital, la participación del *paid-in* se reduce, pese a que, especialmente después de la CFG, las agencias calificadoras han atribuido menos importancia al capital exigible, algo que era una herramienta potente en que los países no prestatarios permitían aumentar la calificación de crédito de las instituciones. Actualmente, el S&P, por ejemplo, considera solamente el capital exigible de países que poseen una calificación igual o superior a la institución.⁸

A este contexto, de un menor reconocimiento por parte de las agencias al capital exigible, se suman las naturales dificultades de concertación política para lograr acuerdos multilaterales de incrementos de capital. Producto de estos factores, los ingresos netos acumulados han ganado más importancia en el BID y el Banco Mundial. La CAF (calificada AA-) ha utilizado poco del capital exigible, las discusiones de aumento de capital son más fáciles de consensuar (son miembros prestatarios) y se ha dado menos importancia a la generación de ingresos como instrumento de capitalización (por medio de ingresos acumulados).

⁸ Hay muchos factores relacionados con las metodologías de las agencias calificadoras de crédito que están afectando decisiones más o menos conservadoras de apalancamiento, detalladas a continuación. Para obtener más características de las metodologías de estas agencias y sus efectos en la banca multilateral, consultar Humphrey [2018].

Diagrama 3. Composición de capital de la banca multilateral en América Latina 2020 (USD millones)



Nota: préstamos concesionales del BID se otorgaban tradicionalmente mediante el Fondo para Operaciones Especiales (FOE). En 2017 los activos y pasivos del FOE se transfirieron al capital ordinario y son reconocidos como *equity*, indicados como *Paid-in* adicional de 5.8 mil millones.

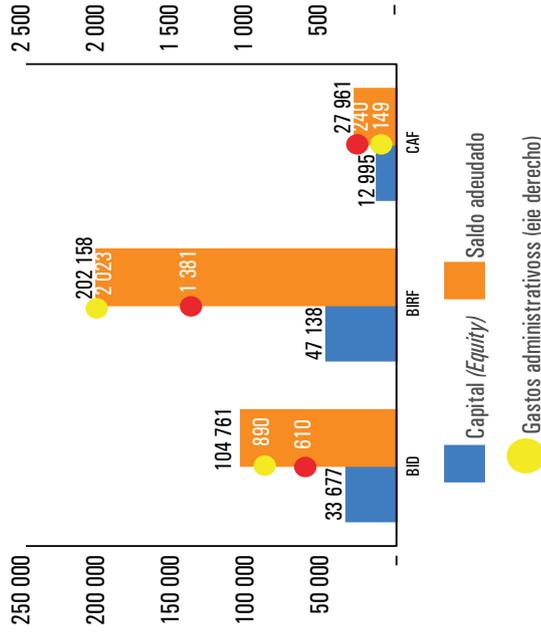
Fuente: elaboración propia con datos de estados financieros del Banco Mundial, BID y CAF.

Humphrey [2014] ha señalado que históricamente la CAF ha decidido no generar de manera estratégica altos ingresos a fin de mantener los *spreads* más bajos posibles, mientras las otras instituciones han utilizado los ingresos netos como una forma indirecta de capitalizar los bancos. Se argumenta que el ingreso neto se ha usado como alternativa a capitalizar los bancos y también para financiar operaciones concesionales (por ejemplo, a los países más pobres o en posconflicto). Es decir, el pago de interés de prestatarios genera ingresos (en particular los de ingreso medio) para la banca, y la acumulación de ingresos disminuye la necesidad de capitalización por parte de los países miembros.

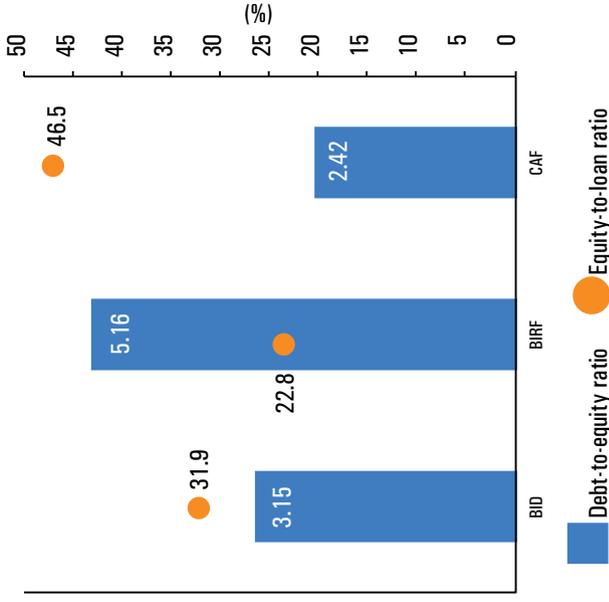
Como se ha descrito antes, a partir de una base de capital, la banca accede a recursos en mercados financieros, apalanca recursos y construye su cartera de préstamos de desarrollo. En la gráfica 1 se indica el monto de préstamos activos en las carteras (el saldo adeudado) frente al capital de cada una de las tres instituciones. En la gráfica 2 se muestra el apalancamiento medido por la razón capital y saldo adeudado (*equity-to-loan ratio*); cuanto menor esta razón, mayor el apalancamiento. El Banco Mundial, por su alcance global y por su cartera más diversificada, tiene menor penalización en las medidas de adecuación de capital y concentración de cartera, logra (bajo sus políticas financieras internas y las actuales metodologías de las agencias calificadoras de riesgo) mantenerse AAA con una razón menos conservadora de 22.8 %. La relación capital y cartera de préstamos del BID, también AAA, pero un banco con menor número de clientes y concentrados geográficamente es de 31.9 %. La CAF, con una calificación crediticia A+, tiene un apalancamiento inferior a los dos anteriores: 46.5 %. Los mismos resultados de apalancamiento, naturalmente, se perciben en la relación de endeudamiento sobre el capital (*debt-to-equity ratio*). En este indicador, cuanto mayor la razón, mayor el apalancamiento. El BID para cada dólar de capital emite 3.15 dólares de deuda; el Banco Mundial, 5.16 y, la CAF, 2.42.

Gráfica 1. Indicadores financieros seleccionados, 2020

(Millones de USD)



Gráfica 2. Indicadores de apalancamiento, 2020



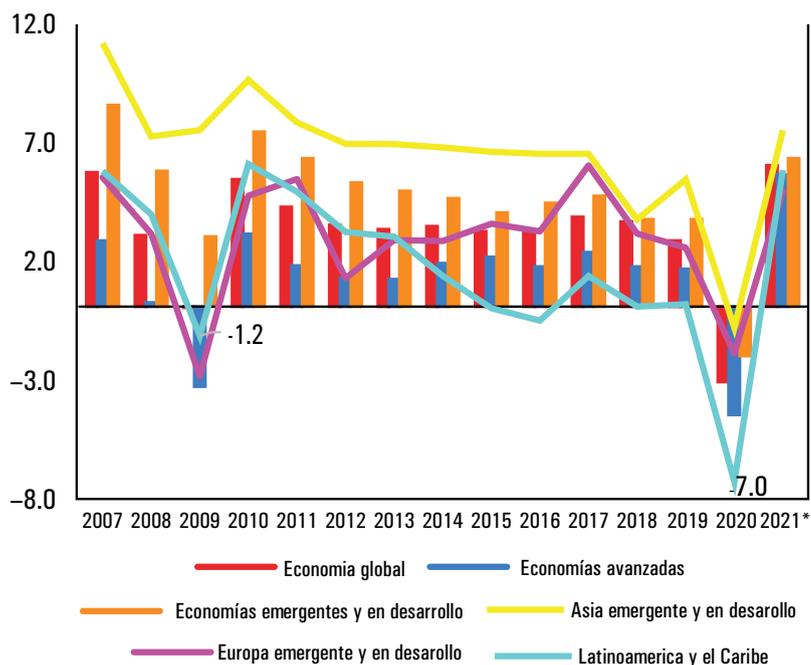
Nota: pequeñas diferencias en las razones (ratios) presentadas en la gráfica 2 y los indicadores de la gráfica 1 se explican por los montos incluidos en la exposición crediticia y por estimaciones de valores presentes de garantías en cartera.
Fuente: elaboración propia con datos de los estados financieros del Banco Mundial, el BID y la CAF.

Por último, en la gráfica 1 se complementa el análisis de la figura 3 con los indicadores de flujo de los ingresos netos durante el año 2020 y se observa el indicador de gasto administrativo como una referencia sobre los tamaños (y diferencias) de estas instituciones, como agencias capaces de generar conocimiento y actividades técnicas complementarias a la oferta de créditos y garantías.

LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL Y LA CRISIS PANDÉMICA ANTE LAS RESPUESTAS DE LA BANCA

La CFG y la crisis pandémica han impactado en la región con diferencias importantes. El choque de la covid-19 golpeó al mundo en desarrollo a una velocidad y escala mayores que la CFG debido a la naturaleza diferente de las dos crisis: mientras que la de 2008 fue una crisis financiera que resultó en una “gran recesión”, contenida por respuestas en las políticas monetaria y fiscal sin precedentes por parte de las economías avanzadas, la crisis pandémica fue un “gran *lockdown*” [IMF, 2021] que puso la economía en “un coma inducido por la política para detener la propagación del nuevo virus y aliviar la carga de tensiones sobre los sistemas de salud” [Unctad, 2020: 1]. En el caso de América Latina y el Caribe, la recesión de 2009 fue leve (1.2 %); por el contrario, en 2020 la región registró la contracción económica más aguda dentro del mundo en desarrollo (gráfica 3) y la peor crisis económica registrada en su historia. Según la Cepal, la crisis ha afectado de manera notable las estructuras productivas y el mercado laboral y es probable que el desarrollo económico y social de la región se retrase al menos una década. A fines de 2020, el nivel de PIB per cápita era igual al de 2010 [Eclac, 2021].

Gráfica 3. Tasas de crecimiento (%)



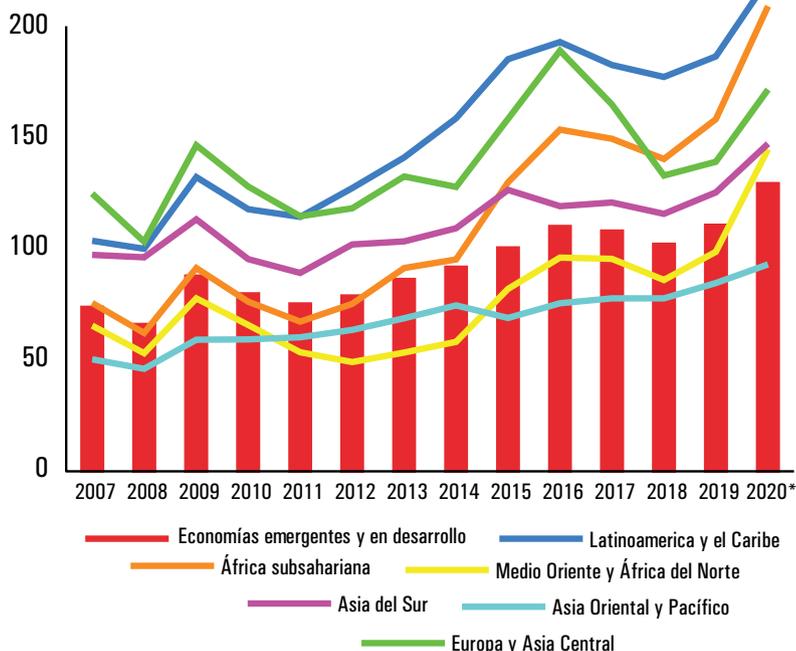
*Proyección.

Fuente: elaboración propia con datos de FMI, Banco Mundial y Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo.

De manera conjunta, en vísperas del brote de la covid-19, los países en desarrollo y, en especial, América Latina y el Caribe, tenían mayores cargas de deuda externa que antes de la CFG. Uno de los principales indicadores de sostenibilidad de la deuda externa, la relación entre el saldo total de la deuda externa y el flujo de las exportaciones de bienes y servicios (gráfica 4) alcanzó 187 a fines de 2019 (es decir, la deuda externa total fue 87 % mayor que las exportaciones totales), en comparación con 95 en 2007 (es decir, el flujo de exportaciones totales sería suficiente para pagar la deuda externa total). De esta deuda externa en América Latina y el

Caribe, el peso de la banca multilateral en 2019 era solo 9 % de la deuda externa total, bastante inferior a otras regiones en desarrollo, como África subsahariana que fue de 19.8 %, o en el Medio Oriente y norte de África en que la deuda con la banca era de 18.2 por ciento.⁹

Gráfica 4. Deuda externa/exportaciones



*Proyección.

Fuente: elaboración propia con datos de FMI, Banco Mundial y Crucead.

Eso no quiere decir que la región esté acercándose a un riesgo de incumplir con sus deudas, ya que este análisis depende de otras variables; sin embargo, esto es un indicador financiero que explicita la vulnerabilidad de la región a los choques de

⁹ Datos del Banco Mundial, International Debt Statistics.

la pandemia. No se confirmaron crisis sistémicas de deuda soberana en la CFG ni en el 2020, pero indicadores de sostenibilidad de la deuda externa de la región se deterioran más en 2020 que en 2008 (gráfica 5), ya que las consecuencias de la pandemia y la respuesta de política aumentaron las necesidades de liquidez de los países de la región [Cepal, 2021].

Otro indicador de preocupación es que las salidas de cartera de no residentes de economías emergentes alcanzaron niveles récord en los 90 días posteriores al estallido de la crisis (más de tres veces superior que en la CFG: 84 000 millones de dólares estadounidenses) [Unctad, 2020; IIF, 2020]. Las condiciones financieras internacionales mejoraron desde el segundo trimestre de 2020, permitiendo que algunos bancos soberanos de la región emitieran bonos en el mercado internacional de capitales, con una mayor volatilidad que en el auge de los flujos de capital tras la CFG [Prates y De Paula, 2021]. Además, el aumento del endeudamiento externo en 2020 estuvo relacionado, también, con nuevos préstamos del Fondo Monetario Internacional (FMI) y de los bancos multilaterales de desarrollo.

En general, la banca multilateral de desarrollo reaccionó a las dos crisis ampliando los préstamos y desembolsos de forma anticíclica, con lo cual se mitigó el efecto negativo del comportamiento procíclico de los flujos de capital privado. Galindo y Panizza [2018] ya han analizado los flujos netos y desembolsos de los multilaterales hacia los países prestatarios, desde los años ochenta, y señalan que, por la naturaleza de estas instituciones y sus mandatos de desarrollo, el endeudamiento de los gobiernos con esos bancos es anticíclico, mientras el endeudamiento privado es procíclico. Indican también que cambios en las metodologías de las agencias calificadoras de riesgo, a partir de 2010, disminuyen la capacidad de respuesta anticíclica de la banca.

Ocampo [2020] critica la respuesta multilateral a la pandemia cuando la compara con las acciones durante la CFG. En el

2009, las deliberaciones del G20 llevaron a una reforma histórica en el FMI, una sustantiva emisión de derechos especiales de giro (DEG), capitalizaciones y aumento masivo de préstamos de los bancos multilaterales. Mientras, para Ocampo [2020], la respuesta multilateral en 2020 sería minúscula comparada con la de la CFG. Además, al comparar las respuestas domésticas de las economías avanzadas a la pandemia, y la magnitud de esta crisis, argumenta que el esfuerzo multilateral era demasiado tímido. Fue solo en agosto de 2020 que los gobernadores del FMI aprobaron una histórica asignación de DEG equivalente a 650 000 millones de dólares estadounidenses.

Fleiss [2021] arguye que, de hecho, las dos crisis desencadenaron respuestas de la banca multilateral, pero con magnitudes distintas: mientras en el primer año de la CFG el incremento de aprobaciones fue de 45 %, en el 2020 el aumento fue de 25 %. En particular durante la crisis pandémica, la banca ha respondido con medidas especiales como: líneas y facilidades de crédito específicas a las demandas sanitarias y financieras, establecimiento de procedimientos agilizados para aprobar operaciones, desembolsos acelerados y reformulación de operaciones ya aprobadas (con saldos por desembolsar), para direccionar fondos adicionales a las necesidades de la emergencia. Sobre esto último, para tener una referencia de la magnitud de su importancia, el BID aprobó en 2020 23.6 000 millones de dólares estadounidenses y reformuló 1.3 000 millones de dólares estadounidenses.

Al analizar los flujos de transferencias netas, que resultan de los desembolsos menos los pagos de interés y pagos de amortización, en la gráfica 5 se presenta una fuerte respuesta a la CFG, momento en que, de todas las regiones, América Latina y el Caribe recibieron la mayor cantidad de flujo. La región recibió 11.2 y 14.4 000 millones de dólares estadounidenses en 2009 y 2010, mientras alcanzó 11 000 millones de dólares estadounidenses para 2020, un poco inferior al inicio de la respuesta a la CFG. Las otras áreas del mundo representan

una respuesta análoga, pero destacada para la región Asia-Pacífico como se observa en la gráfica 5.

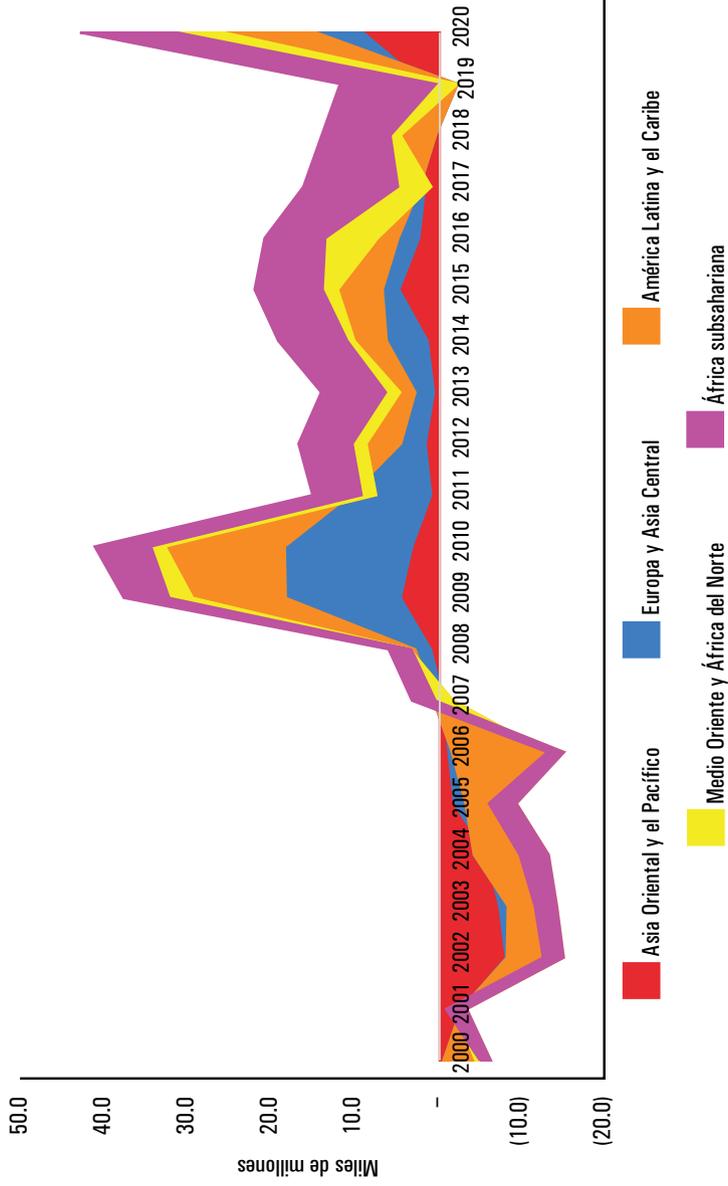
Al observar de manera específica los flujos multilaterales para la región (gráfica 6), se nota que los desembolsos en 2020 se han acelerado a 26.3 000 millones de dólares estadounidenses, inferior (pero próximo) a los 27 000 millones de dólares estadounidenses del 2009. Sin embargo, todavía distantes de las mayores necesidades de la crisis pandémica. Como se indicó antes, la caída del PIB en 2020 es mayor, el impacto en los indicadores de sostenibilidad de deuda también y apenas el flujo de salida de cartera de no residentes fue de 84 000 millones de dólares estadounidenses. Esto explicita la necesidad de ampliar transferencias de la banca a la región, para apoyar las necesidades inmediatas de liquidez, y de igual modo los desafíos históricos de desarrollo de la región.

REFLEXIONES FINALES

Como se señaló, las crisis del 2008 y la pandémica han impactado a América Latina y el Caribe en intensidades distintas y las crisis tienen naturalezas diferentes. Si en el 2008 las necesidades eran concentradas en proveer liquidez, en el 2020 estas son también para compras de equipos de protección de salud, respiradores, apoyo técnico a la planificación de los sistemas de salud y compra de vacunas.

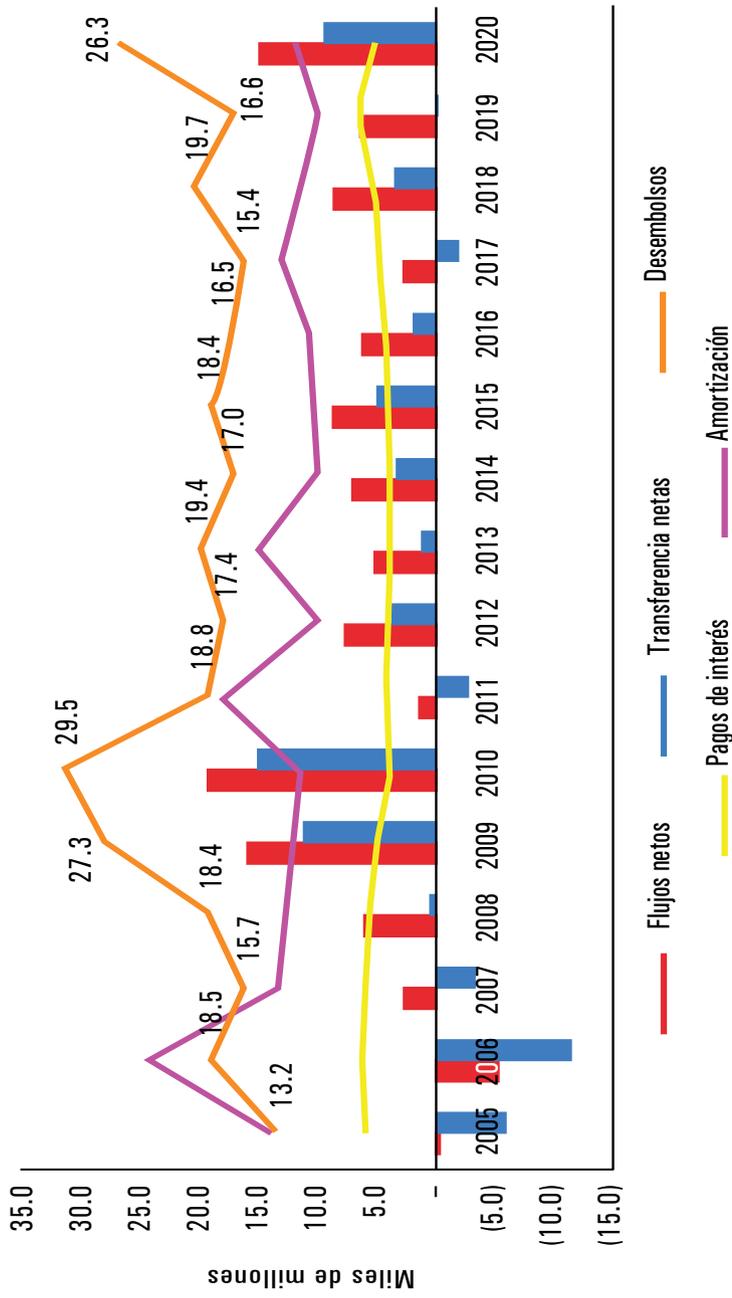
Las diferencias en las crisis y la falta de una respuesta multilateral más bien articulada, como propone Ocampo [2020], explican parte de las distintas respuestas de la banca. Asimismo, en particular por la magnitud de esta crisis —caída del PIB, salidas de flujos de capitales, dinámicas de deudas, retos sanitarios, sociales y políticos— se torna evidente que las respuestas de carácter anticíclico presentadas a la fecha tienen un peso relativamente disminuido, lo cual trae evidencia para un llamado a una reacción más fuerte.

Gráfica 5. Transferencias netas de la banca multilateral global, excluidos países de ingreso alto: 2000-2020 (USD de 2020)



Fuente: Banco Mundial, International Debt Statistics y BIS.

Gráfica 6. Flujos financieros de la banca multilateral en América Latina y el Caribe, excluidos los países de ingreso alto: 2005-2020 (USD de 2020)



Fuente: Banco Mundial, International Debt Statistics y BLS.

Incompatibilidades todavía persisten en las metodologías de las agencias de riesgo, lo cual genera, para la banca, desafíos de adecuación de capital. Durante los últimos años, la banca multilateral ha hecho un importante esfuerzo de coordinación entre pares de alcance regional y global para (además de proponer correcciones metodológicas) trabajar de forma conjunta en lo que se denomina “optimización del balance”, con desarrollo de instrumentos como el *exposure exchange agreement* —un derivado que permite que los bancos intercambien exposición de cartera a distintos clientes, lo cual alivia capital al reducir la concentración geográfica de cartera.¹⁰

No obstante, las necesidades de la región en un ámbito de poscovid indican la importancia de ir más allá de la optimización de balance y discutir la centralidad de más capitalización para permitir más aprobaciones, más desembolsos y, al mismo tiempo, mantener la calificación AAA.¹¹

Ampliar el capital de la banca y tornarlo más relevante apoyaría y superaría iniciativas en discusión en el G20, como la iniciativa de suspensión del servicio de la deuda (ISSD) y el marco común sobre tratamientos de la deuda más allá del ISSD.¹²

En el contexto de la asignación de DEG de agosto del 2020 (650 000 millones de dólares estadounidenses), se desatan las discusiones sobre la posibilidad de asignación en la banca multilateral para aumentar sus capacidades financieras. Es una alternativa en exploración y todavía no está claro qué

¹⁰ Como referencia a las metodologías, consultar Humphrey [2018]. Sobre el primer *exposure exchange agreement*: <<https://cutt.ly/KH7ynl9>>.

¹¹ Algunos autores proponen más que las medidas a tomar sin cambiar el mandato de perseguir la AAA. Settimo [2019] propone aumentar razones de apalancamiento y optar por una calificación crediticia AA+.

¹² Como referencia, ver United Nations [2021]. En la banca multilateral, que representa la porción inferior de la deuda externa y de costo relativo más bajo, la suspensión del servicio de la deuda multilateral generaría pocas ganancias, además de un posible efecto negativo en el estado de acreedor preferente de la banca, nuevas operaciones y más flujos netos. Las condonaciones de deuda, además, podrían consumir un capital ya bajo restricción de adecuación de capital, resultando en medidas poco efectivas.

DEG (que en la mayoría de los países corresponden a reservas de los bancos centrales) podría aumentar el poder financiero de los bancos multilaterales: si los bancos que son tenedores autorizados del DEG¹³ pueden utilizarlas como parte de sus operaciones financieras; si las reservas serían convertidas en dólares y asignadas como contribución de países miembros para contabilizar como *equity*; si serían una garantía (semejante al capital exigible); si naciones desarrolladas harían donaciones de sus DEG, convirtiéndolos en monedas de reserva, para constituir fondos especiales de desarrollo; o si se utilizarían como un instrumento de liquidez que permitiría a la banca tener una cartera de activos líquidos menos conservadora [Herman, 2020; Andrews y Plant, 2021; IsDB, 2021; Eclac, 2021].

En resumen, hay un conjunto de alternativas que podrían ayudar a la banca, sin afectar el mandato de AAA (de aquellos que así lo tienen), a crear condiciones de una respuesta más osada a la crisis pandémica. Las discusiones de adecuación de capital y la necesidad de más capitalización estarán crecientemente presentes en las agendas de las instituciones internacionales de desarrollo ante los enormes desafíos pospandémicos. El reto que enfrentan América Latina y el Caribe y sus instituciones no es menor.

REFERENCIAS

Andrews, D. y M. Plant [2021], “Rechanneling SDRs to MDBs: Urgent action is needed to jumpstart the green equitable transition”, Center for Global Development, octubre.

¹³ Entre los principales bancos analizados que actúan en América Latina y el Caribe, solo el Banco Mundial es tenedor autorizado.

- Artecona, R., M. Bisogno y P. Fleiss [2019], “Financing development in Latin America and the Caribbean: The role and perspectives of multilateral development banks”, Studies and Perspectives Series, Washington, D. C., Eclac.
- Babb, S. [2009], Behind the development banks: Washington politics, world poverty, and the wealth of nations, Chicago, University of Chicago Press.
- Díaz-Bonilla, E. y V. Del Campo [2011], A long and winding road: The creation of the Inter-American Development Bank, Washington, D. C., IFPRI.
- Eclac [2021], “Financing for development in the era of covid-19 and beyond”, Special Report Covid-19, núm. 10, Santiago de Chile, Economic Commission for Latin America and the Caribbean.
- Fleiss, P. [2021], “Multilateral development banks in Latin America: Recent trends, the response to the pandemic, and the forthcoming role”, Studies and Perspectives Series, núm. 21, Washington, D. C., Eclac.
- Galindo, A. J. y U. Panizza [2018], “The cyclicity of international public sector borrowing in developing countries: Does the lender matter?”, *World Development*, 112: 119-135.
- Gallagher, K. P., Haihong Gao, W. N. Kring, J. A. Ocampo y U. Volz [2020], “Safety first: expanding the global financial safety net in response to covid-19”, GEGI Working Paper, núm. 037, abril, Boston University, Global Development Policy Center.
- Griffith-Jones, S., R. Marodon y J. A. Ocampo [2020], “Mobilizing \$400 billion: Using the visible hand of development banks”, *Center for Global Development*, núm. 10, abril.
- Gurría, J. A. y P. A. Volcker [2001], “The role of the multilateral development banks in emerging market economies: findings of the commission on the role of the MDBS in emerging markets. Carnegie endowment for international peace”, The Inter-American Dialogue.

- Helleiner, E. [1994], *States and the reemergence of global finance, from Bretton Woods to the 1990's*, Ítaca y Londres, Cornell University Press.
- Herman, B. [2020], “What you really need to know about the SDR and how to make it work for multilateral financing of developing countries”, *Challenge*, 63(5): 286-299.
- Humphrey, C. [2020], “All hands on deck: How to scale up multilateral financing to face the covid-19 crisis”, *Overseas Development Institute Briefing Paper*, abril, Londres, ODI.
- ____ [2018], “The role of credit rating agencies in shaping multilateral finance: recent developments and policy options”, *Policy Paper for the Inter-Governmental Group of 24*, 3 de abril, Washington, D. C., G24.
- ____ [2014], “The politics of loan pricing in multilateral development banks”, *Review of International Political Economy*, 21(3): 611-639.
- Humphrey, C. y K. Michaelowa [2013], “Shopping for development: Multilateral lending, shareholder composition and borrower preferences”, *World Development*, 44: 142-155.
- IIF [2020], *Capital flows report: Sudden stop in emerging markets*, abril, Institute of International Finance.
- IMF [2021], *World economic outlook update*, julio, Washington, D. C., International Monetary Fund.
- IsDB [2021], *Use of SDRs to support MDB lending. Discussion Note*, julio, Islamic Development Bank.
- Kellerman, M. [2019], “The proliferation of multilateral development banks”, *The Review of International Organizations*, 14(1): 107-145.
- Kose, M. A., P. Nagle, F. Ohnsorge y N. Sugawara [2021], *Global waves of debt: causes and consequences*, Washington, D. C., World Bank.
- Levy, S. [2020], “Suggestions for the emergency”, PNUD LAC C19 PDS, núm. 2, marzo, United Nations Development Programme.

- Mahadeva, L. [2021], “Too early to call a commodities super-cycle”, *Financial Times*, 22 de febrero.
- Molinari, A. y L. Patrucchi [2020], “Multilateral development banks: Counter-cyclical mandate and financial constraints”, *Contexto Internacional*, 42(3): 597-619.
- Ocampo, J. A. [2020], “La cooperación financiera internacional frente a la crisis económica latinoamericana”, *Revista CEPAL*.
- Paula, L. F., B. Fritz y D. Prates [2017], “Keynes at the periphery: Currency hierarchy and challenges for economic policy in emerging economies”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 40(2): 183-202.
- Prates, D. y L. F. De Paula [2021], “Fluxos de capitais para países em desenvolvimento: volatilidade exacerbada na pandemia”, *Observatório da Economia, Le Monde Diplomatique* (Brasil).
- Settimo, R. [2019], “Higher multilateral development bank lending, unchanged capital resources and triple-A rating. A possible trinity after all?”, *Questioni di Economia e Finanza* (Occasional Papers), Bank d'Italia.
- Unctad [2021], *Trade and Development Report*, Ginebra, United Nations Conference on Trade and Development.
- _____ [2020], *Trade and Development Report*, Ginebra, United Nations Conference on Trade and Development.
- United Nations [2021], “External debt sustainability and development”, Report of the Secretary-General, A/76/214.
- _____ [2020], “External debt sustainability and development”, Report of the Secretary-General, A/75/281.
- Xu, J., X. Ren y X. Wu [2019], *Mapping development finance institutions worldwide: Definitions, rationales and varieties*, Peking University NSE Development Financing Research Report (1).
- Yeyati, E. L. [2009], “Optimal debt? On the insurance value of international debt flows to developing countries”, *Open Economies Review*, 20(4): 489-507.

6. ELLOS GANAN EN MÉXICO: FONDOS DE PENSIÓN Y BENEFICIOS FINANCIEROS DURANTE LA PANDEMIA*

Lizeth Alanis
Monika Meireles

INTRODUCCIÓN

A partir de que se declaró oficialmente la pandemia de la covid-19 en el primer trimestre de 2020, la realidad tal cual la conocíamos se ha visto completamente transformada. Esta emergencia sanitaria de alcance mundial generó gran incertidumbre, modificó profundamente los sectores económicos y transformó las normas de la convivencia social. Por ejemplo, se han implementado medidas de adaptación para el trabajo de oficina, ahora en su versión *home office* o teletrabajo —migración que principalmente le fue posible a los trabajadores formales de algunas ramas del sector servicios—, tendencia que difícilmente se revertirá por completo en la futura “nueva normalidad”. Lo mismo se puede especular sobre la educación a distancia; la transformación del consumo con el aumento del comercio y los pagos electrónicos; la intensificación de jornadas del sector salud; la reorientación de la producción enfocada al abastecimiento de insumos de higiene, limpieza y alimentos; y la innovación e investigación biotecnológica centrada en el desarrollo de una nueva generación de vacunas.

* Las autoras agradecen al apoyo del PAPIIT IN302020, en especial a los becarios Fabiola Martínez, Arturo Hernández y Daniela Bernal. Además, expresamos nuestro agradecimiento al Programa de Becas Posdoctorales de la Coordinación de Humanidades de la UNAM que hizo posible la estancia posdoctoral de Lizeth Alanis en el Instituto de Investigaciones Económicas (IIEC-UNAM) asesorada por Monika Meireles.

Sin duda, la reconfiguración económica que ha provocado la pandemia tiene graves efectos para la clase trabajadora y las relaciones de trabajo; sobre todo se profundizaron las brechas de acceso a la protección social. Por un lado, aquellos trabajadores que pertenecen al sector formal han visto reducidos sus ingresos, prestaciones y, en muchos casos, la propia extinción de aquel puesto de trabajo. Por otro lado, los trabajadores informales —que no han dejado de salir a las calles incluso antes de las vacunas, arriesgándose al contagio del virus y sin la protección de la seguridad social, en busca del sustento propio y de sus familias— siguen siendo el símbolo máximo de la precarización laboral en América Latina.

La actual crisis de la covid-19 ha evidenciado el reducido margen de maniobra que tienen los gobiernos latinoamericanos en términos de política económica, social, fiscal y monetaria.¹ Claro, las precarias condiciones del aparato estatal para hacer frente a una crisis de esta dimensión fueron resultado de décadas de desmonte de los instrumentos de intervención del poder público, al privatizar los servicios de seguridad social, adoptar medidas que ampliarían la fragmentación del mercado laboral, el aumento de las brechas salariales —por nivel de ingreso, género o rendimiento marginal de la educación, o ambos a la vez—, profundizando y haciendo visibles las distintas formas de la desigualdad que marcan nuestra realidad regional. Esto, en un escenario en el cual el papel de los gobiernos y bancos centrales habría sido determinante para aminorar los efectos económicos negativos oriundos de la pandemia, nos ha mostrado no solo una reacción algo “anestesiada” de los gobiernos latinoamericanos, sino que se evidenciaron las restricciones estructurales típicas de economías emergentes que tienen una capacidad menor para utilizar políticas fiscales y monetarias que permitan contrarrestar la impronta recesiva del momento actual.

¹ Para un análisis más detallado sobre las especificidades en la respuesta de los gobiernos latinoamericanos, revisar los capítulos 7, 8 y 9 en este mismo libro.

Ahora bien, no estamos afirmando que fue completa la inercia gubernamental para adoptar medidas de carácter anticíclico, ya que ellas sí existieron. Sin embargo, dado que las políticas de emergencia implementadas no han sido suficientes para paliar los efectos devastadores que la pandemia aún va dejando en su rastro, solo quisiéramos destacar que el restringido campo y rasa profundidad de las mismas puede leerse como resultado del desmonte de los instrumentos de política económica y de red de seguridad social observados en los años previos. Por ejemplo, hemos visto cómo algunos de los elementos esenciales de la red de seguridad social existente —por ejemplo, las pensiones, las contraprestaciones y los diversos dispositivos de seguro-desempleo— han jugado un papel fundamental en esta situación de crisis. En el caso específico de los trabajadores formales, las pensiones les otorgan una importante garantía para enfrentar las distintas eventualidades y riesgos del ciclo de vida, por lo que durante la pandemia se ha hecho aún más evidente la necesidad de contar con esquemas de seguridad social más equitativos.

Desde la consolidación del modelo de privatización de las pensiones en América Latina, el sector financiero detenta gran parte del poder de decisión sobre la gestión de la cartera de activos cuyo desempeño será la base del pago de las jubilaciones futuras. Además, son los actores financieros, como los inversionistas institucionales, quienes continúan siendo los grandes beneficiados de las ganancias obtenidas en los mercados de capitales. En el contexto pandémico, se ha observado que los rendimientos obtenidos por los fondos de pensión —las Administradoras de Fondos para el Retiro (Afores) en México—, a diferencia de otras entidades financieras, han presentado una tendencia positiva, pese a la crisis económica fruto de la extendida emergencia sanitaria que vivimos. Sin embargo, eso no significa que las ganancias logradas por los fondos de inversión y los fondos de pensión en la reciente burbuja de las bolsas del mundo se vean reflejadas en los ahorros de los trabajadores.

Así, el presente capítulo busca analizar tendencias en el comportamiento de los fondos de pensión en México, destacando cómo, en plena emergencia sanitaria, el buen desempeño de la cartera de los fondos no se traduce de manera automática en ninguna garantía real para el pago futuro a los jubilados.

En definitiva, a partir del estudio de los sistemas de pensiones de la región, buscamos revelar los elementos clave para analizar la siguiente paradoja: el aumento del valor presente de la cartera de los fondos de pensión se da con mayor fragilidad financiera. Esta contradicción implica que siga creciendo el montante de recursos necesarios para garantizar que la clase trabajadora realmente reciba el pago diferido en el futuro de la masa de sus jubilaciones, pero este mismo crecimiento agudiza el marco de ingente vulnerabilidad e incertidumbre de la recuperación económica pospandémica. Por facilidad expositiva, hemos dividido el texto en tres apartados. En el primero de ellos, damos un panorama histórico, a vuelo de pájaro, de las principales transformaciones en el sistema de pensiones latinoamericano. En el segundo apartado, acotamos nuestro alcance de análisis temporal y espacial, observando el comportamiento del sistema de pensiones mexicano en la pandemia, con énfasis en analizar la relación entre la rentabilidad financiera, los fondos de pensión y las nuevas fuentes de posible inestabilidad futura. En el tercer apartado, ofrecemos nuestras reflexiones finales sobre la importancia de contrabalancear el poder financiero en pro de un sistema de pensiones más estable, sólido y solidario.

SEGURIDAD SOCIAL Y SISTEMAS DE PENSIONES EN AMÉRICA LATINA:
BREVE PERSPECTIVA TEÓRICO-HISTÓRICA

La privatización de la seguridad social en América Latina comenzó en la década de los ochenta, con la reforma chilena de 1981, al transitar de un sistema de pensiones de reparto a uno

de contribución definida. Dichas reformas se adoptaron tras estudios y recomendación del Banco Mundial (BM), el Fondo Monetario Internacional (FMI), la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) y en sentido contrario al predicado por la Organización Internacional del Trabajo (OIT).² Bajo este nuevo esquema pensionario, la desregulación e innovación financiera ha permitido una mayor presencia de las grandes finanzas en la administración de las pensiones de los trabajadores, lo cual ha tenido muchos efectos, entre ellos: a) aumento de las tasas de administración de los recursos de los fondos de pensión; b) disminución de los montos en valores del beneficio; y c) inseguridad en relación con el patrón de vida que se podrá llevar tras la jubilación. Para entender un poco mejor estos procesos, en este apartado disertamos sobre el referencial teórico que nos guía para articular el binomio finanzas-pensiones y las principales transformaciones históricas observadas en los esquemas de jubilación, cobertura y protección social de América Latina.

Financiarización y fondos privados de pensión

Para comprender la dinámica de los fondos privados de pensión es necesario señalar que ella se da en el marco de la *financiarización*. Sobre la noción de esta última, existe un importante debate en la literatura económica heterodoxa, sobre todo en autores marxistas y poskeynesianos [Villavicencio y Meireles, 2019]. El término financiarización se utiliza para

² De acuerdo con Guillén [2014: 17], en el periodo posterior a la Segunda Guerra Mundial, con el auge de los gobiernos nacionalistas y desarrollistas, tuvo lugar una redistribución progresiva de la riqueza en gran parte de los países, ampliando los derechos y los esquemas de seguridad social. Sin embargo, las continuas crisis económicas ocurridas desde la década de los setenta instauraron diversas reformas, imponiendo un modelo de privatización y destrucción de los sistemas de protección social que se habían logrado bajo la condición de la renuncia del Estado a la dirección del desarrollo económico.

caracterizar la fase actual del capitalismo con auge de instrumentos especializados, los cuales permiten que el sector financiero se apropie cada vez más de los beneficios socialmente generados. En este entorno, surgen los llamados “inversionistas institucionales”, fondos de pensiones privados y fondos de inversión que posibilitan la apropiación de los ahorros de los trabajadores al canalizarlos hacia la especulación continua de ellos en diversos mercados de títulos y al buscar cada vez mayores rendimientos.

En la vertiente con orientación más marxista, Lapavitsas señala que la emergencia de los sistemas privados de pensión no solo es una de las marcas del capitalismo financiarizado, sino que este fenómeno puede verse también como el mecanismo que ha hecho posible que gran parte de la renta personal de familias y hogares se haya dirigido hacia los circuitos financieros, “transformando los ahorros de las pensiones en capital prestable, extrayendo de este modo ganancias financieras y añadiendo nuevas dimensiones a la expropiación financiera” [Lapavitsas, 2016: 308-309].

Por su parte, para Toporowski [2008: 7], más en línea con la tradición poskeynesiana y kaleckiana, la financiarización puede entenderse como un desplazamiento de recursos hacia mayores movimientos de capital en los mercados de títulos —al provocar episodios de clara “inflación” en los precios de activos financieros—, tendencia que reconfigura de manera determinante la estructura misma de la actividad económica. Asimismo, señala que, para valorizar el ahorro de los trabajadores, los fondos de pensiones privados requieren crecientes flujos de capital hacia la especulación financiera pues, de lo contrario, un menor flujo de capitales reduciría la liquidez del mercado y el precio de las acciones, lo cual provocaría la ruptura del sistema financiero [Toporowski, 1999]. Para Toporowski [2002: 131], el fenómeno combinado del incremento de los fondos privados de pensión y de la inflación de los precios de los activos financieros revela cómo las prioridades económico-sociales

de nuestras sociedades están al revés, ya que la necesidad de rentabilidad de las finanzas no se encuentra al servicio del bienestar de la mayoría. Además, al comprender que los mercados de títulos se han tornado por completo dependientes del flujo de capitales aportados por parte de los fondos privados de pensión para mantener cierta estabilidad —y que cuando ocurre cualquier interrupción en esas entradas, se pone en riesgo la capacidad de que estos activos cumplan con su función de financiar el pago de los beneficios a los pensionados—, también entendemos que este sería el principal motivo para que tuviéramos fondos en el sistema de pensiones y de protección social no solamente públicos, sino financiados por el gobierno [Toporowski, 2002: 131].

Reestructuración del sistema de pensiones

La reestructuración de los sistemas de pensiones constituye parte fundamental de la reforma social de orientación neoliberal que ha reducido los derechos de los trabajadores. De acuerdo con Damián [2016], los ajustes a la seguridad social incluyen: la reducción de la tasa de reemplazo por enfermedad, desempleo y permisos de maternidad o paternidad, pensiones menores, mayor tiempo de contribución, ampliación de la edad para optar por el retiro, pensiones asociadas con la contribución y no con el salario, y privatización de los servicios.

En Chile, se dio un paso fundamental en la reestructuración de los sistemas de pensiones en América Latina, cuando, en 1981, el país pasó de un sistema de jubilación de reparto —o de beneficio definido— a uno privado, con base en la capitalización individual de cuota definida y semejante al modelo anglosajón. Mediante un modelo de beneficio definido, el trabajador tiene la certeza de a cuánto asciende su pensión, mientras que, en el sistema de cuentas individuales, basado en el

ahorro individual y gestionado por fondos privados de pensiones, la incertidumbre aumenta, ya que el trabajador desconoce el valor de la pensión que obtendrá al final de su vida laboral. Es decir, en este último sistema, los ahorros de los trabajadores se transfieren a entidades financieras que gestionan esos recursos y cobran una jugosa tasa de administración por el servicio. Además, el financiamiento de las pensiones por medio de cuentas individuales está condicionado a que el aspirante a jubilado haya cumplido con ciertos requisitos de tiempo de trabajo y edad, del tiempo de contribución, del monto ahorrado, de la tasa de interés y de los rendimientos obtenidos por las administradoras de los fondos de ahorro. Por eso la privatización de los sistemas nacionales de pensiones y de seguridad social han dado lugar a una expropiación capitalista masiva de los ahorros colectivos para la jubilación en América Latina. Por medio de la sustitución de los planes de pensiones tradicionales por los de capitalización individual, los resultados han sido un notable aumento de las ganancias en la industria de servicios financieros y disminuciones considerables en las pensiones en relación con los planes de jubilación que existían en el pasado [Russell, 2014: 1].

Así, el panorama de reformas en América Latina se extendió entre 1981 y 2014, cuando 30 países privatizaron de forma total o parcial sus pensiones públicas obligatorias de seguridad social. Después de Chile, otros 13 países de la región cambiaron su sistema para el retiro a uno privado de capitalización individual, a saber: Perú (1993), Argentina y Colombia (1994), Uruguay (1996), Bolivia, México y Venezuela (1997), El Salvador (1998), Nicaragua (2000), Costa Rica y Ecuador (2001), República Dominicana (2003) y Panamá (2008). Estas reformas se caracterizan por la adopción de un pilar de capitalización obligatorio administrado por el sector privado, con implementación de alguno de estos tres modelos

de reforma: sustitutivo, mixto y paralelo [Ortiz, Durán-Valverde, Urban y Wodsak, 2018].³

En el sistema de cuentas individuales, se abandona la noción de solidaridad generacional, sus componentes redistributivos, la noción de justicia social y se asocian con la precariedad [Guardia, Clark y Martner, 2007: 16]. En ese tenor, Ortiz, Durán-Valverde, Urban y Wodsak [2018: 25] argumentan que, debido a los pocos resultados de las reformas de pensiones, cerca de 60 % de los países que privatizaron sus sistemas públicos ha revertido este proceso, por considerar que los efectos sociales negativos demostraron que el experimento de la privatización ha fracasado. Argentina (2008) y Bolivia (2010) siguieron esta tendencia, al eliminar el pilar privado y al regresar al esquema público; mientras que en Chile (2008) se mantiene el sistema de capitalización individual, pero con mejoras en los principios de sostenibilidad financiera; de manera similar, México (2020) realizó algunas mejoras al sistema de pensiones vigente.

Cobertura y evolución del sistema de pensiones en México

El acceso a la seguridad social se basa, principalmente, en la existencia de una relación laboral formal, lo cual excluye a personas autoempleadas, ocupaciones no remuneradas y a trabajadores en la informalidad, quienes son mayoría en América Latina. Por tanto, gran parte de la población latinoamericana en edad productiva queda al margen del derecho a la seguridad social. Por ello, resolver el problema de cobertura de

³ De acuerdo con Mesa-Lago [2020: 15], los países que siguieron el modelo sustitutivo fueron Chile, Bolivia, México, El Salvador y República Dominicana, al reemplazar por completo el sistema público por uno privado. Mientras que Perú y Colombia implementaron un esquema paralelo, el cual mantuvo el sistema público y agregó el privado. Por último, Argentina, Uruguay, Costa Rica y Panamá establecieron un sistema mixto, conservando el sistema público como pilar principal.

la seguridad social, en concreto de las pensiones, resulta fundamental para la región, en aras de reducir las brechas de desigualdad y prevenir la pobreza en la vejez.

De acuerdo con Solís, Villagómez, Campos, el Centro de Investigación y Docencia Económicas, y la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (México) [1999], la baja cobertura de los sistemas públicos de pensiones en México obedece a razones de tipo institucional-estructural, vinculadas con el funcionamiento del mercado laboral, tal como la política de contracción salarial que determina el acceso a los sistemas de pensiones y a los servicios de salud como parte de las prestaciones laborales. Es decir, las desigualdades del mercado laboral se traducen en un acceso diferenciado a la seguridad social y, en particular, a las pensiones.

En México, al igual que en gran parte de los países del mundo, los sistemas de seguridad social se implementaron durante o después de la consolidación de un modelo de desarrollo económico que promueve la industrialización [Gutiérrez *et al.*, 1996: 31]. En este periodo, se afianza el derecho a jubilarse y otras importantes conquistas laborales, como las limitaciones del trabajo infantil y de la jornada laboral, la obligatoriedad del financiamiento del retiro con cotizaciones obreras y patronales, garantizando las prestaciones [Pierre, 2015: 48]. Así, la pensión se concibe como una prestación económica que se otorga a los trabajadores asegurados o a sus beneficiarios que cumplan con las condiciones para solicitarla según la Ley del Seguro Social (LSS).

Los primeros antecedentes de la seguridad social en México se encuentran en la Ley de Accidentes de Trabajo del Estado de México (1904) y la Ley sobre Accidentes de Trabajo del estado de Nuevo León (1906), en las cuales se reconocía, por primera vez en el país, la obligación de los empresarios de proteger a sus empleados en caso de enfermedad, accidente o muerte derivados del cumplimiento de sus labores. No obstante, aún no existía el reconocimiento de la responsabilidad del Estado

en la provisión de bienestar social, la cual se delegaba en su mayoría al ámbito privado y familiar. En 1917, el Estado reconoció la necesidad de la seguridad social en el Artículo 123 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, en el cual se definen coberturas sociales mínimas que deben otorgarse a los trabajadores y a sus familias, señalando la conducta a seguir en materia de salubridad, seguridad social y previsión para el trabajo [Gutiérrez *et al.*, 1996: 33].⁴

De acuerdo con Loyzaga [2002: 41], el Estado mexicano en el periodo de sustitución de importaciones apoyó al empresario emergente mediante el proteccionismo, exención de impuestos y claro “corporativismo”, medidas que permitieron obtener de manera simultánea fuerza de trabajo barata y la instrumentación de políticas que ayudaron al trabajador a acceder a servicios y salud. Al respecto, Gutiérrez, Cruz, Kerber y Salazar [1996] mencionan que el 19 de enero de 1943 se publicó la Ley del Seguro Social en México, y se estableció la creación del Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS). De igual manera, el 30 de diciembre de 1959 se publicó en el *Diario Oficial de la Federación* la Ley del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado (ISSSTE), iniciando labores el 1 de enero de 1960. Hoy día, ambas instituciones cubren a más del 60 % de los trabajadores formales y sus familiares en el país [Hayashi, 2013: 1]. No obstante, a partir del periodo de inestabilidad de la década de los setenta, muchas de las conquistas de la clase trabajadora fueron atacadas, comenzando diversas reformas al sistema de pensiones, cuyo resultado ha sido más tiempo de cotización con menor remuneración en el retiro [Pierre, 2015: 48].

⁴ En 1930, 1970, 1980 y 2014 la legislación se reformó y se divide en dos apartados: el A, que regula las relaciones laborales entre trabajadores y patrones, mediada por la Ley Federal del Trabajo, y el B, que regula las relaciones laborales del servicio público, reglamentada por la Ley Federal Burocrática para los Trabajadores de la Federación y las Leyes Burocráticas de las Entidades Federativas.

Además, la estructura poblacional en México se está transformando profundamente, como resultado del aumento de la esperanza de vida y la reducción de las tasas de fecundidad y mortalidad, las cuales tienden a invertir la pirámide etaria, con alta proporción de adultos mayores. Eso también ha influido en la evolución de los sistemas públicos de pensiones, con los organismos internacionales advirtiéndole que el gasto pensionario acumulado presiona las finanzas públicas. Así, el cambio de la relación entre la población activa que cotiza y la pensionada provocaría que los ingresos obtenidos financien una parte cada vez menor del costo del pago de las jubilaciones, obligando al Estado a “compensar” su déficit con recursos transferidos de otros usos [Vásquez, 2013]. Por tanto, una de las justificativas dadas para modificar el sistema de pensiones en México fue evitar un supuesto colapso en los sistemas pensionarios.⁵

Alanís y Soto [2020: 42] demuestran que bajo este discurso se encubre que el actual modelo mexicano de Afore no ha generado beneficios para los trabajadores, pero sí ha engrosado las ganancias para las empresas, los bancos y los fondos privados de pensión que transforman las aportaciones de los trabajadores en capitales creadores de dividendos e intereses. Es decir, todo ello obedece a un fin mayor, utilizar los ahorros de los trabajadores alojados en los fondos de pensión para incrementar los recursos disponibles por parte del capital financiero [Álvarez, 2018: 281]. Esta dinámica de *financiarización de pensiones* representa una perversa disyuntiva

⁵ El argumento de que los sistemas públicos de pensiones basados en el principio de reparto habrían llegado a ser insostenibles desde el punto de vista financiero fue el eje del discurso oficial. Sin embargo, Ramírez [2019: 975] menciona que la razón fundamental de la privatización de las pensiones no fue de sostenibilidad financiera en sí, sino limitar el costo fiscal del sistema de reparto que dependía del financiamiento público. También, al cambiar a una administración privada, la reforma al sistema de pensiones por el “bien común” ha ocultado un objetivo de clase aún más amplio: reducir las cotizaciones patronales para financiar las jubilaciones, extender el periodo activo de los trabajadores en el mercado laboral y desvalorizar la fuerza de trabajo [Pierre, 2015: 49].

para nuestra sociedad: el sector financiero se apropia de las ganancias obtenidas en los mercados de capitales, mientras que los trabajadores sufren las pérdidas en la disminución del monto de sus pensiones.

MÉXICO: IMPACTO DE LA PANDEMIA EN LAS PENSIONES Y FONDOS DE INVERSIÓN

Los retos demográficos, financieros y económico-sociales que enfrentan los sistemas de pensiones se profundizaron debido a la covid-19. Para los países desarrollados, las políticas de auxilio de emergencia permitieron evitar el colapso de sus economías por medio de subsidios, ayudas a sectores empresariales, seguros al desempleo, entre otras estrategias. Sin embargo, en economías emergentes como la mexicana, la situación es mucho más compleja, pues más de la mitad de la población se encuentra en el sector informal, no cuenta con la seguridad de un empleo formal o salario. Con la pandemia y las medidas de cuarentena, los trabajadores informales se vieron obligados a cambiar de giro comercial, y recurrieron por necesidad al ingenio, al fabricar productos que en ese momento eran escasos y de primera necesidad, como cubrebocas, caretas y gel antibacteriano casero. Sin embargo, también los trabajadores formales se vieron atingidos por cambios importantes impulsados por la crisis sanitaria, tanto por la nueva ronda de modificaciones en el comportamiento de las pensiones y el mercado laboral, como por aspectos vinculados con las pensiones y su dependencia creciente del desempeño de los mercados financieros.

Pandemia y pensiones: algunos datos

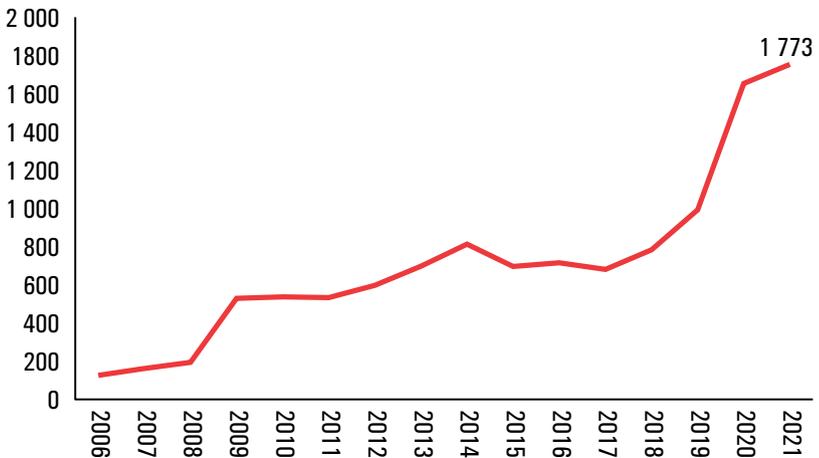
Al analizar el sistema de pensiones mexicano durante la pandemia, salta a la vista que la agudización del desempleo formal se vincula con el aumento de la informalidad en el

mercado laboral. Gran parte de los empleos formales se perdieron durante la crisis sanitaria y se ha incrementado el sector informal, carente de prestaciones sociales, que antes de la pandemia era de alrededor de 56.4 % de la población económicamente activa (PEA) [Inegi, 2019]. Lo anterior se traduce en una reducción notable de los ingresos para las familias y, ante dicha situación, el retiro anticipado de recursos de las Afores por desempleo se ha convertido en una estrategia de los hogares para disponer de recursos y lograr satisfacer las necesidades del día a día. En la gráfica 1 se observa un aumento sostenido del retiro de los ahorros por desempleo, que en 2006 constituyeron 127 millones de pesos, mientras que para 2021 eran equivalentes a 1 773 millones de pesos en promedio. Esta tendencia se acentuó durante la pandemia, en particular, entre el 2020 y el primer semestre de 2021. Así, el monto acumulado de retiro de ahorros de enero-agosto del año en curso es de 14 362 millones de pesos, el cual también representa un incremento de 9.3 % real respecto del mismo periodo del 2020, que ascendía a 13 139 millones de pesos [Consar, 2021a].

Otro de los principales problemas del sistema y que ha sido agravado con la pandemia es la brecha de género en la administración de las cuentas individuales por parte de las Afores. Las mujeres han sido un grupo históricamente vulnerable con la privatización de las pensiones, como se ve cuando desagregamos por género a la población mayor de 65 años de edad que cuenta con una jubilación. A pesar del aumento de jubiladas entre 2020 y 2021, aún existe una importante brecha de género: 19 % de los hombres mayores cuenta con una pensión, mientras que solo 9 % de las mujeres mexicanas ancianas goza del mismo derecho (gráfica 2). En la explicación de esta desigualdad estructural de género en el acceso a la jubilación, encontramos que las mujeres tienen periodos de cotización menores a los de los hombres; por lo general se emplean a tiempo parcial y deben interrumpir su vida laboral por

maternidad o cuidado de los hijos; todo eso aunado a la percepción sistemática de salarios más bajos. Además, vale mencionar que de manera tradicional se encomiendan a la mujer las tareas no remuneradas del cuidado, lo que resulta en la baja posibilidad de que coticen para los esquemas privados de pensiones.

Gráfica 1. México: retiro de ahorros por desempleo en millones de pesos (2006-2021)



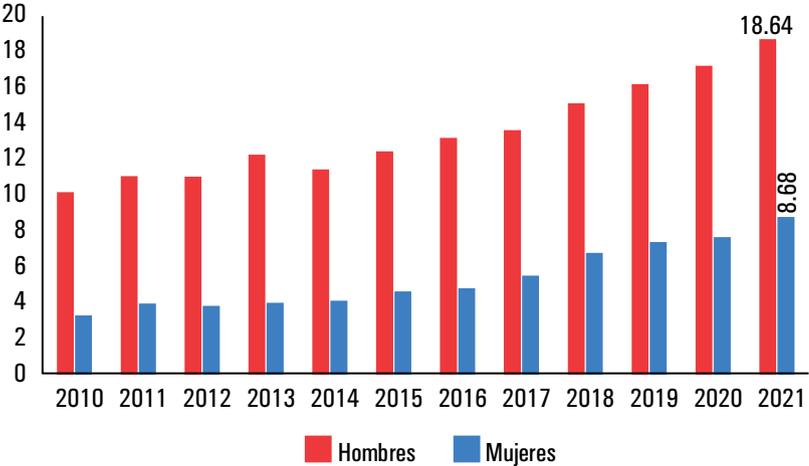
Fuente: elaboración propia con datos de la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (Consar).

Ganancia financiera y fondos de pensión en la pandemia

A más de un año de la crisis por la covid-19 y sus impactos negativos iniciales en la economía, se observa que uno de los grandes ganadores en esta adversidad general ha sido el sector financiero. Es decir, diversas entidades financieras no solo han logrado mantener sus ganancias, sino que incluso las han aumentado en un escenario donde la tendencia de la mayoría de los indicadores económicos es a la baja. De acuerdo con el

Inegi [2021: 2]: el PIB se contrajo 8.5 % para el cuarto trimestre de 2020, mientras que las Afores en México registraron plusvalías cercanas a 553 000 millones de pesos al cierre del mismo año. Además, según la Consar [2021a], para junio de 2021, los recursos administrados por las Afores sumaron cerca de 5 000 millones de pesos, que representan el 21.3 % del PIB, y se tuvo un incremento de 629 951 millones de pesos con respecto a junio de 2020, lo cual significó una tasa de crecimiento anual de 14.7 % nominal y de 8.3 % en términos reales de 2008-2021, las plusvalías acumuladas fueron de alrededor de 2.5 miles de millones de pesos, que equivale al 47.4 % de los activos que administran las Afores.

Gráfica 2. México: población adulta jubilada con 65 años y más, según su género (2010-2021)

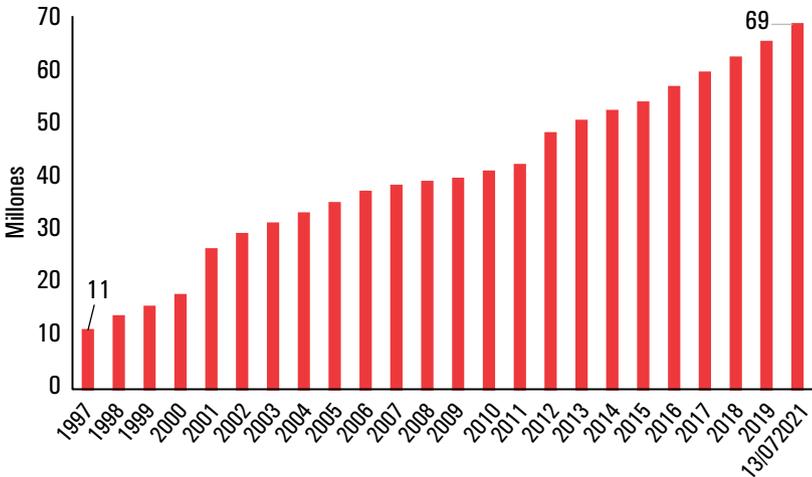


Fuente: elaboración propia con datos del Instituto Nacional de las Mujeres (Inmujeres).

En la gráfica 3 se muestra el importante crecimiento en las cuentas administradas por las Afores, al pasar de 11.1 millones de cuentas en diciembre de 1997 a 69.1 millones al cierre de julio de 2021 [Consar, 2021a]. Dicho incremento de las

cuentas administradas corresponde a la adopción obligatoria del sistema privado de pensiones para las nuevas generaciones y significó un aumento sin precedentes de recursos administrados por esos inversionistas institucionales. El hecho de que muchas de las Afores se encuentren vinculadas con la banca comercial y aseguradoras, hace que el destino de los ahorros de los pensionados se convierta en algo de especial interés para el sector financiero privado, sobre todo como nueva fuente de rentabilidad por las comisiones cobradas por la administración de los fondos y por su participación en el reposicionamiento de los grandes corporativos en la intensa competencia oligopolística del sector.

Gráfica 3. México: cuentas administradas por las Afores (cifras de 1997 al cierre de julio de 2021)



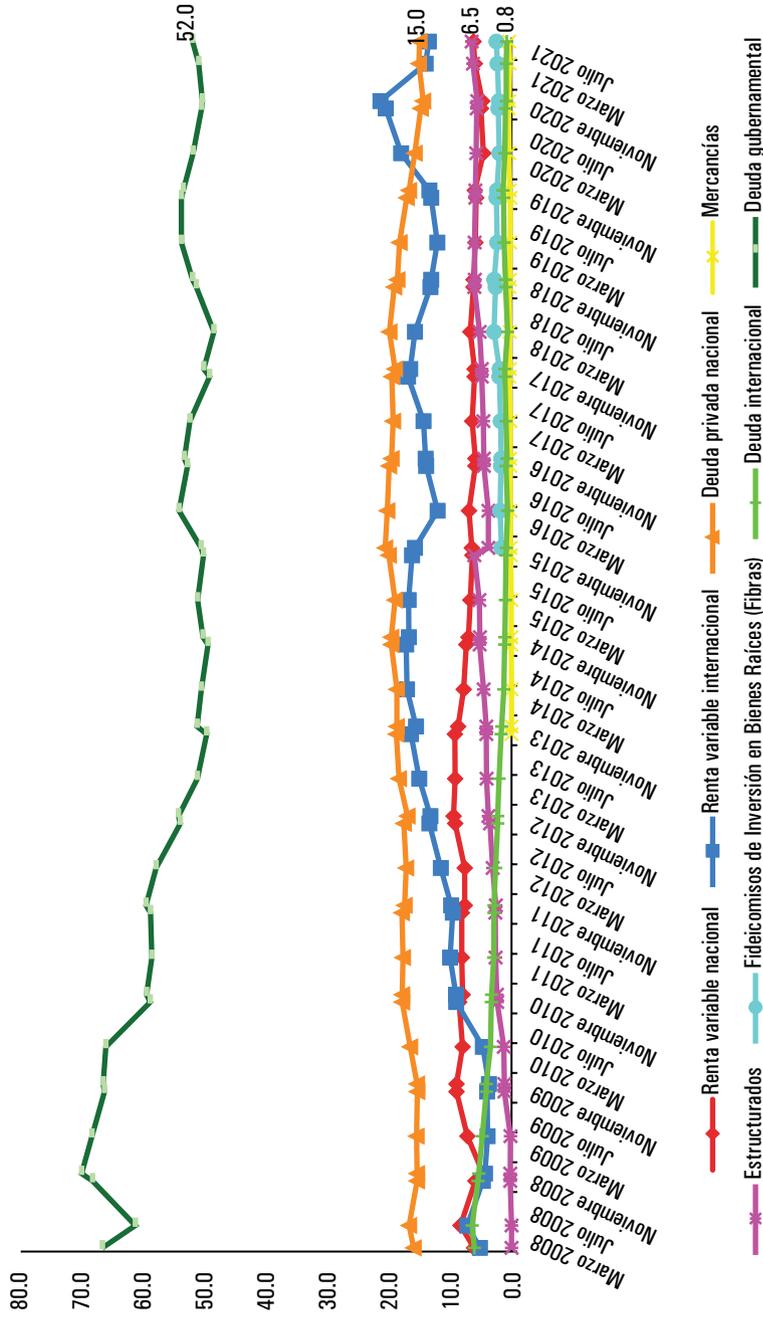
Fuente: elaboración propia con datos de la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (Consar)

Al respecto, el trabajo sobre Colombia y Perú de Bonizzi, Churchill y Guevara [2021: 4] nos permite comprender el papel fundamental que vienen asumiendo los fondos privados de

pensión como inversionistas institucionales, perfilando una de las expresiones de la financiarización en países periféricos que necesita mayor investigación. Los autores señalan que la actuación de los fondos de pensión contribuye a la creación de grandes reservas de riqueza, que, dirigidas a la compra de títulos públicos y privados para la conformación de su cartera, impulsa a que se incrementen y complejicen los mercados financieros locales —manteniendo el auge de los mercados existentes, estimulando la creación de nuevas clases de activos e incitando a la capitalización de los flujos de ingresos en nuevos valores negociables—. De manera semejante, el caso mexicano también se da en un contexto de liberalización y desregulación de las inversiones que autorizan que las Afores vayan paulatinamente cambiando la composición de su portafolio con mayor presencia relativa de activos más riesgosos, de volatilidad más acentuada e incluso al permitir la incursión de demanda por activos en mercados financieros internacionales. En la gráfica 4 se observa la evolución de la composición porcentual de las carteras de las Afores, donde se destaca la concentración en determinados activos, pero también la transformación en su composición; tal es el caso de la reducción de la deuda gubernamental (que en enero de 2009 sumó 70 %, pero que solo representaba 52 % en septiembre de 2021), en contraste con el aumento de instrumentos financieros de mayor riesgo.

Para intentar comprender un poco mejor la conexión entre los recursos financieros disponibles en las manos de los fondos de pensión y el comportamiento actual de los mercados financieros, observamos que, pese al desplome en los indicadores económicos dada la pandemia, tiene lugar la estabilidad o el crecimiento, o ambos, de las bolsas en América Latina. En particular para México, hubo un incremento en el valor de las acciones negociadas en el orden del 8 % entre 2019 y 2021 (gráfica 5). Así, eso lleva a elucubrar que la forma de actuar de los fondos de pensión como inversionistas

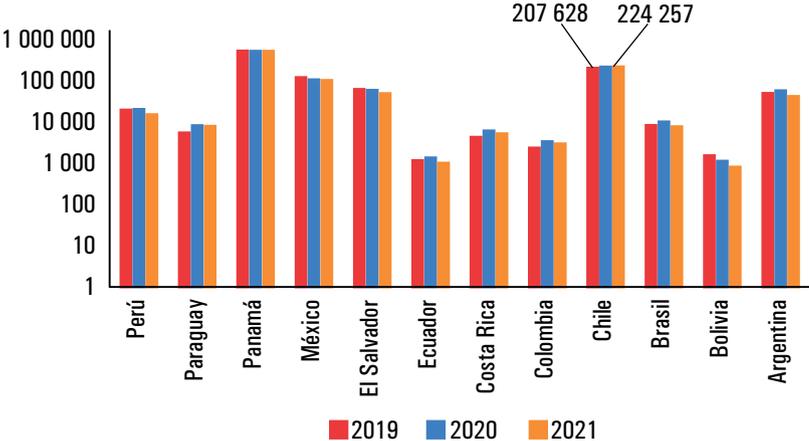
Gráfica 4. México: composición (%) de las carteras de las Afores (2008-2021)
(cifras al cierre de septiembre de 2021)



Fuente: elaboración propia con datos de la Consar de 2008-2021.

institucionales, operando activamente en las bolsas y otros mercados de títulos para maximizar el desempeño de su cartera de activos, explica, en gran parte, por qué el mercado de capitales latinoamericano sigue pujante pese a la pandemia.

Gráfica 5. América Latina (países seleccionados): crecimiento bursátil doméstico, en millones de USD (2019-2021)



Fuente: elaboración propia con datos de la Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB).

En definitiva, vemos cómo el sector financiero ha pasado sin mayores rasguños por la crisis de la covid-19, ya que logra un mínimo de pérdidas y mantiene o incluso aumenta sus utilidades. No puede decirse lo mismo de los trabajadores, quienes viven un periodo en extremo grave, en el cual la pérdida de empleos formales no solo representa la disminución presente en el ingreso, sino que también repercute en la interrupción de las aportaciones a su cotización y en la reducción de las posibilidades reales de acceder a una pensión futura. Tanto es así que Mesa-Lago [2020: 22] afirma que las administradoras de fondos de pensión tienen altas utilidades y las conservan incluso en periodos de crisis económicas porque no cesan

de cobrar sus comisiones por la administración de recursos de terceros.

REFLEXIONES FINALES

Resulta paradójico que durante la crisis por la covid-19 las élites consiguieron conservar sus ganancias, e incluso incrementarlas en medio de esta vorágine global, al obtener ganancias financieras en varios mercados. Los mismos fondos de pensiones, que inyectaron liquidez al comprar títulos en los mercados de capitales, han impulsado al alza las bolsas de valores en aras de incrementar sus rendimientos y han favorecido este nuevo *round* en la concentración del ingreso. El caso mexicano no fue excepción. En la pandemia, las Afores rompieron récord histórico en los montos administrados: pasaron de 486 000 millones de pesos en 2019 a 552 000 millones de pesos al cierre de 2020, un aumento del 14 % [Amafore, 2021; Consar, 2021b].

Alanis y Meireles [2021] señalan la necesidad de encontrar un esquema pensionario que no dependa del desempeño del mercado financiero, que permita lograr una cobertura plena, que considere las distintas formas de ocupaciones-empleo y pueda contribuir de manera simultánea a la eliminación de la pobreza en la vejez. Tras los análisis realizados en este capítulo, es notorio que el sistema privado de pensiones está en las antípodas de este diseño. Así, la privatización del sistema de pensiones en América Latina impulsó que las jubilaciones fueran consecuencia de la condición de formalidad laboral y de la capacidad de ahorro individual del trabajador, del desempeño de los mercados de capitales y de las motivaciones rentísticas de las entidades financieras. En este panorama, el trabajador latinoamericano —quien en teoría debería ser el principal beneficiado del arreglo jubilatorio— permanece al margen de la toma de decisiones sobre sus ahorros,

desconoce el funcionamiento de los mecanismos de capitalización de sus aportaciones por parte de los fondos privados de pensiones y se encuentra extremadamente expuesto a la posibilidad de que, ante una deflación del precio de los activos financieros, vea reducidos a polvo los recursos que le garantizarían una vida digna en el futuro.

REFERENCIAS

- Alanis, G., T. L. y E. R. Soto [2020], “Sistema de pensiones en México. Una burbuja a punto de estallar”, México, *Ola Financiera*, 13(35).
- Alanis, L. y M. Meireles [2021], “Los que quedan fuera de las Afores: finanzas y pensiones entrelazadas”, *Nexos. Economía y Sociedad* (México), marzo.
- Álvarez, B. A. [2018], *Cómo el neoliberalismo enjauló a México. El contexto de los siglos xx y xxi y la alternativa de un ecosocialismo democrático*, México, Facultad de Economía, UNAM.
- Amfore [2021], *2021 inicia con un sistema de ahorro fortalecido: Amfore*, México, Asociación Mexicana de Afores.
- Bonizzi, B., J. Churchill y D. Guevara [2021], “Variegated financialization and pension fund asset demand: the case of Colombia and Perú”, *Socioeconomic Review*, 19(2): 789-815.
- Consar [2021a], *Informe al Congreso -2do trimestre de 2021. Trimestral*, México, Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro, Secretaría de Hacienda y Crédito Público.
- _____ [2021b], *El sistema de ahorro para el retiro al cierre de 2020*, México, <<https://cutt.ly/YH7a1ex>>, 13 de septiembre.

- Damián, A. [2016], “Seguridad social, pensiones y pobreza de los adultos mayores en México”, *Acta Sociológica*, 70: 151-172.
- Guardia, B. A., M. R. Clark y G. Martner [2007], *Rompiendo mitos: la reforma del sistema de pensiones en Chile*, Santiago de Chile, Friedrich Ebert Stiftung, <<https://cutt.ly/FJDf9uf>>.
- Guillén, A. [2014], “La Unión Europea en el torbellino de la crisis global”, en Luis Arizmendi (coord.), *Crisis global y encrucijadas civilizatorias*, México, PRD/Fundación Heberto Castillo Martínez: 13-60.
- Gutiérrez, D. F., S. M. Cruz, A. Kerber y S. B. Salazar [1996], *Acervo Digital Institucional en Seguridad Social-Una aproximación global a los sistemas de seguridad social en América del Norte*, Comisión Americana Jurídico Social, Comité Permanente Interamericano de Seguridad Social, Secretaría General.
- Hayashi, M. L. (ed.) [2013], “Capítulo IV. La seguridad social y los sistemas de pensiones. Cuentas individualizadas”, *El sistema de pensiones y sus alternativas*.
- Inegi [2021], *Producto Interno Bruto de México durante el cuarto trimestre de 2020 (cifras desestacionalizadas)*, *Trimestral*, 157/21, México, Inegi.
- _____ [2019], *Resultados de la Encuesta nacional de ocupación y empleo, ENOE. Cifras durante el tercer trimestre de 2019*, núm. 555/19 (comunicado de prensa, p. 19), Inegi.
- Lapavitsas, C. [2016], *Beneficios sin producción: cómo nos explotan las finanzas*, Madrid, Traficantes de Sueños.
- Loyzaga de la Cueva, O. [2002], *Neoliberalismo y flexibilización de los derechos laborales*, México, Unidad Azcapotzalco de la Universidad Autónoma Metropolitana.
- Mesa-Lago, C. [2020], “Evaluación de cuatro décadas de privatización de pensiones en América Latina (1980-2020): promesas y realidades”, Friedrich-Ebert-Stiftung (ed.), Representación en México.

- Ortiz, I., F. Durán-Valverde, S. Urban y V. Wodsak (eds.) [2018], *Reversing pension privatizations rebuilding public pension systems in Eastern Europe and Latin America*, Ginebra, Suiza, ILO.
- Pierre, M. [2015], “Jubilarse en el capitalismo de hoy. La clase trabajadora y los fondos de pensión”, *Memoria. Revista de Crítica Militante* (256): 48-50.
- Ramírez, B. [2019], “La necesaria construcción de un sistema público de pensiones para la sociedad mexicana”, *El Trimestre Económico*, 86(344): 967.
- Russell, J. [2014], “La expropiación capitalista de los ahorros de jubilación en América Latina y Estados Unidos”, *Mundo Siglo XXI*, 9(32): 25-31.
- Solís, S. F., A. A. Villagómez, E. Campos (eds.) [1999], *La seguridad social en México*, México, Centro de Investigación y Docencia Económicas, Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro, Fondo de Cultura Económica.
- Toporowski, J. [2008], “La economía y la cultura de la dependencia financiera”, *Economía Informa* (355): 14.
- [2002], *The end of finance: capital market inflation, financial derivatives and pension fund capitalism*, Routledge.
- [1999], “Monetary policy in an era of capital market inflation”, *Levy Economics Institute Working Paper*, núm. 279.
- Vásquez, C. P. [2013], “Nueva seguridad social y la crisis de las pensiones”, *Economía UNAM*, 10(28): 95-101.
- Villavicencio, G. y M. Meireles [2019], “Discusión teórica sobre la financiarización: marxistas, poskeynesianos y en economías subdesarrolladas”, *Revista Ola Financiera*, 12(32): 1-52.

III. RESPUESTAS DE POLÍTICA ECONÓMICA ANTE LA CRISIS POR LA COVID-19

7. POTENCIALIDADES DE LA COORDINACIÓN ENTRE POLÍTICA MONETARIA Y FISCAL. LA EXPERIENCIA DE LATINOAMÉRICA FRENTE A LA COVID-19

*Leonardo Rojas Rodríguez
Santiago Castaño Salas*

INTRODUCCIÓN

El propósito de este documento es presentar y remarcar los efectos positivos sobre el empleo y el crecimiento económico, en una economía periférica, luego de implementar políticas fiscales expansivas en coordinación con una política monetaria acorde y el uso de políticas macroprudenciales. A la vez que se utiliza dicha perspectiva como filtro para analizar la respuesta de algunas economías latinoamericanas al choque generado por la pandemia de la covid-19, y a las subsecuentes medidas empleadas para frenar la crisis desatada por este fenómeno.

Luego de la denominada Gran Recesión del 2008, y como consecuencia de la incapacidad de enfrentar la misma solo con medidas monetarias, tanto la política fiscal como las políticas macroprudenciales retomaron un espacio dentro del abanico de herramientas disponibles en manos de las autoridades económicas. Como menciona Arestis [2015], previamente a este fenómeno, tanto la política fiscal como la macroprudencial se habían degradado; la política fiscal en parte bajo los diferentes argumentos del nuevo consenso macroeconómico (NCM), donde su efecto es nulo sobre la demanda agregada [Arestis y

Sawyer, 2003] y como una medida para garantizar la consistencia de las recomendaciones obtenidas bajo este marco; mientras que la regulación del tipo macroprudencial era en gran medida ignorada, puesto que el concepto de riesgo sistémico era subsumido por la hipótesis de los mercados eficientes, la regulación microprudencial, y las medidas aplicadas de manera individual.

No obstante, en la implementación de este tipo de políticas se vislumbra una necesidad de coordinación de estas con objetivos comunes. La aplicación de acciones fiscales desarticulada de las otras políticas casi siempre deviene en un efecto nulo sobre la demanda agregada, como es el caso de las decisiones contractivas sobre la tasa de interés, o la omisión de acciones reguladoras sobre el sistema financiero que eviten posibles incrementos del riesgo sistémico [Arestis, 2012 y 2015].

Arestis [2015] realiza un revisión acuciosa de la literatura disponible frente a la evaluación de la política fiscal y de los multiplicadores del gasto público cuando existe o no coordinación, la evidencia es bastante contundente. En general, los multiplicadores del gasto público tienen valores diferentes de cero o tienen mayor magnitud cuando hay coordinación tanto con políticas monetarias como con políticas macroprudenciales.

El significado de la coordinación obtiene otra relevancia en el marco de una economía periférica, puesto que la restricción de acceso a fuentes de financiamiento, así como el condicionante del crecimiento a la vinculación con los mercados globales de bienes en una posición subordinada, mediante la exportación de materias primas y la importación de bienes con alto contenido tecnológico, supedita a este tipo de economías a una mayor exposición frente a choques externos. De esta forma, el gasto público *per se* no significa impactos expansivos sostenibles, en la medida en que dichas acciones pueden terminar en problemas en la balanza de pagos, por cuenta de los déficits en cuenta corriente, bien se expliquen por la salida masiva de recursos vía rentas del capital o pagos de intereses, o ambos,

o por déficits en la cuenta comercial. De ahí, la importancia de la aplicación de políticas coordinadas.

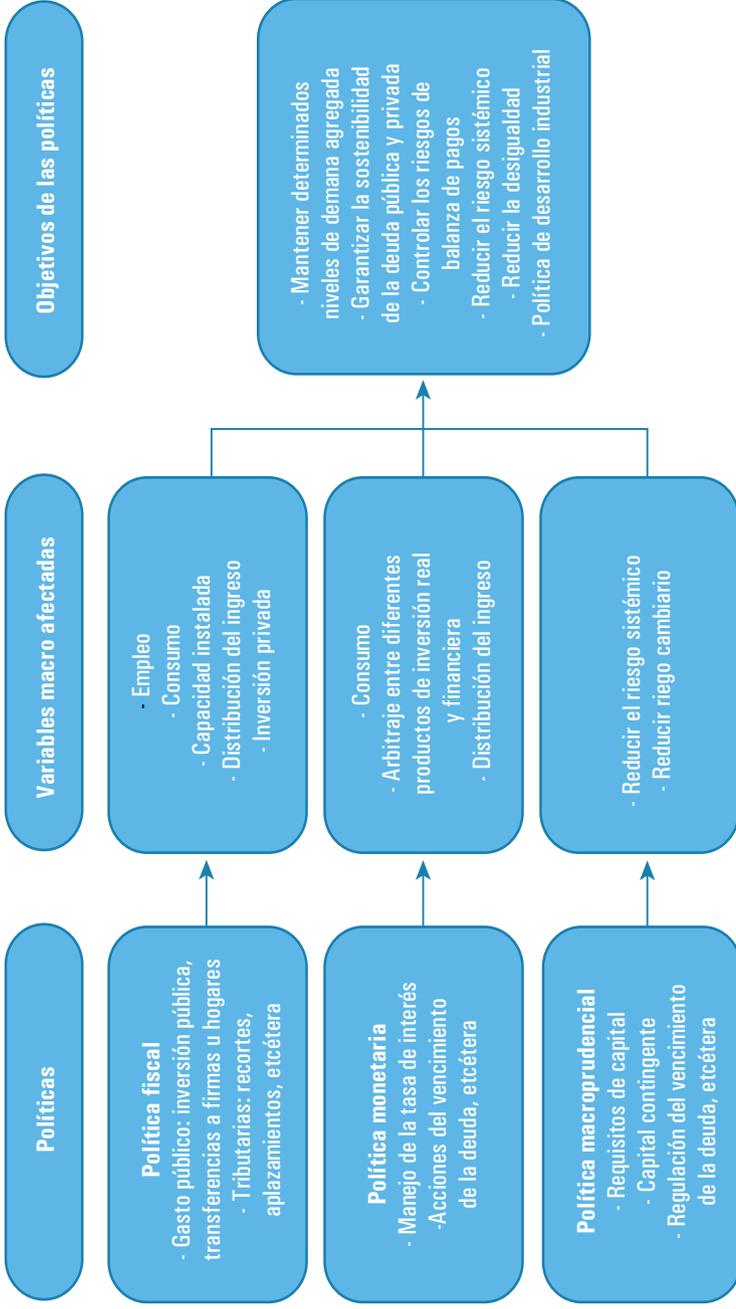
Cuando se hace referencia a las potencialidades de la coordinación de las diferentes políticas macro, se habla en particular de la posibilidad de alcanzar diferentes objetivos de manera simultánea, tal y como se plantea en la figura 1 (objetivos de las políticas). Todo ello, por supuesto, especificado para las características de las economías periféricas. Así pues, la articulación entre las herramientas de cada una de las políticas puede evitar efectos en direcciones contrarias sobre las variables macro afectadas por cada una de estas; se sabe que algunas variables dependen en alguna medida de las decisiones de las autoridades, por tanto, la acción coordinada facilita obtener el mayor efecto neto positivo sobre la variable macro y, por ende, alcanzar los objetivos priorizados.

Debe resaltarse dentro del esquema mencionado, que para las economías periféricas la coordinación entre políticas se convierte en una importante herramienta tanto para blindar ciertos objetivos de la dinámica internacional, como para apostar por políticas de desarrollo que sin un buen manejo de la balanza de pagos implican una reproducción permanente, e incluso un deterioro, de las condiciones productivas.

Con base en la anterior introducción, resulta pertinente mencionar el papel de la política fiscal como elemento central para impactar la demanda agregada. Y las diferentes perspectivas desde las que dicho instrumento es o no efectivo.

En el segundo apartado de este capítulo se analiza la posible coordinación entre la política fiscal y monetaria desde una perspectiva poskeynesiana, así como las principales controversias que se presentan con la ortodoxia económica en cuanto a la combinación de estas políticas. Luego se presenta la formación de precios en economías periféricas para introducir posibles escenarios ante expansiones fiscales. Después, en este apartado, se analiza la importancia de incorporar medidas macroprudenciales en países periféricos.

Diagrama 1. Potencialidades de la coordinación entre políticas macro



Fuente: elaboración propia.

El tercer apartado se centra en mostrar la dinámica que se presentó en América Latina durante la pandemia en cuanto a políticas fiscales y monetarias, así como analizar los resultados en términos macroeconómicos. Por último, se muestran las principales conclusiones frente a lo analizado en la región desde la perspectiva planteada en el capítulo.

POLÍTICA FISCAL Y MONETARIA: POSIBILIDADES DE COORDINACIÓN

Política fiscal

Frente a la política fiscal, seguimos a Palley [2012] en cuanto precisa que el primer paso para analizar el papel de la misma en cada una de las escuelas de la economía pasa por definir el carácter de neutralidad o no de la política fiscal frente a la demanda agregada. Luego de tener claro esto, el punto que se vuelve común a todas las escuelas y una de las principales conclusiones de Palley [2012] es que la política fiscal será o no efectiva en cuanto se flexibilice o no la hipótesis de expectativas ricardianas (HER). Así pues, aun con los modelos donde la política fiscal se supone neutral, cuando se asume que un porcentaje de los hogares no actúa bajo la HER, la política fiscal tiene efectos positivos, en cuanto que un aumento del gasto público significa que una parte de los hogares de la economía percibe esto como un aumento de la riqueza, lo cual afecta de manera positiva la demanda agregada.

Otra arista de la implementación de políticas fiscales pasa por el tipo de gasto implementado, puesto que sin importar la coordinación con otras políticas, según el tipo de gasto, puede preverse que los multiplicadores serán diferentes. Al respecto, Arestis [2015] señala que los multiplicadores del gasto público diferirán según el gasto sea uno que afecte de forma directa la capacidad productiva o que pueda tener incluso incidencia en

la productividad, o uno que respalde principalmente los ingresos de los hogares. Sin embargo, dado el entorno de economía periférica al que se hace referencia, las diferentes políticas fiscales pueden generar tensiones sobre la balanza de pagos que, según se complementen o no con otras medidas, pueden redundar en riesgos del tipo financiero o en presiones inflacionarias.

Políticas fiscales e inflación

Frente la coordinación entre las políticas monetarias y fiscales, surgen de manera persistente inquietudes sobre las repercusiones que pueden tener estas acciones respecto de la inflación y la independencia del banco central. De hecho, desde la ortodoxia económica (y el NCM), se plantea que una de las maneras para controlar la inflación es precisamente que el banco central actúe con total independencia del gobierno y, en ese sentido, de la política fiscal, evitando: 1) monetizar déficit fiscales; y 2) generar expectativas inflacionarias.

Sin embargo, estas preocupaciones no siempre están fundadas:

1. Si bien es cierto que la monetización del déficit puede generar inflación, esto dependerá más de la estructura productiva y su capacidad para absorber un aumento de la demanda agregada que solo de los efectos de la monetización del déficit fiscal.
2. En cuanto a las expectativas de inflación que se plantean desde el NCM, siguiendo a Arestis [2015], si los individuos no son racionales, este canal no operará necesariamente como es indicado por la ortodoxia, y sus efectos no son propiamente los de unas expectativas inflacionarias autocumplidas.

De hecho, estudios recientes han encontrado que la relación causal entre un banco central independiente y la inflación “es débil, si es que existe” [Baumann, Rossi y Schomaker, 2021].

Formación de precios en economías periféricas

Por otro lado, y no menos importante, es entender los fundamentos de la formación de precios y si la coordinación entre la política fiscal y monetaria puede generar presiones inflacionarias. Desde el NCM se entiende que la variación en los precios se produce siempre desde el lado de la demanda por excesos (o escasez), dado que desde la oferta los choques son transitorios y no afectan el nivel de precios a “largo plazo”. Así pues, a partir del NCM toda política fiscal expansiva que afecta la demanda agregada lleva a presiones inflacionarias que deberían responderse con una política monetaria de aumento en la tasa de interés. Por tanto, desde el NCM, no es recomendable el uso de la política fiscal y tampoco hay mucho espacio para que esta se utilice en coordinación con la política monetaria.

Por su parte, desde la formación de precios de Kalecki [1956], la variación de los precios¹ dependerá de las condiciones de oferta que enfrenten los diferentes bienes (“acabados” o “materias primas”) y, en ese sentido, de la estructura productiva y de consumo de cada economía.

Kalecki [1956] entiende que para los “bienes acabados”, las variaciones de los precios se asocian con cambios en los costos unitarios en virtud de que existen reservas de capacidad productivas. Esto significa que ante variaciones de demanda, se ajusta el grado de utilización de la capacidad instalada y, con ello, el nivel de producto, a un nivel de precios dado. Como se entiende, en este tipo de bienes, la elasticidad del

¹ Kalecki hace referencia a la variación de precios a corto plazo.

producto respecto de las variaciones de la demanda es amplia y las variaciones en el grado de utilización de la capacidad instalada son endógenas [Hein, 2014].

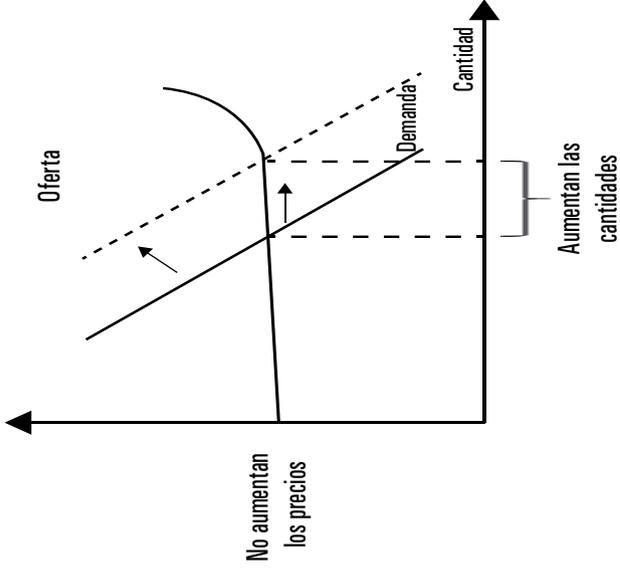
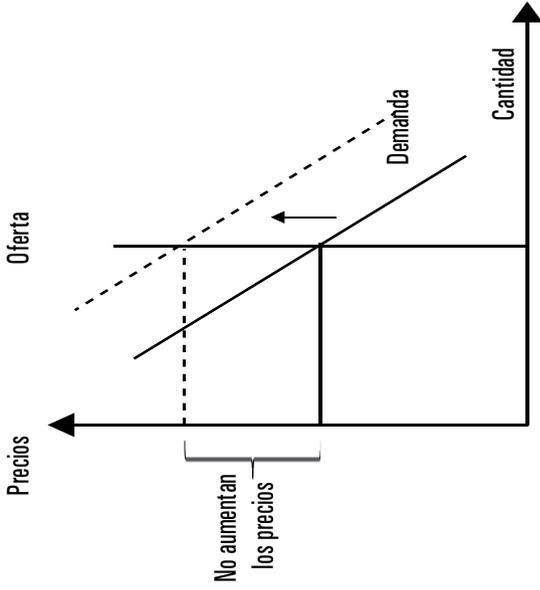
Por su parte, las variaciones de precios en las materias primas y los productos alimenticios están determinadas por la demanda. La característica particular de este tipo de bienes es que un cambio en la demanda genera un cambio inmediato en el *stock* de los mismos, lo cual origina un aumento del precio. El impacto de las variaciones en la demanda no puede contrarrestarse mediante mayor producción dado el tiempo de producción o estacionalidad de los productos primarios o, en el caso de productos minero-energéticos, de su carácter no renovable (riqueza entendida como *stock* “fijo”). Por último, Kalecki [1956] señala que existe un componente especulativo en la determinación del precio de las materias primas y de los productos alimenticios, lo cual torna más sensible la variación de precios al momento del ciclo económico.

Lo anteriormente planteado se representa en la gráfica 1: específicamente, la situación respecto de las condiciones de oferta y la variación de los precios o las cantidades que enfrentan estos dos grupos ante un aumento de la demanda.

Es relevante resaltar que dentro de la estructura productiva (y de consumo) entendemos igualmente el grado de apertura y dependencia que se tiene hacia productos importados ya sea finales o intermedios. Asimismo, que la producción de productos alimenticios y de materias primas se constituye en la fuente de bienes intermedios para el sector de bienes finales; por tanto, los primeros constituyen un costo en la formación de precios del segundo [Kalecki, 1956].

Dado lo anterior, observamos que las expansiones fiscales no necesariamente tienen que ser inflacionarias y, en ese sentido, contrarrestarlas por alzas en la tasa de interés como lo plantea el NCM. De hecho y, como se propone en este capítulo, pueden (y deberían) ser complementarias.

Gráfica 1. Variación de los precios o cantidades ante un aumento de demanda



Fuente: elaboración propia.

*Formación de precios en economías abiertas
como las latinoamericanas*

Para las economías latinoamericanas, pequeñas y abiertas, la formación de precios de bienes acabados estará fuertemente relacionada con el tipo de cambio y la inserción internacional. Es decir, en una economía cerrada, los precios nacionales que fijan las firmas están compuestos por un margen de beneficios sobre costos unitarios variables; y el margen de beneficio se establece en relación con la posición competitiva respecto de otras firmas y de la capacidad de negociación de los trabajadores.

Por su parte, en una economía abierta las firmas pierden capacidad de fijar precios dada la exposición a elementos que conectan los componentes principales en la fijación de los mismos (posición competitiva, bienes intermedios y negociación con los trabajadores) con condiciones del mercado externo. Por tanto, la formación de precios para una economía abierta y pequeña se puede expresar como:

$$p = (1 + m) (w_a + p_f e \mu),$$

donde:

$$m = (\text{mark up}) > 0$$

$$\mu = \text{tasa de cambio nominal}$$

p_f = precios de bienes extranjeros importados en moneda extranjera

Desde el punto de vista de los costos (materias primas, bienes asociados con la canasta salarial), estos pueden quedar vinculados con las condiciones de precios fijados en los mercados internacionales, en especial con la volatilidad de la tasa de cambio. Sobre todo, si se elige una política de abaratar costos importando bienes de lugares donde otro país pueda tener mayor eficiencia relativa en su producción.

En situaciones de depreciación de la tasa de cambio, bajo la condición Marshall-Lerner, se asume que es posible promover las exportaciones ante una mayor depreciación. Sin embargo, una parte de la capacidad de importar, generada como resultado de mayores exportaciones, se traduce en mayores importaciones de materias primas para sostener el nivel de inversión y de crecimiento, lo cual puede implicar un drenaje de divisas disponibles o una deficiencia de materias primas [Kalecki, 1956].

De igual manera, romper la oferta inelástica doméstica en bienes primarios para evitar inflaciones ante aumentos de la demanda agregada mediante su importación puede generar presiones sobre costos y una tensión adicional sobre la promoción de exportaciones para generar mayor capacidad de importar y, potencialmente, producir “cuellos de botella”.

Por otro lado, resulta importante entender las dinámicas del tipo de cambio y sus repercusiones sobre las exportaciones, las importaciones y los precios. En una economía abierta, se asume la tasa de cambio real como un indicador de la competitividad internacional, definiéndose como:

$$e^r = \frac{ep_f}{p}$$

donde e = *tipo de cambio nominal*

En este contexto, los aumentos en la tasa de cambio real suponen una mejora de la competitividad internacional para los productores domésticos y una presión sobre costos en materias primas o bienes intermedios importados [Kalecki, 1956]. Desde la ecuación del tipo de cambio real, se puede definir su tasa de crecimiento como:

$$\dot{e}^r = \dot{e} + p_f - \dot{p}^2$$

² Para un desarrollo formal completo véase Hein [2014: 286-297].

En esta situación, una mejora de la competitividad internacional puede provenir de una depreciación nominal de la moneda nacional, de aumentos en los precios internacionales o de la disminución en los precios domésticos [Hein, 2014].

En suma, en el contexto de economía abierta, un aumento de los precios locales hace menos competitivos los bienes domésticos con respecto a los internacionales, lo cual aumenta el déficit en cuenta corriente y la demanda agregada interna, al contrarrestar los efectos que puedan presentarse por la aplicación de una expansión fiscal.

Efectos sobre los precios de una política fiscal expansiva en economías periféricas

Las políticas fiscales que impulsen la demanda agregada llevarán a —según la norma de formación de precios— ajustes de los bienes vía precios o cantidades; sin embargo, lo anterior dependerá de la estructura productiva y de consumo que enfrente cada economía. Dentro de la estructura productiva (y de consumo), entendemos igualmente el grado de apertura y dependencia que se tiene hacia productos importados ya sea finales o intermedios. Asimismo, se vuelve imperativo entender la composición sectorial y de los bienes industriales o “acabados” producidos a escala doméstica, puesto que los productos “básicos” o “importados” que le sirven como insumos para los finales desempeñan un papel importante, dado que sus precios responden a otros mecanismos de ajuste (precios o tipo de cambio) y, en esa medida, una política que aumente la demanda agregada puede modificar, vía costos, los precios de los productos “acabados”.

Es posible plantear “situaciones tipo” que nos ayuden a pensar de manera específica la forma en que los aumentos de demanda sobre bienes de consumo —vía políticas fiscales—

afectan el nivel de precios de las economías, según sea su estructura productiva y de consumo.

- *Economía con predominancia de bienes básicos.* Como se ha mencionado, los bienes básicos o productos alimenticios presentan ofertas inelásticas; en ese sentido, el aumento de la demanda para estos bienes se ajusta mediante incrementos en sus precios.

Si nos situamos en una economía que se caracteriza por una estructura productiva y de consumo que están fuertemente ligadas a este tipo de bienes, ya sea porque son bienes para consumo final o porque tienen una gran preponderancia en la estructura de costos de los bienes acabados; si se producen políticas de impulso fiscal, estas se traducen en el incremento de la demanda agregada en el corto plazo y en presiones inflacionarias.

Lo anterior resulta más evidente cuando hablamos de productos “básicos” finales como podrían ser los productos alimenticios, sin embargo, cuando existen encadenamientos en los productos acabados donde su principal insumo es una materia prima (o igualmente un producto alimenticio), un incremento de precios en estos se transfiere vía costos a los productos acabados.

Esta situación se torna más restrictiva cuando el abastecimiento para esta línea de productos o bienes se realiza vía importación. Se genera una dependencia estructural del sector externo.

- *Economía con predominancia de bienes acabados.* En una economía caracterizada por la producción y el consumo de bienes industriales o “acabados” donde existan reservas en la capacidad productiva, los aumentos de la demanda como consecuencia de una política fiscal no deberían generar presiones inflacionarias,

dado que el mecanismo de ajuste es el incremento de las cantidades producidas y no de los precios.

Es importante resaltar que como la variación de precios en este tipo de bienes responde a un cambio en sus costos de producción, en ese sentido, un aumento de los bienes intermedios que utilizan como insumos puede llevar a un incremento de estos. Es decir, si los insumos son bienes “básicos” cuyos precios se incrementan ante un aumento de demanda o son bienes importados cuyo precio se fija de forma internacional y son afectados por movimientos en el tipo de cambio, un aumento de la demanda como consecuencia de cualquiera de las dos políticas mencionadas puede llevar a una variación de precios de los bienes acabados vía aumentos en sus costos.

- *Economía con predominancia de bienes importados.* En una economía que se caracterice por gran demanda de importaciones, ya sea como insumos para la producción nacional o como bienes finales directamente, una política pública que incremente la demanda agregada puede inducir a un desbalance comercial (y problemas de balanza de pagos) y, de esta manera, a una depreciación del tipo de cambio, lo que impactaría en el costo de los productos importados.
- La anterior situación incrementa el precio de todos los bienes importados en moneda nacional, tanto intermedios como finales. Por ello, en general, su efecto en el nivel de precios termina siendo directo en los bienes finales e indirecto mediante los insumos de los bienes acabados de tipo nacional.

Como resultado, si no pensamos en políticas fiscales para economías que no cuentan con un grado importante de desarrollo industrial, así como de integración vertical entre distintos sectores y son economías dependientes del sector de bienes

básicos y mercados externos por el alto grado de importaciones, es posible que este tipo de políticas termine generando presiones inflacionarias. No obstante, puede preverse que el resultado quizá sea diferente con el acompañamiento de políticas monetarias y macroprudenciales que eviten dichas presiones.

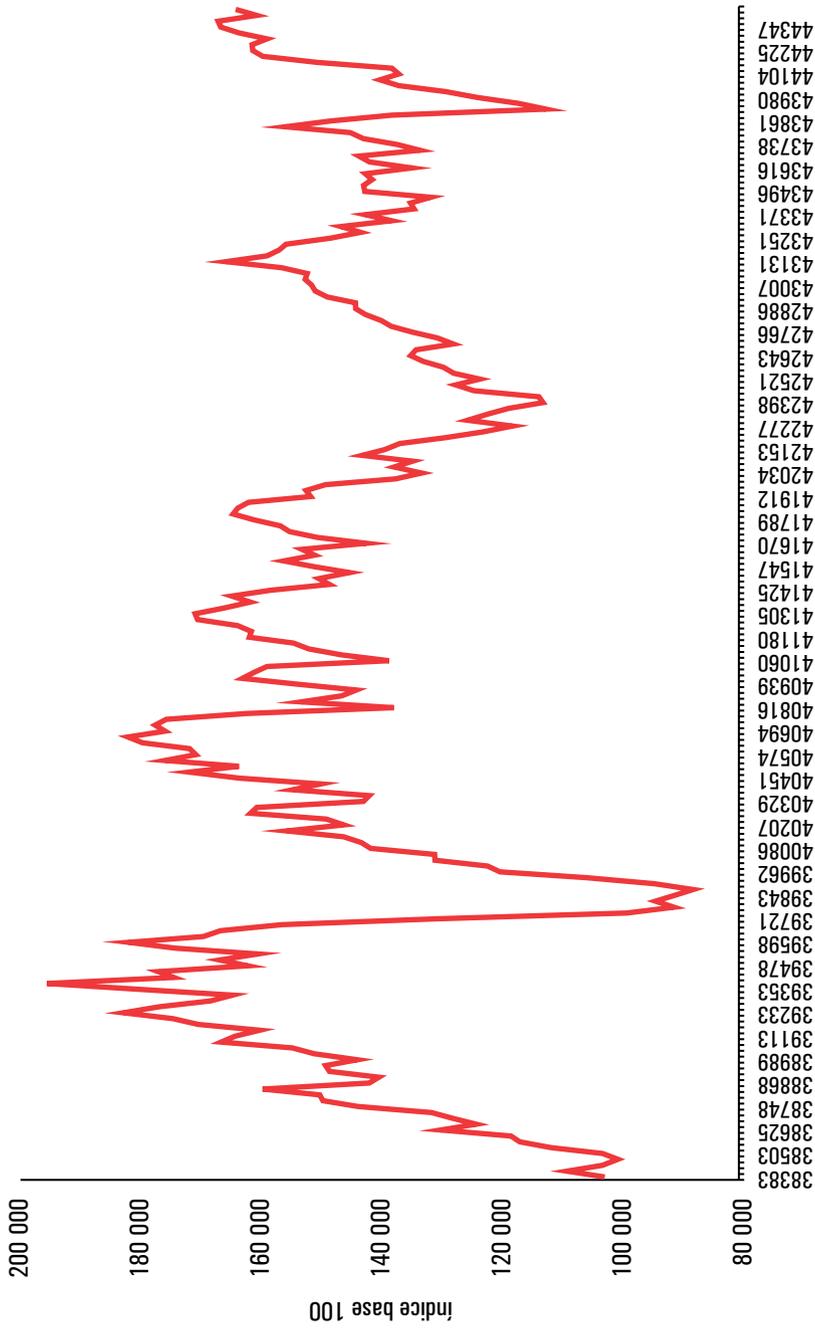
Por el contrario, países que tienen un grado importante de industrialización y de integración entre diferentes sectores productivos y expansiones de políticas fiscales no deberían generar presiones inflacionarias dado que el mecanismo de ajuste es un aumento en las cantidades producidas y no de los precios.

Estabilidad financiera y medidas macroprudenciales

Una de las características que presentan las economías latinoamericanas, dado su lugar en el sistema de jerarquías de las monedas y la inserción internacional, es que la entrada y salida de capitales están atadas al ciclo financiero internacional y no propiamente a las características y condiciones macroeconómicas de los países. Esto termina afectando la disponibilidad de divisas requeridas por las economías periféricas para suplir tanto las importaciones como las necesidades de financiación [Rey, 2015].

Así pues, las condiciones de liquidez se forjan en los países centrales y luego se disipan a las economías periféricas. Los movimientos de capital terminan impulsados por la confianza que se tengan de los centros financieros en países centrales (factores *push*) y no por las condiciones propias de las naciones periféricas (factores *pull*) [Cerutti, Claessens y Puy, 2019; Eichengreen y Gupta, 2016] (en la gráfica 2 puede verse un ejemplo de lo que ha venido ocurriendo en las economías emergentes). Como resultado, y a falta de normativa y regulación, las economías periféricas han estado a la merced de la

Gráfica 2. Proxy de salida de flujos de capitales en economías emergentes



Fuente: elaboración propia con datos de Bloomberg.

masiva entrada y salida de divisas, generando una dinámica particular que se ha denominado “financiarización subordinada” [Lapavitsas, 2014] o periférica [Becker *et al.*, 2010].

Esta dinámica que se presenta en los países periféricos conlleva a fenómenos como la enfermedad holandesa financiera [Botta, 2015; Botta, Godin y Missaglia, 2016], los cuales pueden desencadenar vulnerabilidades externas y problemas de estabilidad financiera. Lo anterior, ante escenarios de expansión fiscal, tal vez termine siendo contraproducente por la volatilidad del tipo de cambio y la escasez de divisas.

En este sentido, Hanson, Kashyap y Stein [2011] indican que el uso de políticas macroprudenciales pueden ayudar a mitigar este tipo de problemas y plantean un conjunto de seis políticas macroprudenciales:

- Requisitos de capital variables en el tiempo
- Capital de mayor calidad
- Medidas correctivas dirigidas al capital en lugar de hacerlo a los coeficientes de capital
- Capital contingente
- Regulación del vencimiento de la deuda
- Regulación del sistema bancario en la sombra

Como se ha mencionado, las mismas no tienen sentido o suficiente alcance si no se realizan en articulación con las otras políticas.

EXPERIENCIA LATINOAMERICANA FRENTE A LA COVID-19

Frente al choque generado por las medidas adoptadas para frenar la disipación del virus de la covid-19, que implicaron tanto el cierre de puertos y canales de comercio, como la caída súbita de la inversión a nivel global [Unctad, 2020], la destrucción de millones de empleos y las salidas masivas de capitales

de economías emergentes hacia activos más seguros, los distintos gobiernos de Latinoamérica intentaron implementar medidas de diferente tipo para enfrentar esta situación, tanto fiscales como monetarias (cuadro 1).

Cuadro 1. Políticas fiscales y monetarias implementadas en Latinoamérica como respuesta a la covid-19

	Argentina	Brasil	Colombia	Chile	Brasil	México	Perú	Uruguay
1. Política fiscal								
1.1 Estabilizadores automáticos	.	.	.	.	.	.	.	.
1.2 Inversión pública	1	2	.	2	0	.	.	.
1.3 Crédito sobre los impuestos		1	.	1	1	.	1	.
1.4 Aplazamiento de impuestos	7	3	1	.	10	.	2	2
1.5 Reducción tributaria	1	.	1	.	5	.	.	.
1.6 Financiación, si el origen es de: reasignaciones dentro del presupuesto actual, nuevos gastos financiados con fondos de estabilización, nuevos gastos financiados con deuda, otros	1	.	12	2		2	5	1
1.7 Otras políticas fiscales	.	.	4	.	1	.	.	.
1.8 Políticas fiscales desconocidas	.	.	.	.	.	.	1	.
2. Política monetaria								
2.1 Tasa de interés	.	2	7	2	5	7	1	.
2.2 Requerimientos de reservas	1	.	.	.	2	.	.	1
2.3 Necesidades de liquidez, incluidas las compras de activos por parte de los bancos centrales a las instituciones financieras privadas	.	3	3	3	6	4	2	.
2.4 Gestión de las reservas internacionales, incluidas las líneas bilaterales de intercambio de liquidez y las intervenciones en divisas de los bancos centrales	.	.	1	.	1	1	.	1
2.5 Otras políticas monetarias	.	.	1	.	12	.	.	.
2.6 Políticas monetarias desconocidas	1	.	.	.	.	.	1	.

En la respuesta de las naciones analizadas, otro elemento presente es que una gran parte de los esfuerzos de los gobiernos nacionales se dirigió a cubrir los faltantes de ingresos, de forma que no se alcanzaran déficits públicos altos, e incluso algunos países implementaron políticas de austeridad del gasto, en medio de una crisis sin precedentes.

Con respecto a la coordinación con la política monetaria, se ha evidenciado que la política de tasa de interés baja ha estado en línea con la política expansiva, no obstante, la dinámica financiera internacional ha generado sus estragos durante 2020. En especial en los primeros meses luego de la declaración de la pandemia, las economías emergentes sufrieron un fuerte revés producto de salidas masivas de capital como se puede ver en la gráfica 2; esto impactó positivamente las tasas de cambio de la región, al implicar apreciaciones bastante altas. Sin embargo, las salidas masivas representadas en el índice proxy de los flujos de capital a mercados emergentes de Bloomberg³ (BEMCFPI, por sus siglas en inglés) fueron similares a las salidas posteriores a la crisis de los precios de las materias primas, pero menores a lo ocurrido durante la Gran Recesión. Por otro lado, el manejo monetario de las tasas de interés así como las nuevas rondas de expansión cuantitativa adoptadas por la reserva federal de Estados Unidos, y las buenas noticias en cuanto a la vacuna y la reactivación de diferentes canales de comercio contribuyeron a invertir la tendencia de los flujos, que proveyeron de flujos de financiamiento a las economías emergentes.

En relación con los temores acerca del efecto de la política fiscal respecto de la inflación, se ha observado que la mayoría de los países analizados experimentó una desaceleración de la inflación durante el año 2020 (cuadro 2).⁴

³ *Bloomberg emergent market capital flows proxy index.*

⁴ Las causas del aumento de la inflación observada en algunas de las economías latinoamericanas en 2021 escapan a los objetivos iniciales de la presente investigación.

Cuadro 2. Inflación anual

	2017	2018	2019	2020
Argentina*	25.0	47.1	52.9	34.1
Brasil	3.4	3.7	3.7	3.2
Colombia	4.3	3.2	3.5	2.5
Chile	2.2	2.4	2.6	3.0
México	6.0	4.9	3.6	3.4
Perú	2.8	1.3	2.1	1.8
Uruguay	6.2	7.6	7.9	9.8
América Latina y el Caribe	2.3	2.4	2.3	3.0

*Indec.

Fuente: elaboración propia con datos del Banco Mundial.

Esta desaceleración se puede explicar porque a pesar de los esfuerzos fiscales, la demanda agregada se contrajo dado el cese de actividades económicas, la caída en la formación bruta de capital y la disminución del consumo por el alto nivel de desempleo. De igual manera, se puede entender que los esfuerzos fiscales, aun siendo insuficientes, estuvieron mal dirigidos dado que se concentraron en la reducción de impuestos, el cumplimiento de metas de déficit fiscal y la generación de garantías para créditos, más que en inversión pública o ampliar y fortalecer transferencias monetarias, las cuales son desencadenantes de multiplicadores fiscales.

En relación con la efectividad de la implementación de las políticas mencionadas, se analiza el resultado de las variables de formación bruta de capital, desempleo y crecimiento económico, que refleja en parte el comportamiento de la demanda agregada. La lectura posible de esto es que, tal como se mencionaba anteriormente, la concentración de la política fiscal en mantener controlados los niveles de déficit fiscal, y

reducir los cobros tributarios no implicaron una suavización fuerte del choque sobre la demanda agregada, puesto que la caída de la inversión privada no se compensó con un aumento de la inversión pública; esto repercutió por supuesto en los niveles de empleo y en el crecimiento de las economías y de la región (cuadro 3).

Cuadro 3. Niveles de empleo y en el crecimiento de las economías y de la región

	País	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Formación bruta de capital (% del PIB)	Argentina	17.3	17.1	17.7	18.2	16.0	14.6	13.8
	Brasil	20.5	17.4	15.0	14.6	15.1	15.4	15.4
	Colombia	24.0	23.8	23.2	21.6	21.2	21.5	18.8
	Chile	23.2	23.8	22.2	21.3	22.2	23.0	19.8
	Perú	24.7	24.3	22.0	20.7	21.4	21.0	17.8
	México	21.9	23.3	23.6	22.9	22.7	21.1	19.2
	Uruguay	21.2	19.7	17.5	15.8	15.0	14.6	17.0
	América Latina y el Caribe	21.2	19.8	18.6	18.2	18.4	18.1	16.9
Desempleo, total (% de la población activa total) (estimación modelada de OIT)	Argentina	7.3	7.6	8.0	8.4	9.2	9.8	11.7
	Brasil	6.7	8.4	11.6	12.8	12.3	11.9	13.7
	Colombia	8.6	8.3	8.7	8.9	9.1	10.0	15.4
	Chile	6.7	6.5	6.7	7.0	7.2	7.3	11.5
	Perú	2.9	2.9	3.4	3.4	3.2	3.0	6.2
	México	4.8	4.3	3.9	3.4	3.3	3.5	4.7
	Uruguay	6.6	7.5	7.8	7.9	8.3	9.4	12.7
	América Latina y el Caribe	6.2	6.7	7.8	8.1	8.0	8.0	10.3
Crecimiento del PIB (% anual)	Argentina	-2.5	2.7	-2.1	2.8	-2.6	-2.1	-9.9
	Brasil	0.5	-3.5	-3.3	1.3	1.8	1.4	-4.1
	Colombia	4.5	3.0	2.1	1.4	2.6	3.3	-6.8
	Chile	1.8	2.3	1.7	1.2	3.7	0.9	-5.8
	Perú	2.4	3.3	4.0	2.5	4.0	2.2	-11.1
	México	2.8	3.3	2.6	2.1	2.2	-0.1	-8.2
	Uruguay	3.2	0.4	1.7	1.6	0.5	0.4	-5.9
	América Latina y el Caribe	1.0	0.1	-0.4	1.8	1.8	1.0	-6.3

Fuente: elaboración con datos del Banco Mundial.

Por otro lado, para lo ocurrido durante la primera mitad del año 2021, se ha observado una aceleración en la inflación que ha llevado a varios gobiernos latinoamericanos a dejar medidas fiscales implementadas el año pasado y a comienzos de este. Lo anterior se presenta nuevamente por una mala lectura sobre las causas de la inflación (pensando que es por exceso de demanda) y no justamente por factores de oferta, como lo han sido los importantes aumentos de precios de las materias primas en los mercados internacionales o por las depreciaciones de las monedas latinoamericanas.

REFLEXIONES FINALES

Lo que se propone desde este documento es que los países latinoamericanos apunten a realizar una política fiscal en coordinación con políticas monetarias y macroprudenciales, con el objetivo de tener un mayor efecto sobre la demanda agregada y, de esta manera, en el nivel de actividad y de empleo.

Así pues, se deben buscar políticas fiscales que tengan un mayor peso en los multiplicadores fiscales (inversión, transferencias, etcétera) al mismo tiempo que una reducción de la tasa de interés que permita tomar créditos por parte de los gobiernos a un menor costo. Por su parte, las políticas macroprudenciales llevadas a cabo por los bancos centrales y demás agencias reguladoras del Estado permiten tener estabilidad financiera sistémica, así como un tipo de cambio estable que no implique impactos en los precios.

Entender la naturaleza de la formación de precios nos permite concluir que, a diferencia de lo que se plantea desde la ortodoxia económica y el NCM, las políticas fiscales y monetarias son complementarias, al mismo tiempo que la primera no necesariamente genera presiones inflacionarias, así como la segunda no tiene por qué responder ante expansiones fiscales.

Por otro lado, las expansiones fiscales pueden o no generar presiones inflacionarias dependiendo de la estructura productiva y de consumo. En el caso de América Latina, durante la pandemia se observó una desaceleración de la inflación que se puede explicar justamente por una contracción de la demanda agregada, dado que los esfuerzos fiscales se dirigieron a la reducción de impuestos, cumplir metas de déficit fiscal y dar garantías para créditos, más que a la inversión pública o a ampliar y fortalecer transferencias monetarias.

De cierta forma, se dio una coordinación entre las políticas fiscales y monetarias; sin embargo, la primera interpretación de esto es que dado el tipo de políticas fiscales empleadas, las mismas no han sido suficientes, en la medida en que el impacto sobre la demanda agregada ha sido bajo, y tampoco se han eliminado posibles presiones inflacionarias, puesto que no se modificó la capacidad productiva.

REFERENCIAS

- Arestis, P. [2015], “Coordination of fiscal with monetary and financial stability policies can better cure unemployment”, *Review of Keynesian Economics*, 3(2): 233-247, <<https://doi.org/10.4337/roke.2015.02.07>>.
- ____ [2012], “Fiscal policy: Time for the renaissance of keynesianism”, en G. Chaloupek y M. Marterbauer (eds.), *Reihe wirtschaftswissenschaftliche tagungen der arbeitskammer wien: 75 Jahre general theory of employment, interest, and money*, vol. 17, LexisNexis-Verl, ARD ORAC, <<https://cutt.ly/GH7d0pm>>.
- Arestis, P. y M. C. Sawyer [2003], *Reinventing fiscal policy (SSRN Scholarly Paper ID 414480)*, Social Science Research Network, <<https://doi.org/10.2139/ssrn.414480>>.

- Baumann, P., E. Rossi y M. Schomaker [2021], *Central bank independence and inflation: Weak causality at best*, <<https://cutt.ly/vH7fwrV>>.
- Becker, J., J. Jäger, B. Leubolt y R. Weissenbacher [2010], *Peripheral financialization and vulnerability to crisis: a regulationist perspective*, <<https://doi.org/10.1179/102452910X12837703615337>>.
- Botta, A. [2015], *The macroeconomics of a financial dutch disease* (SSRN Scholarly Paper ID 2682644), Social Science Research Network, <<https://doi.org/10.2139/ssrn.2682644>>.
- Botta, A., A. Godin y M. Missaglia [2016], “Finance, foreign (direct) investment and dutch disease: The case of Colombia”, *Economia Politica*, 33(2): 265-289, <<https://doi.org/10.1007/s40888-016-0030-6>>.
- Cerutti, E., S. Claessens y D. Puy [2019], “Push factors and capital flows to emerging markets: Why knowing your lender matters more than fundamentals”, *Journal of International Economics*, 119(C):133-149.
- Eichengreen, B. y P. Gupta [2016], *Managing sudden stops*, Washington, D. C., World Bank, <<https://doi.org/10.1596/1813-9450-7639>>.
- Hanson, S. G., A. K. Kashyap y J. C. Stein [2011], “A macroprudential approach to financial regulation”, *Journal of Economic Perspectives*, 25(1): 3-28.
- Hein, E. [2014], *Distribution and growth after Keynes: A post-keynesian guide*, Edward Elgar Publishing.
- Kalecki, M. [1956], *Teoría de la dinámica económica: Ensayos sobre los movimientos cíclicos y a largo plazo en la economía capitalista*, México, Fondo de Cultura Económica.
- Lapavistas, C. [2014], *Profiting without producing: how finance exploits us all*, Verso Books.
- Palley, T. I. [2012], “Keynesian, classical and new keynesian approaches to fiscal policy: Comparison and critique”, *IMK Working Paper*, núm. 96-2012 (IMK Working Paper),

IMK at the Hans Boeckler Foundation, Macroeconomic Policy Institute, <<https://ideas.repec.org/p/imk/wpaper/96-2012.html>>.

Rey, H. [2015], “Dilemma not trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence”, *Working Paper*, núm. 21162 (Working Paper Series), National Bureau of Economic Research, <<https://doi.org/10.3386/w21162>>.

Unctad [2020], *Global Investment Trend Monitor*, núm. 35.

8. POLÍTICA FISCAL CONTRACÍCLICA Y LOS IMPULSOS FISCALES. RETOS EN LA POSPANDEMIA. LOS CASOS DE BRASIL Y MÉXICO¹

*Teresa López González
Eufemia Basilio Morales*

INTRODUCCIÓN

La irrupción de la pandemia provocada por la covid-19 en los primeros meses del 2020 desencadenó la crisis económica y social más grave de la historia reciente de América Latina. Se estima que el PIB disminuyó un 7.7 % en ese año, lo cual constituye la mayor contracción de los últimos 120 años [Cepal, 2020a]. La retroalimentación de los choques de demanda y oferta a nivel mundial provocaron efectos negativos de gran magnitud en la estructura productiva, el empleo, la pobreza y la desigualdad en la región latinoamericana. La paralización de actividades económicas no sustanciales generó el aumento de la tasa de desocupación de 8.1 % en 2019 a 10.7 % en 2020 [Cepal, 2020b]. Ello se manifestó en la fuerte caída de los ingresos de los hogares, con el consecuente incremento de los niveles de pobreza de los grupos sociales de bajos ingresos. Según la Comisión Económica para América Latina y el Caribe

¹ Este trabajo se realizó en el marco de los proyectos de investigación PAPIIT IN308919 “Restricciones económicas, financieras e institucionales para el desarrollo económico. Desafío de los países en desarrollo ante la globalización”, y PAPIIT IN301820 “Coordinación de política fiscal, monetaria y financiera para el desarrollo económico de América Latina”.

(Cepal), la tasa de pobreza aumentó de 30.5 % en 2019 a 33.7 % en 2020; en tanto que la pobreza extrema se incrementó de 11.3 %-12.5 %, en los mismos años [Cepal, 2020b].

Estas cifras explican por sí mismas por qué América Latina, una de las regiones en desarrollo, ha sido de las más afectadas por la pandemia en el 2020, pues sus efectos profundizaron no solo las brechas estructurales históricas entre los países que la conforman, sino también las brechas tecnológicas sectoriales al interior del aparato productivo de cada nación, la disminución de la productividad y competitividad, así como la expansión del sector económico informal. Estos efectos retroalimentaron la concentración del ingreso y, como consecuencia, la desigualdad social, que durante el transcurso de la pandemia han aumentado ante el reducido espacio fiscal de los gobiernos de la región para enfrentar los efectos económicos y sanitarios negativos provocados por los contagios de la covid-19. Un indicador de ello fue el colapso de los sistemas de salud y protección social que, en la mayoría de las naciones de la región antes de la pandemia, registraban un grave deterioro físico y desarticulación entre sus distintos niveles.

En la mayoría de los países de la región, la gravedad de la ola de contagios durante el 2020 obligó a sus gobiernos a instrumentar medidas fiscales expansivas para atenuar el impacto social, productivo y económico de la pandemia [Cepal, 2020b]. Sin embargo, los mismos fueron insuficientes para contrarrestar los efectos económicos negativos de la pandemia en los sectores trabajador y social más vulnerables. Se estima que el esfuerzo fiscal realizado en 2020 representó el 4.6 % del PIB en promedio en los países de América Latina. Una alta proporción de dicho esfuerzo se destinó a fortalecer los sistemas de salud pública, que en casi todas las naciones se encontraban deteriorados y desarticulados, y una menor proporción para apoyar a las familias de menores ingresos y grupos vulnerables de la población y para proteger la estructura productiva, en específico de pequeñas y medianas empresas.

La expansión del gasto público para enfrentar la crisis sanitaria, en conjunto con la reducción súbita de la recaudación tributaria debido a la paralización parcial de algunas actividades económicas, e incluso el cierre masivo de empresas micro, pequeñas y medianas; en el caso de algunos sectores económicos, en 2020 aumentaron los déficit fiscales y los niveles de endeudamiento en la región. Se calcula que América Latina y el Caribe es una de las regiones más endeudadas y, por ende, la que registra el mayor servicio de deuda externa, mismo que en 2020 abarcó 59 %, como proporción de las exportaciones de bienes y servicios.

La pandemia por covid-19 magnificó y evidenció las limitaciones y contradicciones prácticas del modelo de desarrollo y la política macroeconómica basada en la desregulación y liberalización económica que se viene instrumentando desde los primeros años de la década de los ochenta. Dicha política, al priorizar el objetivo de baja inflación en detrimento del crecimiento del producto y el empleo, amplió las brechas tecnológicas sectoriales que caracterizan a las economías de la región, lo cual a su vez reprodujo e incrementó los niveles de concentración del ingreso y la riqueza. Ello ralentizó el crecimiento económico que se manifestó en un comportamiento muy irregular del ciclo económico, ya que las fases de auge fueron de corta duración y las tasas de crecimiento del producto bajas, mientras que las fases recesivas fueron más largas y con fuertes caídas en el crecimiento del producto, incluso con tasas negativas. Este comportamiento influyó en el decremento de la productividad, la competitividad de las exportaciones de la región, la baja generación de empleos estables y bien remunerados, y la expansión de las actividades económicas informales, y, como consecuencia, en la reproducción de la restricción externa al crecimiento económico y la mayor vulnerabilidad de las economías de la región a los choques externos, así como en la profundización de la desigualdad social y la pobreza y la pobreza extrema.

La persistencia a escala mundial de la pandemia por la covid-19 en lo que va del 2021 ha retrasado la recuperación sostenida de los flujos comerciales en el mundo y, por tanto, también la restitución de la actividad económica en la región latinoamericana. La evidente fragilidad del proceso de recuperación económica impone desafíos a la política fiscal en la región para impulsar una reactivación transformadora de la economía y al mismo tiempo continuar mitigando los efectos negativos de la pandemia. Dicha estrategia implica necesariamente la instrumentación de medidas fiscales expansivas en cuanto al gasto público que, por un lado, impulse y mantenga un crecimiento sostenido de la demanda interna y, por el otro, induzca la creación de condiciones para el mediano y largo plazos, mediante un ritmo de crecimiento sostenido de la inversión pública o el gasto de capital en inversiones en infraestructura básica (comunicación y transporte, energía, infraestructura en los sectores educativo, salud y vivienda social) que contribuyan a reconstruir las cadenas productivas internas intensivas en empleo. Es muy probable que este manejo de la política fiscal, en coordinación con una política macroeconómica que tenga como objetivo el crecimiento del producto y el empleo como requisito para alcanzar la estabilidad monetaria, genere expectativas positivas sobre la inversión privada que impacten en la transformación productiva y el fortalecimiento y universalización de los sistemas de protección social.

Por el lado de los ingresos públicos, se requerirá fortalecer la capacidad fiscal del Estado mediante una política tributaria progresiva que no solo incremente la recaudación tributaria para ampliar el margen fiscal, sino también que mejore la distribución del ingreso. Ello contribuirá a mantener un ritmo de crecimiento sostenido del gasto público y, por ende, de la demanda interna, en un contexto de sostenibilidad fiscal, en el sentido de finanzas públicas “funcionales” [Lerner, 1943]. La viabilidad de esta estrategia requerirá de la

imposición de nuevos impuestos, en especial sobre el patrimonio y los activos financieros, para fortalecer la recaudación y la progresividad de la política tributaria en un entorno de mayores necesidades de gasto público de los países de la región. Evidentemente, esta política tributaria representa un desafío para los gobiernos del área, ante las reacciones políticas de los grupos dominantes de la sociedad.

En este contexto, es imprescindible que la cooperación internacional, mediante el financiamiento para el desarrollo, contribuya a expandir el espacio fiscal de las naciones a corto y mediano plazos. Ello requerirá la ampliación y redistribución de la liquidez desde los países industrializados hacia las naciones en desarrollo para financiar el crecimiento económico, así como la renegociación de los plazos de repago y las tasas de interés de la deuda externa acumulada, con el propósito de asegurar la capacidad de repago de la deuda pública total vinculada con el crecimiento económico y, como consecuencia, mantener la sostenibilidad de la deuda pública.

La complejidad del actual escenario macroeconómico de la región plantea, en la pospandemia, la urgente necesidad de impulsar una recuperación económica en el corto plazo, pero que de manera simultánea genere condiciones para el cambio estructural. Esto último, implica reducir las brechas tecnológicas y sociales originadas por los problemas estructurales históricos que caracterizan a las economías latinoamericanas. La política macroeconómica que se adopte debe sostenerse de manera indispensable en la coordinación de las principales políticas, en particular de la fiscal, monetaria, cambiaria, industrial y financiera, al asumir como objetivo conjunto la conformación de un círculo virtuoso de crecimiento económico sostenible en el largo plazo que reduzca las brechas tecnológicas sectoriales y la desigualdad social y la pobreza.

La recuperación sostenible con igualdad necesita el acceso equitativo a las vacunas, y el acceso y la mayor disponibilidad de financiamiento para instrumentar políticas fiscales activas

y reformas en los organismos financieros multilaterales, como el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Mundial (BM) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), que aseguren el acceso al financiamiento de todos los países en desarrollo, sin importar su nivel de ingreso.

El presente capítulo se plantea un doble objetivo, por un lado, analizar desde una perspectiva teórica heterodoxa, los efectos de la política fiscal a lo largo del ciclo económico para los casos de Brasil (1980-2020) y México (1941-2020), mediante el método econométrico de impulsos fiscales y, por el otro, a partir de los resultados obtenidos, identificar algunos lineamientos de política macroeconómica en general y, en particular, para la política fiscal, que deberán constituirse en los principales ejes en la pospandemia para la recuperación de la actividad económica y el crecimiento estable y sostenido en los países analizados. El capítulo se estructura en tres apartados, después de esta introducción, en el siguiente apartado se presentan la metodología y la interpretación de los resultados de los impulsos fiscales obtenidos para Brasil y México. En el tercer apartado exponemos las lecciones que se derivan de los resultados obtenidos, en general, para la política macroeconómica y, en particular, para la política fiscal.

IMPULSOS FISCALES PARA BRASIL Y MÉXICO

De acuerdo con los criterios heterodoxos, la política fiscal anticíclica debe operarse tanto en la etapa expansiva como en la recesiva del ciclo económico; esto es, en la etapa recesiva, el gasto público deficitario debe aumentar y, en la fase expansiva, disminuir. Esto implica considerar previamente el inicio de la recuperación y del descenso de las fases de auge y recesión, respectivamente. Asimismo, ha de considerarse que el manejo del gasto público deficitario es independiente del estado del balance de las finanzas públicas, y que tanto

los gastos como los ingresos públicos tienen componentes cíclicos y permanentes. En el caso del gasto público, sus efectos sobre el ciclo económico dependerán de su naturaleza y estructura, ya que algunos gastos son permanentes o independientes del nivel de la actividad económica (procíclicos), como el gasto social, mientras que otros varían de forma inversa a los cambios en el nivel del producto e ingreso (contracíclicos o anticíclicos), como el gasto de capital. Respecto de los ingresos públicos, en general sus efectos son procíclicos, es decir, aumentan o disminuyen a medida que el producto aumenta o disminuye, respectivamente.

Metodología para medir los impulsos fiscales

Con el propósito de medir los efectos de las políticas fiscales contracíclicas o anticíclicas en el sentido que se definió antes, se recurrió al concepto de impulsos fiscales que mide la magnitud del gasto público real que crece por encima o por debajo de la tasa de crecimiento observada del PIB real [Alarco y Hierro, 2006]. La magnitud del gasto público que crece por arriba del producto representa un impulso positivo real en comparación con el gasto privado cuya contracción motivó la expansión del gasto público. Este manejo del gasto público indica que el gobierno está aplicando una política fiscal contracíclica o anticíclica. Por el contrario, cuando el gasto público crece menos que el producto real, se conforma un impulso negativo, lo cual significa que el gobierno está aplicando una política procíclica.

La información estadística para Brasil y México se obtuvo del portal Cepalstat, se utilizaron valores reales de las variables agregadas del PIB y el gasto público total (GPT). Se calcularon variaciones anuales (Δ) para todo el periodo de análisis, mediante la siguiente fórmula simple:

$$\Delta \text{GPT}_t = \text{PIB}_t / \text{PIB}_{t-1}$$

donde:

ΔGPT_t es la variación del coeficiente de proporcionalidad del GPT respecto del PIB; esto es $(\text{GPT}_t / \text{PIB}_t)$

$\text{PIB}_t / \text{PIB}_{t-1}$ es la tasa de crecimiento del PIB real, es decir, es la variación del PIB real (ΔPIB).

De acuerdo con esta metodología, los impulsos fiscales deben entenderse como la magnitud del gasto público real como proporción del PIB, que crece por encima o por debajo de la tasa de crecimiento del PIB real observado. La magnitud del gasto público que supera el crecimiento del producto se considera, en general, un impulso positivo al crecimiento económico, medido por la tasa de crecimiento del PIB real. Por el contrario, si el gasto público total real $(\text{GPT}_t / \text{PIB}_t)$ crece menos que la tasa de crecimiento del PIB real, el saldo será negativo, lo que refleja un impulso negativo o la ejecución de una política procíclica. Esta situación puede ser el resultado de dos situaciones: i) que en ese año el gasto público no incidió en el crecimiento del PIB; y ii) que el crecimiento fue inducido por la expansión de la demanda externa (exportaciones netas X-M) o por el crecimiento del consumo y la inversión privados (gasto privado) o por ambas variables o por una combinación de las mismas, de tal forma que resulte un saldo positivo.

Interpretación de los resultados

Cabe señalar que esta primera cuantificación de los impulsos fiscales es general, porque no se consideran las fases del ciclo económico; esto es, tanto la fase del auge como su declinación y la fase recesiva y su recuperación [Kalecki, 1977; Auerbach y Gale, 2009; Auerbach y Gorodnichenko, 2012a, 2012]. Ello es

importante porque de los cambios en las fases del ciclo dependerán los efectos de la estructura del gasto público, (gasto corriente y gasto de capital), del gasto privado (consumo e inversión) y del sector externo (X, M).²

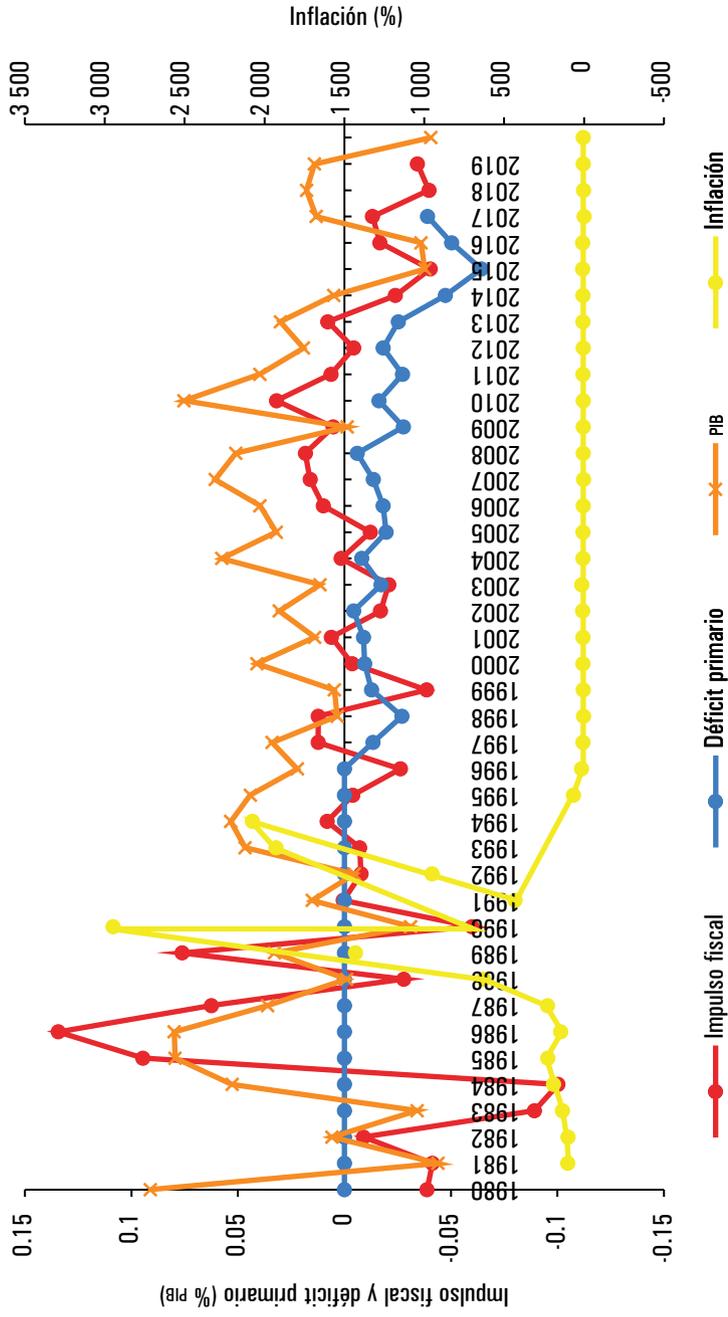
Brasil. Inflación baja y desaceleración del crecimiento económico

En el caso de Brasil, por la falta de disponibilidad homogénea para las variables utilizadas solo pudo correrse la estimación de los impulsos fiscales para el periodo 1980-2020, mientras que, en el caso de México, la disponibilidad de la información hizo posible correr el modelo de impulsos fiscales para los años 1940-2020.

La economía brasileña registra el mayor número de impulsos fiscales y de mayor magnitud en los años 1984-1989. Después de esos años, hay impulsos pero de menor proporción y duración. En la gráfica 1 se observa que en 1982 se registró el mayor impulso negativo, de -10 %, lo cual concuerda con el entorno macroeconómico inestable caracterizado por el crecimiento y la hiperinflación generados por la crisis de la deuda externa. Será hasta 1986 cuando se presente el mayor impulso fiscal de 13.4 %. Después de estos niveles máximos, el primer periodo de impulsos positivos se registra en los años 1988-1993, ello a pesar de que las tasas de crecimiento del PIB durante esos años variaron entre -0.46 % y 4.66 %. La economía tuvo un crecimiento del 1 %, en promedio anual, en esos años. Dicho crecimiento fue mayor si se le compara con la tendencia negativa y muy volátil del crecimiento que se presentó en los años 1982-1987.

² En la mencionada investigación en proceso se consideran estos aspectos.

Gráfica 1. Brasil. Impulso fiscal, balance público primario e inflación



Fuente: elaboración propia con datos de Cepal y Banco Mundial.

Desde finales de los años noventa el gobierno brasileño condujo su política económica bajo un esquema de metas de inflación flexible, basada en el cumplimiento de tres principios macroeconómicos: i) no tolerancia con la inflación; ii) responsabilidad fiscal, que implica mantener déficit fiscal bajo o tolerable; y iii) flexibilidad cambiaria, con respecto al margen de apreciación del tipo de cambio real. En este escenario macroeconómico, en los años 2004-2014 se registra el segundo periodo de impulsos fiscales, aunque estos fueron constantes, su magnitud es más pequeña, comparados con los que ocurrieron en el periodo 1988-1993. Este comportamiento es resultado de la implementación, en 1994, del “plano real”, que se fijó el control de la inflación como objetivo macroeconómico prioritario.

El control de la inflación le permitió al gobierno asegurar la estabilidad macroeconómica y la confianza político-institucional. Sin embargo, el crecimiento económico se fue alentando: en 2004 surge el impulso fiscal negativo de mayor magnitud (-2.4 %); en 2010 se da un impulso positivo de 3.2 %, relativamente alto si consideramos que desde el 2001 la proporción de los impulsos es muy baja. A partir de 2005, en el primer gobierno del presidente Lula, la magnitud de los impulsos fiscales se incrementó sin dejar de ser irregular; este comportamiento se explica por la expansión de la demanda agregada inducida por el incremento de la inversión pública y las reformas que aumentaron el ingreso y el consumo de más de la mitad de la población brasileña. A pesar del carácter irregular del crecimiento económico, se instrumentaron políticas anticíclicas por primera vez en muchos años, para enfrentar los efectos de la crisis financiera internacional en 2008-2009.

En 2013, ante la decisión del gobierno de no revertir la estrategia de redistribución del ingreso por la vía de la expansión del gasto público y cumplir al mismo tiempo el objetivo de baja inflación, optó por incrementar la tasa de interés para

cumplir dicho objetivo. Ello desaceleró (“enfrió”) la demanda agregada y, como consecuencia, los impulsos fiscales se tornaron negativos; la economía brasileña registró un “frenazo” desde el tercer trimestre de ese año.

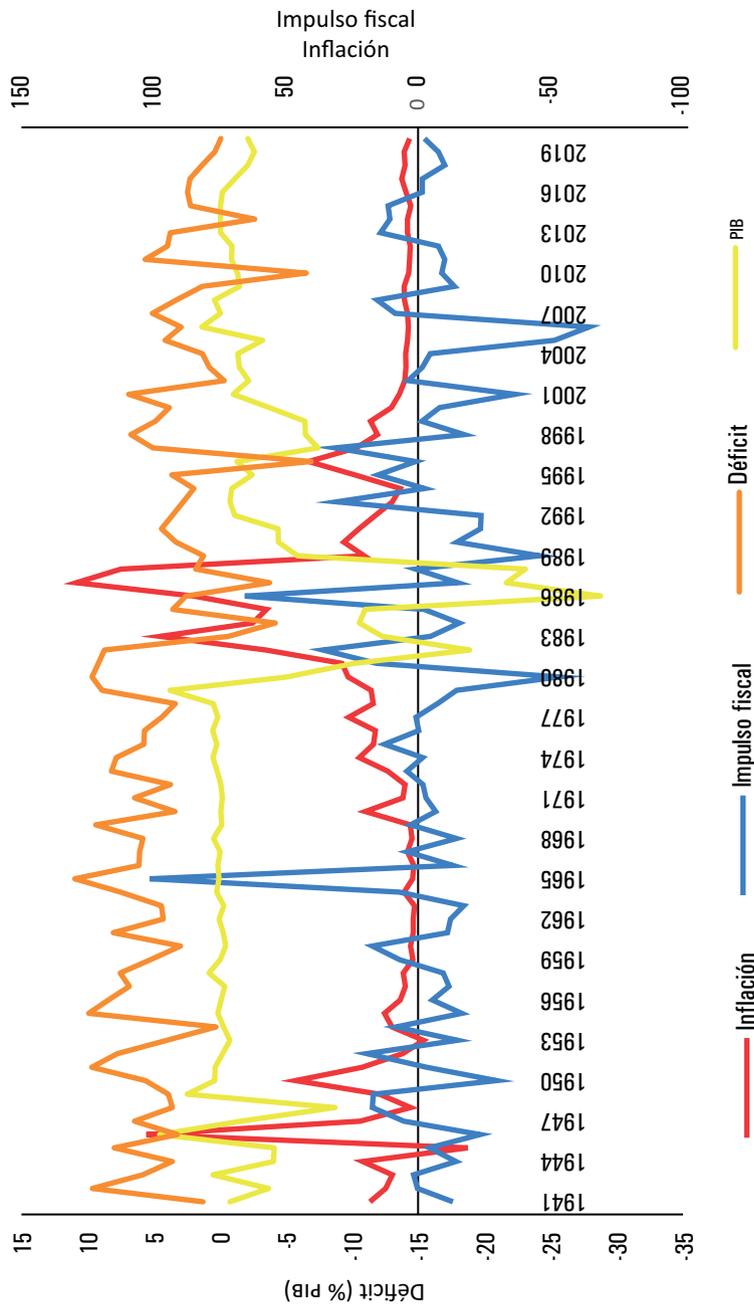
A partir de 2013, la economía ha presentado una fuerte disminución de la actividad económica debido a la caída de la demanda del sector privado, con la consiguiente reaparición a partir de 2014, de los llamados “déficit trillizos”: déficit de la balanza comercial, déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y déficit fiscal.

México. Del desarrollo estabilizador a la estabilidad monetaria sin crecimiento

En el caso de México, la disponibilidad de información estadística permitió evaluar los impulsos fiscales para un periodo más largo de 1960-2019. En la gráfica 2 se observa que 1965 marca el agotamiento del modelo sustitutivo de importaciones que sostuvo la política económica que permitió el crecimiento estable y sostenido durante los años 1958-1970, conocido como *desarrollo estabilizador*,³ periodo durante el cual la economía mexicana creció a tasas mayores de 5 %, en promedio anual,

³ En el agotamiento de dicho modelo de crecimiento, se conjugaron factores internos y externos. Entre los primeros, destaca la crisis del sector agrícola productor de granos básicos, como consecuencia de la reducción del gasto público en el segundo quinquenio de la década de los sesenta, justo cuando se agotó el efecto expansivo de la inversión pública realizada en los años de 1936-1960, en grandes obras de infraestructura básica en el sector agrícola. Respecto de los factores externos, destaca el cambio en los flujos comerciales internacionales. En un contexto de sustitución de materias primas naturales, como el algodón y el yute, por materias sintéticas derivadas del petróleo, la caída de la demanda de materias de origen natural por las sintéticas condujo al decremento de sus precios internacionales; esto repercutió en los ingresos del gobierno, ya que en ese entonces este tipo de exportaciones representaba una alta proporción de las exportaciones mexicanas totales. A ello se agregó la debilidad de los ingresos tributarios generada por las altas exenciones fiscales al sector empresarial.

Gráfica 2. México. Impulso fiscal, balance público primario e inflación



Fuente: elaboración propia con datos de Cepal y Banco Mundial.

acompañado de déficit público primario bajo, como proporción del PIB, y tasas de inflación reducidas. A partir de 1965 el ciclo de la economía mexicana registra una tendencia irregular, ya que las fases de crecimiento registran tasas bajas y su duración es corta, mientras que las fases de recesión son más prolongadas y profundas. Esta situación es evidente si consideramos que el impulso fiscal de 102 %, que se registra en ese año, se revierte de manera drástica en 1966, al registrarse un impulso negativo del -13.3 por ciento.

La coordinación en México de las políticas fiscal, monetaria y financiera para el logro del objetivo de crecimiento estable y sostenido en los años 1958-1965, demuestra que la política fiscal contracíclica es un poderoso instrumento de la política económica para inducir el crecimiento del producto y el empleo. Ello se reflejó en la ampliación de la base tributaria y la reducción de las presiones inflacionarias por el lado de la oferta, lo cual a su vez mejoró la distribución del ingreso tanto por el menor efecto de la inflación sobre los salarios como por el incremento de la productividad del trabajo. Además, la política de transferencias y subsidios contribuyó a mantener estable el poder de compra de los sectores sociales de la población.

En el sexenio 1971-1976, ante la fuerte polarización de la distribución del ingreso y los bajos ingresos públicos, y dada la necesidad apremiante de incrementar el gasto público en general, pero sobre todo el gasto social, el gobierno tuvo que utilizar la deuda externa para financiar el creciente gasto público. Así que, el ritmo de crecimiento del PIB registró una tendencia de “pare” y “siga” debido a la fragilidad de los ingresos públicos. De esta forma, reaparecieron las presiones inflacionarias, y el déficit fiscal, como proporción del PIB, aumentó. A pesar de ello, el PIB creció a una tasa de 3 %, en promedio anual, como resultado de la expansión del gasto público deficitario.⁴

⁴ Al respecto, la fuerte oposición del sector empresarial, en particular de los banqueros, a la reforma fiscal propuesta en esos años por el presidente Echeverría, jugó un papel

Este comportamiento nos permite sostener que la política fiscal contracíclica siguió funcionando como motor del crecimiento económico hasta 1976, año en que se devalúa el peso.

A pesar del lento crecimiento del producto y las presiones inflacionarias que se registran a partir de 1970, el déficit primario creció a un ritmo menor que la inflación, debido al incremento del gasto público financiado con deuda externa en los años 1970-1976. Al respecto, es importante señalar que la fuerte oposición del sector empresarial, en particular de los banqueros, a la reforma fiscal propuesta en estos años por el presidente Echeverría, desempeñó un papel importante en el incremento de la deuda externa y, por ende, en el deterioro de las finanzas públicas a lo largo de dicho sexenio.

En los años posteriores a 1977 y hasta 2016, los impulsos fiscales positivos fueron esporádicos y de corta duración, por factores tanto internos como externos, o como resultado de periodos recesivos previos. En el caso del sexenio 1977-1982, los impulsos positivos se originaron en factores extraordinarios, como el incremento del precio internacional del petróleo y las bajas tasas de interés externas a las cuales se contrató deuda externa para financiar la explotación y exportación de petróleo, que dio origen al *boom petrolero*. Estas condiciones determinaron el crecimiento extraordinario de la economía mexicana en los años 1979-1982. La caída súbita del precio internacional del petróleo y el incremento acelerado de las tasas de interés externas, desde finales de 1981, revirtieron las condiciones internacionales que dieron origen al *boom petrolero*, lo que precipitó la crisis de la deuda externa en el segundo semestre de 1982.

La crisis de la deuda externa dejó al descubierto la profundización de los desequilibrios estructurales históricos de la economía mexicana: inflación generada por las deficiencias

importante en el aumento de la deuda externa y, por ende, en el deterioro de las finanzas públicas a lo largo de dicho sexenio.

en la oferta agregada, déficit alto en la cuenta corriente de la balanza de pagos y déficit presupuestario aumentado, al que se sumó el déficit financiero derivado del pago de la deuda externa, pero ahora en un contexto económico de gran fragilidad financiera generada por el excesivo endeudamiento externo.

A mediados de la década de los ochenta, se aceleraron las reformas estructurales iniciadas en 1983, tendientes a liberalizar la economía y, por tanto, reducir la participación del Estado en la economía. A partir de ese año, y hasta 2016, se registran pocos impulsos fiscales, a excepción de los impulsos de 1986 (66 %), 1993 y 1997 (31 %, para ambos años); el resto de impulsos positivos fueron de baja magnitud. Este comportamiento ocurrió en el contexto macroeconómico de la aplicación de políticas de ajuste y estabilización ortodoxas (1983-1987), que conduce a la economía a una fuerte recesión, pues en 1986 el PIB real registra una tasa negativa (-3.75 %); la tasa de inflación fue de 85 %, inducida en gran medida por el incremento en los precios de los bienes y servicios públicos y el aumento del impuesto al valor agregado. Por su parte, el déficit primario alcanzó el 28.8 %, como proporción del PIB, para el mismo año, el mayor porcentaje durante todo el periodo de estudio. Sus efectos estabilizadores “positivos” sobre los precios, el déficit público y la balanza comercial se reflejaron casi de inmediato, pero de la misma forma, los efectos recesivos se hicieron presentes en el grave deterioro de las finanzas públicas, pues los efectos estabilizadores sobre los fundamentales macroeconómicos fueron resultado de la drástica caída de la actividad económica.

En la década de los noventa, bajo la adopción del esquema de metas de inflación, que sujetó el ejercicio de la política fiscal al principio de finanzas públicas “sanas”, la tendencia de los impulsos fue irregular, y los impulsos positivos fueron de muy baja magnitud, mientras que los negativos fueron profundos, como el registrado en 2006 (-64.8 %).

La crisis sanitaria generada por la covid-19 ha generado fuertes efectos negativos en la estructura productiva de Brasil y México, al igual que en los demás países de América Latina, lo que estrechará las posibilidades de avanzar en un proceso de cambio estructural y la reducción de la desigual distribución del ingreso, que reproduce la desigualdad social y la profundización de la pobreza. No obstante, las políticas que se instrumenten para mitigar sus impactos negativos a corto plazo deben contemplar el largo plazo, para que dichas políticas originen efectos y condiciones que conduzcan a superar los desequilibrios estructurales que caracterizan a las economías de la región, en particular su rezago tecnológico y productivo y la enorme desigualdad social.

Con base en los resultados cuantitativos obtenidos sobre los impulsos fiscales para Brasil y México, nos permitimos señalar algunos aspectos que deben considerarse en el diseño y la instrumentación de la política fiscal que se adopte en América.

En primer lugar, en las fases recesivas del ciclo económico, el gasto público deficitario no desplaza a la inversión privada, como lo sostienen los criterios convencionales, porque la emisión de títulos públicos para financiar el déficit público no utiliza un monto dado de ahorros. El ahorro es una variable endógena y residual, determinada por las variaciones en el ingreso, la propensión a consumir y la distribución del ingreso. Por el contrario, un aumento en el nivel de la actividad económica generaría un mayor nivel de ahorro agregado. Así que, en la pospandemia, los gobiernos latinoamericanos deben instrumentar una política fiscal que reactive el crecimiento económico, procurando inducir, mediante la planeación del gasto público, la articulación de eslabones productivos que reduzcan las brechas tecnológicas sectoriales y la dependencia tecnológica de la planta productiva.

En segundo lugar, el gasto público en inversión productiva estratégica debe incrementarse. La inversión pública es importante por los efectos multiplicadores, contracíclicos y redistributivos que genera la construcción de infraestructura básica, entendiendo por ello tanto la inversión en sectores estratégicos de la economía (comunicación y transporte, energía, etcétera) como los sectores salud, educación y vivienda social, entre otros sectores. Es importante señalar que el gasto público de capital tiene efectos y produce rendimientos reales a lo largo del tiempo; además origina expectativas favorables para la inversión privada, lo cual contribuye a estabilizar el nivel de producción.

Lo anterior no significa que el gasto social deba reducirse, pues dada la profunda desigualdad social que existe en los países latinoamericanos, la cual se profundizó durante la pandemia generada por la covid-19, el gasto social, como las transferencias y los subsidios, es necesario para mitigar a corto y mediano plazos la pobreza y extrema pobreza en que viven los grupos sociales mayoritarios.

Es evidente que el déficit generado tanto por el gasto corriente, que incluye el gasto social, como por el gasto de capital pueden conducir a la acumulación de deuda pública. Esta en sí misma no es un problema, en tanto el crecimiento del ingreso o producto sea igual al incremento de la deuda pública, o que el crecimiento del producto sea mayor o por lo menos igual a la tasa de interés que se paga por la deuda pública. Ello implica la planeación del gasto público, en particular el gasto de capital. Este planteamiento coincide con la visión de Keynes [1980: 366] y de Domar [1944] sobre la relación deuda, tasa de interés y crecimiento económico y, en algunos aspectos, con la visión de Lerner [1943] sobre las finanzas funcionales.

En tercer lugar, la política monetaria que se instrumente después de la pandemia es fundamental, en particular la política de tasas de interés. Actualmente, los choques de oferta y demanda originados por la recuperación de la actividad

económica a nivel mundial están generando presiones sobre la inflación. Esto a su vez presiona a las tasas de interés al alza. En el caso de las economías latinoamericanas, a ello se suman los efectos monetarios y financieros que generarán el retorno de los flujos masivos de capital atraídos por la reactivación de la actividad económica en dichas economías.

Desde esta perspectiva, los gobiernos de dichas economías deben replantear la necesidad de establecer restricciones y controles a los flujos de capital internacionales, para fortalecer y ampliar la capacidad de sus bancos centrales para fijar tasas de interés bajas que incentiven la inversión productiva. Esta política necesariamente debe acompañar las propuestas de política fiscal contracíclica que se adopte en la pospandemia. Al respecto, es importante rescatar la visión de Keynes en los años posteriores a la Segunda Guerra Mundial:

Es la política de una tasa de interés autónoma, no estorbada por las preocupaciones internacionales, y de un programa de inversión nacional dirigido al nivel óptimo de ocupación doméstica, lo que viene a ser una doble bendición en el sentido de que nos ayuda a nosotros y a nuestros vecinos al mismo tiempo. Y es la prosecución simultánea de estas políticas por todos los países juntos la que es capaz de restaurar, internacionalmente, la salud y la fuerza económica, ya sea que la midamos por el nivel de ocupación nacional o por el volumen de comercio internacional [Keynes, 2003: 329].

En cuarto lugar, en la pospandemia, la política tributaria a corto plazo debe centrarse en el establecimiento de nuevos impuestos a operaciones y actividades de diversa naturaleza (económicas, recreación y diversión, turísticas, activos financieros, etcétera) que hasta ahora no pagan impuestos. Asimismo, las medidas administrativas para evitar la evasión y elusión fiscales, de manera específica de los grandes contribuyentes

locales e internacionales, así como la corrupción en este ámbito, no solo aumentará la recaudación tributaria, sino también permitirá avanzar en la progresividad y universalidad de la política tributaria. A mediano y largo plazos, la política tributaria debe plantearse un nuevo pacto fiscal tendiente a fortalecer las finanzas de los gobiernos subnacionales.

REFERENCIAS

- Alarco, T. G. y P. Hierro C. [2006], “Lecciones de la política fiscal anticíclica norteamericana para América Latina”, *Revista Investigación Económica*, Facultad de Economía-UNAM, México, 65(255): 159-201.
- Angeriz, A. y P. Arestis [2009], “The consensus view on interest rates and fiscal policy: reality or innocent fraud?”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 31(4): 567-586.
- Arestis, P. y M. Sawyer [2011], “Economic theory and policies: New directions after Neo-Liberalism”, en P. Arestis y M. Sawyer (eds.), *New economics as mainstream economics*, Annual edition of International Papers in Political Economy, Houndmills, Basingstoke, Palgrave Macmillan
- _____ [2008], “A critical reconsideration of the foundations of monetary policy in the new consensus macroeconomics framework”, *Cambridge Journal of Economics*, 32(5): 761-779.
- _____ [2005], “New consensus monetary policy: an appraisal”, en P. Arestis y M. Sawyer, *The new monetary policy: Implications and relevance*, Cheltenham, Reino Unido, Edward Elgar.
- _____ [2004a], “Fiscal policy: a potent instrument”, *The New School Economic Review*, (1): 21-32.
- _____ [2004b], “On the effectiveness of monetary policy and of fiscal policy”, *Review of Social Economy*, 62(4): 441-463.

- _____ [2003a], “Inflation targeting: A critical appraisal”, *Working Paper*, 388, septiembre, Nueva York, The Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson.
- _____ [2003b], “Reinventing fiscal policy”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 26(1): 3-25.
- Auerbach, A. J. y William G. Gale [2009], “Activist fiscal policy to stabilize economic activity”, *Federal Reserve Bank of Kansas City Conference on Financial Stability and Macroeconomic Policy*, agosto 20-22.
- Auerbach, A. J. y Y. Gorodnichenko [2012a], “Fiscal multipliers in recession and expansion”, *NBER Working Paper*, núm. 7447, <<https://cutt.ly/eLDouKL>>.
- _____ [2012b], “Measuring the output responses to fiscal policy”, *American Economic Journal: Economic Policy*, 4(2): 1-27.
- Ball, L. [2000], “Policy rules and external shocks”, *NBER Working Papers*, núm. 7910, *National Bureau of Economic Research*, Inc.
- _____ [1999], “Policy rules for open economies”, en Taylor, J. B. (ed.), *Monetary policy rules*, Chicago, University of Chicago Press: 127-156.
- Ball, L. y N. Sheridan [2003], “Does inflation targeting matter”, *NBER Working Paper Series*, núm. 9577, marzo.
- Bernanke, B. S. y M. Gertler [2001], “Should Central Banks respond to movements in asset prices?”, *The American Economic Review*, 91(2): 253-257.
- Bernanke, B. S., M. Gertler y S. Gilchrist [1999], “The financial accelerator in a quantitative business cycle framework”, en J. Taylor y M. Woodford (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, Elsevier
- Bernanke, B. S. y F. S. Mishkin [1997], “Inflation targeting: A new framework for monetary policy?”, *Journal of Economic Perspectives*, 11(2): 97-116.
- Cepal [2020a], *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, 2020* (LC/PUB.2020/17-P/Rev.1), Santiago de Chile.

- _____ [2020b], *Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2020* (LC/PUB.2020/12-P), Santiago de Chile.
- Domar, E. [1944], “The burden of the debt and the national income”, *American Economic Review*, 34(4): 798-827.
- Kalecki, M. [1977], *Teoría de la dinámica económica*, México, Fondo de Cultura Económica.
- Keynes, J. M. [2003], *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, México, Fondo de Cultura Económica.
- _____ [1980], “Activities 1940-1946 shaping the post-war world: Employment and commodities”, *The Collected Writings of J. M. Keynes*, vol. XXVII, Londres, Macmillan.
- Lerner, Abba P. [1943], “Functional finance and the federal debt”, *Social Research*, 10(1): 38-51.
- McCallum, B. T. [2001], “Monetary policy analysis in models without money”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 83(4): 145-159.
- Palley, T. [2014], “Money, fiscal policy and interest rates: A critique of modern monetary theory”, *Review Political Economy*: 1-23.
- Svensson, L. E. O. [2000], “Open-economy inflation targeting”, *Journal of International Economics*, 50(1): 155-183.
- Taylor, J. B. [2001], “The role of the exchange rate in monetary-policy rules”, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 91(2): 263-267.
- _____ [2000], “Uso de reglas de política monetaria en economía de mercado emergente”, Documento presentado en la *Conferencia por el 75 aniversario del Banco de México, Estabilización y política monetaria: la experiencia internacional*, noviembre, México.

9. EFECTOS DE LOS CICLOS DE LIQUIDEZ INTERNACIONAL SOBRE ARGENTINA EN LA PANDEMIA

Ezequiel Greco Laplane

INTRODUCCIÓN

En 2020, la crisis económica desencadenada por la pandemia del nuevo coronavirus provocó la virtual parálisis de la actividad productiva, la interrupción de las cadenas de valor y un gran aumento de la incertidumbre que desató una rápida reversión del ciclo internacional de capitales, conocida como *sudden stop*. Al dirigir la atención en esta última característica, este movimiento de reversión implicó que los países periféricos enfrentaran una escasez relativa de financiamiento externo que, aunque revertida de manera parcial en los meses posteriores, tuvo sus habituales consecuencias: desvalorización de las monedas nacionales de gran parte de esas naciones; presiones inflacionarias relacionadas; desbalances patrimoniales de los agentes endeudados en moneda extranjera; deterioro de los indicadores financieros, entre otras. Argentina no fue la excepción, y esta es la novedad.

En cuestiones monetarias Argentina tiene, al menos, dos características estructurales. Por un lado, es emisora de una moneda periférica no demandada por agentes internacionales a no ser con motivos mayormente especulativos, aunque no de forma exclusiva. Esto quiere decir que la inserción en las finanzas globales se da de forma marginal y subordinada, una vez que la orientación de los flujos de ahorro externo dependen de cuestiones exógenas al país, quedando sometidas —vía

omisión de regulación— a las estrategias de diversificación de los inversores internacionales. Por otro lado, no cuenta con una soberanía monetaria plena, que se cristaliza en la constitución de una economía bimonetaria.

La inestabilidad en la oferta y la demanda de divisas de los agentes no residentes y el permanente requerimiento de moneda extranjera de los propios residentes tienen efectos profundos en el grado de autonomía de política económica y los reflejos en los precios macroeconómicos: tasa de interés y tasa de cambio. Para entender los impactos de la reversión del ciclo de liquidez global en 2020 en estos aspectos, es preciso retrotraer el análisis a algunos años anteriores, una vez que políticas de apertura y liberalización que desconsideraron las características mencionadas tuvieron consecuencias que perduran hasta la actualidad.

Para tanto, el presente artículo cuenta con tres apartados además de esta breve introducción. En el primero, se presenta la dinámica de los capitales internacionales privados orientados a América Latina, y aquellos dirigidos hacia Argentina, lo cual hace evidente el grado de adherencia entre el ciclo global y el interno. El segundo apartado aborda la dinámica y el resultado del sector externo argentino a partir de una perspectiva doméstica, al traer características estructurales del país y elecciones de política económica y sus consecuencias macroeconómicas. El tercer apartado se centra en los efectos monetarios y financieros que la pandemia del nuevo coronavirus tuvo en América Latina, con énfasis en Argentina. Por último, se incluyen unas breves consideraciones que redondean el capítulo.

ARGENTINA Y LA LIQUIDEZ INTERNACIONAL (2015-2021)

A finales de 2015, tras asumir una nueva gestión de gobierno, se abandonaron los principales pilares de la estrategia de política

monetaria y cambiaria establecidos, no sin modificaciones y perfeccionamientos, desde 2005: tasa de cambio administrada vía controles de capitales y medidas macroprudenciales, orientación del crédito productivo, control de máximos y mínimos de las tasas pasivas y activas, y el financiamiento monetario del déficit fiscal.

De acuerdo con la interpretación de la nueva administración, el papel activo del Estado en la regulación de la actividad económica era el principal limitante, aunque no de manera exclusiva, del desarrollo y del crecimiento económico. Desacreditado el papel de un Estado de bienestar social, comenzó a transitarse hacia un nuevo régimen macroeconómico que tentaría colocar el motor de la economía no ya en el consumo privado y la inversión pública, sino en la inversión privada y el sector externo. Para tanto, la estrategia estaría orientada a recuperar la confianza de los inversores, principalmente internacionales, y a recomponer la rentabilidad y competitividad del sector exportador. En este sentido, se adoptó, por un lado, un conjunto de medidas específicas orientadas a satisfacer las demandas de los grandes grupos económicos (es decir, reducción de carga tributaria, dolarización de tarifas, etcétera) y, por otro lado, a establecer nuevas reglas macroeconómicas basadas en la desregulación y liberalización de los mercados, con la implementación de un régimen de flotación libre del tipo de cambio y las metas de inflación.¹

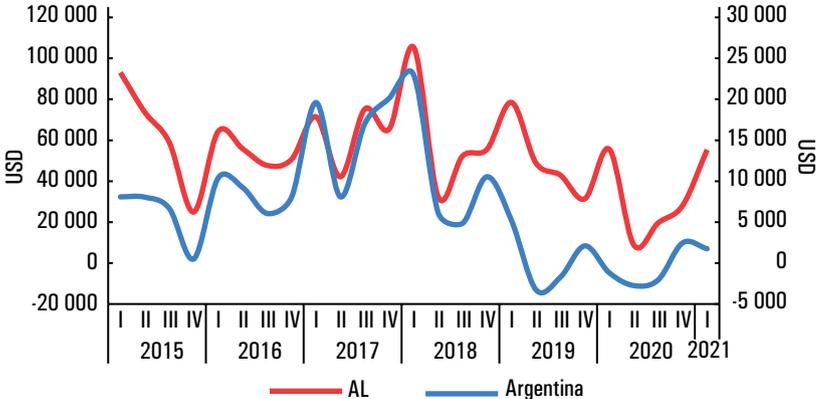
En materia cambiaria, se estableció un único tipo de cambio para todas las operaciones, el cual estaría determinado libremente por “el mercado” y sin injerencia del Banco Central de la República Argentina (BCRA), y se procedió a la liberación del flujo de operaciones corrientes, con el desmantelamiento de la mayor parte de los controles de capitales que la administración anterior había adoptado. En materia monetaria, se

¹ Este régimen monetario no se implementó por completo debido a las propias incongruencias y fracasos de la propuesta.

eliminaron los límites a las tasas de interés activas y pasivas, dado que ahora se pactarían libremente entre las entidades financieras y sus clientes, y se modificó la operatoria de mercado abierto, al paso de que se ampliaron los instrumentos disponibles, tanto en pesos como en dólares. Se redujeron los requisitos para la suscripción de títulos emitidos en el mercado primario y se aumentó el universo de potenciales participantes al incluir a los agentes no residentes.

La apertura financiera (y comercial), vía desmantelamiento parcial de las medidas de restricción o protección (o de ambas a la vez) del sistema financiero nacional, en un marco de tasas de interés reales positivas altas, junto con la resolución del litigio internacional de los títulos en *default* y una nueva política internacional —ahora alineada a los países centrales—, permitió mayor integración efectiva con las finanzas globales, vinculando de forma estrecha la creación de pasivos externos con el ciclo global de liquidez (gráfica 1).

Gráfica 1. Flujo de capitales internacionales orientados a América Latina (AL) y Argentina (I:2015-I:2021, trimestral, en millones de USD)



Fuente: elaboración propia con datos de la Cepal.

No obstante, como sugiere la gráfica 1, hay dos momentos marcadamente diferentes en lo que respecta a la dinámica entre la creación de pasivos externos en Argentina y en América Latina. El primer momento comienza en el último trimestre de 2015, cuando los inversores internacionales privados vuelven a colocar al país dentro de su horizonte de diversificación de cartera. Así, el amplio grado de apertura y liberalización adoptado, junto con el modo subordinado y financierizado² que esta integración asumió [Laplane, 2020] llevaron a que la creación de pasivos externos en Argentina acompañe a la dinámica global.

Esta relación se rompe en el segundo trimestre de 2018, al comenzar una fase de desacople entre ambas dinámicas que dura, por lo menos, hasta el final del periodo que se analiza (I:2015-I:2021). Este desacople se dio de forma traumática por medio de una crisis cambiaria grave, instigada por la reversión del ciclo internacional y agravada por la falta de herramientas de política económica. Esta crisis se trasladaría al sector productivo de la economía, con consecuencias duraderas que condicionarían las políticas económicas en los años siguientes. Por tanto, para entender el impacto que tuvo en Argentina la crisis económica global provocada por la pandemia del nuevo coronavirus, conviene analizar con mayor detalle, a la luz del resultado de la balanza de pagos, aspectos centrales de la estructura económica del país desconsiderados por la experiencia liberal iniciada a finales de 2015.

JERARQUÍA DE MONEDAS Y SOBERANÍA MONETARIA

El conjunto de monedas, llamadas “monedas centrales”, que denominan las transacciones globales y que son demandadas por los agentes internacionales de forma relativamente estable,

² Para detalles sobre las características, ver el capítulo 2 de este libro.

sea como reserva de valor, sea para viabilizar sus operaciones corrientes, es un conjunto reducido. El peso argentino, a su vez, corresponde al amplio grupo de monedas, llamadas “monedas periféricas”, que son inexpressivas a nivel internacional, que no denominan las transacciones globales y que se demandan mayormente —aunque no de forma exclusiva— con motivos especulativos. Los países emisores de este tipo de monedas enfrentan una menor autonomía de política económica, en comparación con países emisores de monedas centrales, gracias a las asimetrías estructurales del sistema monetario y financiero internacional.³ Entre otros investigadores, De Conti, Biancarelli y Rossi [2013: 15], destacan que: *the level and conditions by which the private capital is available to peripheral countries are set by processes beyond their control, or even their influence. [...] peripheral countries are much more victims than protagonists in international cycles dynamics* (“el nivel y las condiciones en que el capital privado está disponible para los países periféricos están determinados por procesos que escapan a su control, o incluso a su influencia. [...] los países periféricos son mucho más víctimas que protagonistas en la dinámica de los ciclos internacionales”).

A estas naciones les resta, entonces, ofrecer condiciones de valorización suficientemente atractivas para llamar la atención de los inversores internacionales, siendo las principales estrategias aquellas orientadas a reducir los costos de transacción o a aumentar la rentabilidad (o ambas acciones a la vez), como una mayor abertura y desregulación económica. No obstante, la apertura y la flexibilización financiera, al liberalizar la cuenta financiera de la balanza de pagos, estimula el crecimiento de las operaciones y la institucionalización, vía omisión de regulación, de un ambiente volátil y especulativo,

³ Esta terminología proviene de la estructura teórica conocida como “la jerarquía monetaria”. Para un análisis exhaustivo sobre las relaciones monetarias y financieras a nivel internacional y los efectos en las economías domésticas, ver, entre otras referencias, Prates [2002], Biancarelli [2007], De Conti [2011].

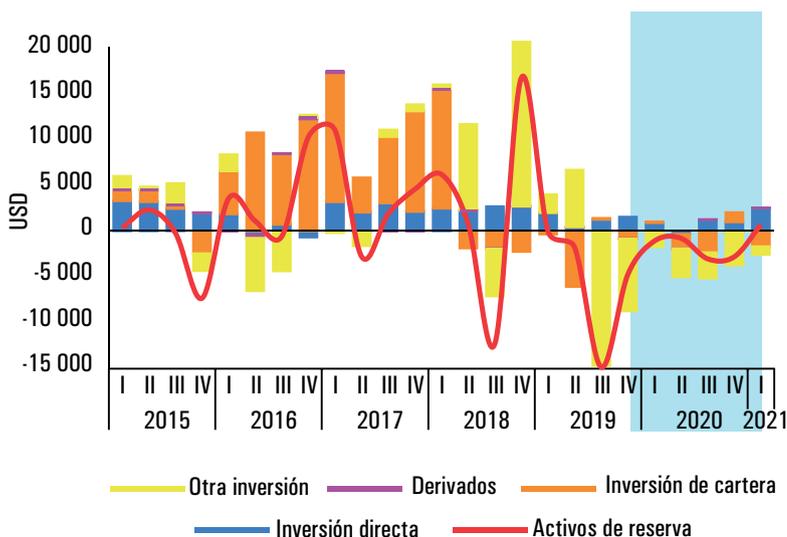
que deja al país vulnerable frente a los ciclos de liquidez internacional y a los vaivenes de las estrategias de los inversores internacionales, minando la capacidad de adoptar políticas anticíclicas.

En un primer momento, la abertura financiera gestada a finales de 2015 implicó, como ya se ha observado, una efectiva integración a las finanzas internacionales, al aumentar los volúmenes de ahorro externo recibidos (gráfica 2). Una primera y rápida observación constata el expresivo incremento de la inversión de cartera.⁴ Esta rúbrica, al corresponder a inversiones en activos financieros de rápida circulación y liquidación —acciones y bonos—, en un ámbito donde predomina la especulación, es casi siempre más volátil, inestable y procíclica (gráfica 3a). Por tal motivo, los flujos de no residentes se encontraban regulados —y en la práctica, desestimulados— con esta finalidad desde 2005, lo cual provocó una deliberada escisión entre las dinámicas del ciclo de liquidez internacional y el doméstico. A partir de 2016 hasta inicios del 2018, periodo de gran abertura económica y flexibilización, se observa cómo la dinámica interna espejea la externa.

Por otro lado, uno de los argumentos políticos para sostener la desregulación económica era que ayudaría a mejorar “el clima de negocios” al captar mayor ahorro externo bajo la rúbrica de inversión extranjera directa (IED). Sin embargo, como se muestra en la gráfica 3b, esto no sucede, una vez que este tipo de inversión tiene más relación con el nivel de demanda que con el grado de abertura. Así, ambos ciclos presentan la misma tendencia en todo el periodo, ya sea aquel marcado por la desregulación (2016-2018), o bien por el periodo marcado por la recuperación de los controles y el cierre relativo de la economía (a partir de 2019 en adelante).

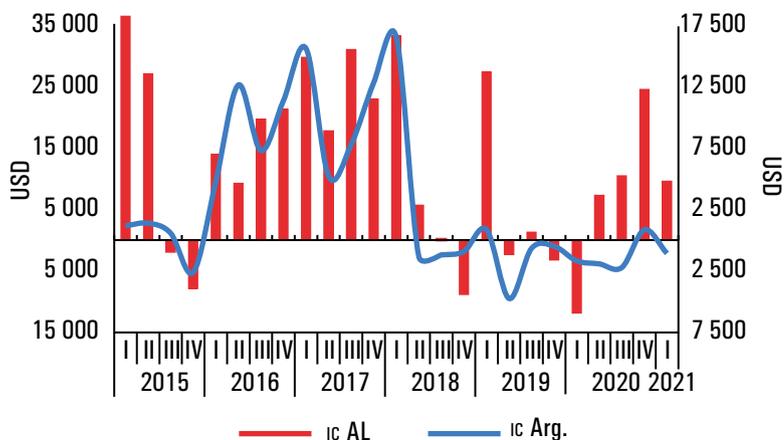
⁴ El aumento fue vertiginoso pasando de un total de 530 millones de dólares estadounidenses en el año 2015, para 36 053 millones de USD en el año 2016 y 41 424 millones de USD en 2017, alcanzando un máximo trimestral de 16 532 millones de USD, el primer trimestre de 2018.

Gráfica 2. Cuenta financiera del BdP (I:2015-I:2021, trimestral, millones de USD)



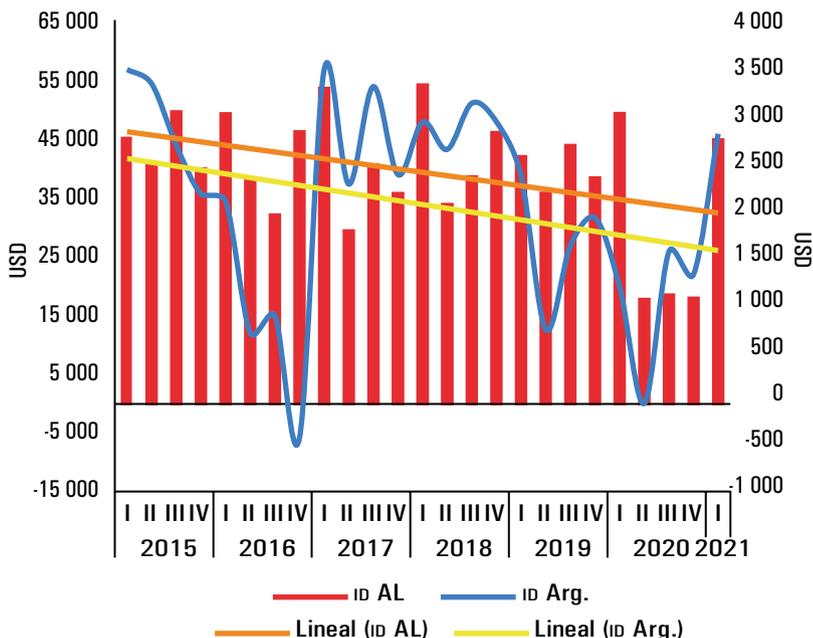
Fuente: elaboración propia con datos del Instituto Nacional de Estadística y Censos (Indec).

Gráfica 3a. Inversión de cartera (ic) en Argentina (Arg.) y América Latina (AL): pasivos (I:2015-I:2021, trimestral, millones de USD)



Fuente: elaboración propia con datos del Indec y el FMI.

Gráfica 3b. Inversión directa (ID) en Argentina (Arg.) y América Latina (AL): pasivos (I:2015-I:2021, trimestral, millones de USD)



Fuente: elaboración propia con datos del Indec y el FMI.

A su vez, las autoridades monetarias y algunas instituciones del mercado financiero consideraban la acumulación de activos de reserva en el periodo de mayor abertura económica como uno de los éxitos del programa monetario y cambiario. Sin embargo, los activos de reserva se generaban de la creación de pasivos externos y no de resultados positivos de la cuenta corriente,⁵ lo cual no representa un “blindaje externo” [Olivera *et al.*, 2021] capaz de reducir la fragilidad

⁵ Cabe mencionar que la estrategia de abertura y liberalización no tuvo los resultados esperados por las autoridades en relación con la cuenta corriente de la balanza de pagos, agravándose de manera notable, al pasar de un déficit de 2.5 % del PIB en 2015 a 5.3 % del PIB en 2018.

externa y aumentar la autonomía de la política económica. Por el contrario, estas dimensiones pueden agravarse ante el desapalancamiento del crédito y la transformación de las carteras, lo que provocaría comportamientos de manada y desequilibrios patrimoniales, como sucedió a mediados de 2018.

Por último, la principal contrapartida de estos capitales fue el crecimiento de la deuda externa pública denominada, en gran medida, en dólares estadounidenses. El aumento del *currency mismatch* fragilizó la estructura patrimonial de los agentes (principalmente del gobierno central) y redujo los grados de autonomía al enfrentar mayor necesidad de divisas para quitar el peso creciente de los intereses y del capital.⁶

La integración subordinada al ciclo de liquidez global se conjugó con otra particularidad de la estructura económica argentina, desconsiderada o subestimada por las autoridades de gobierno: la falta de soberanía monetaria plena. De forma resumida, se entiende por soberanía monetaria a la capacidad de un Estado de imponer y administrar la moneda nacional, al ser esta la moneda en curso y el grado en que cumple sus funciones, resultado de un complejo proceso de relaciones políticas, económicas y sociales, que subyacen en la interacción entre el poder estatal y la convención social.

En Argentina, la soberanía monetaria es parcial una vez que no existe convención social sobre el pleno uso de la moneda doméstica para desempeñar las funciones tradicionales, principalmente como uso de reserva de valor y, en menor grado, como unidad de cuenta y medio de pago. La principal consecuencia de la falta de soberanía monetaria total es la institucionalización (de *jure* o de *facto*, dependiendo de la voluntad política) de una economía bimonetaria. Es decir, en el

⁶ Entre diciembre de 2015 y diciembre de 2018, la deuda externa, en términos nominales, aumentó 157 %, y alcanzó 277 932 millones de USD. A finales de 2018, el 91.5 % del total de deuda externa a valor nominal estaba denominado en moneda extranjera (67 % en dólar estadounidense) y el 30 % de dicha deuda es de corto plazo y, en su mayoría, en manos del Banco Central de la República Argentina, BCRA [BCRA, 2018; base de datos de Indec].

padrón monetario y el sistema financiero nacional, conviven la moneda doméstica y otra moneda, en este caso, la moneda central del sistema monetario internacional: el dólar estadounidense.

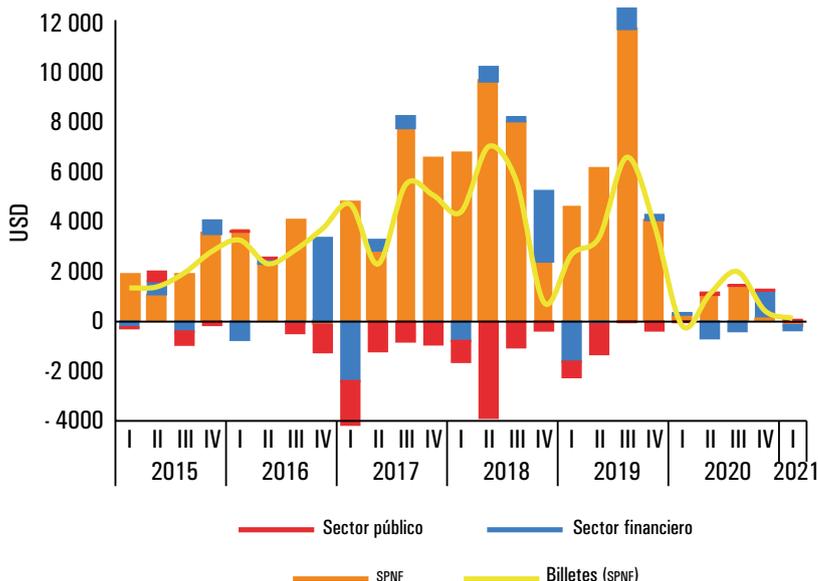
A la dependencia del ciclo global de liquidez y sumisión al humor de los inversores no residentes que, cuando lo permiten, integran y liquidan sus posiciones financieras con singular rapidez, se le suma una intensa demanda de divisas de los propios residentes. Esta particularidad no solo genera presiones adicionales sobre el mercado de cambios y la necesidad de disponer de divisas, también hace que los canales de transmisión de las políticas de la autoridad monetaria no sean tan eficientes, lo cual profundiza las restricciones de la autonomía de política económica y la capacidad de adoptar medidas contracíclicas.

La desregulación de finales de 2015 también se orientó a facilitar las operaciones realizadas en moneda extranjera por los propios residentes. Así, hubo un importante aumento de demanda de billetes —personas físicas— y divisas —personas jurídicas— del sector privado no financiero (SPNF),⁷ como formación de activos externos que se caracterizan, en su mayoría, como “fuga de capitales”⁸ (gráfica 4).

⁷ Este tipo de demanda es inherente a la economía argentina, y responde mayormente —aunque no de manera exclusiva— a factores internos. Esta demanda aumentó de poco menos de 10 000 millones de USD (1.78 % del PIB) en 2016, a considerables 26 870 millones de USD (5.93 %) en 2019, lo que correspondió en gran medida a compras de billetes y monedas de personas físicas —12 326 millones de USD y 16 693 millones de USD, respectivamente.

⁸ Se entiende genéricamente como “fuga de capitales” a la formación de activos externos por parte de residentes. Sin embargo, lo que configura una “fuga” no tiene una definición ni medición unívoca, lo cual se considera en la literatura [Gaggero, Rúa y Gaggero, 2013] como: i) todo flujo de salida que podría invertirse en la economía doméstica con generación mayor de retorno social; ii) flujos de salida como respuesta al aumento de la incertidumbre económica o política, o ambas; y iii) salida de capitales cuyas operaciones originarias son ilegales.

Gráfica 4. Formación de activos externos de residentes argentinos
(I:2015-I:2021; trimestral, millones de USD)*



*SPNF: sector público no financiero.

Fuente: elaboración propia con datos del BCRA.

La estrategia de apertura, desregulación y liberalización tuvo profundas consecuencias negativas en el desarrollo de la economía. La volatilidad de los capitales de los inversores no residentes, agravada por una creciente demanda de divisas de los propios residentes, conjugada con un aumento de las necesidades de financiamiento de la cuenta corriente y falta de crecimiento económico dejaban al gobierno con una limitada capacidad de reacción frente a choques externos, como sucedió el segundo trimestre de 2018.

La reversión del ciclo internacional de liquidez, conocida como *sudden stop*, provocó la liquidación de las posiciones en activos de cartera de los inversores no residentes en todos los

países periféricos.⁹ En Argentina, la alta demanda por divisas y la falta de herramientas para contener las presiones en el mercado cambiario acabaron por provocar una crisis cambiaria que desencadenó un círculo vicioso entre desvalorización cambiaria, inflación y aumento de la tasa de interés, creando una fragilidad macroeconómica que se arrastró al sector productivo de la economía, con penalización de la actividad económica, la demanda agregada y el desempleo.

La salida de los capitales internacionales se recompuso de forma parcial en el resto de los países en los meses siguientes, pero no en Argentina. El efecto de la crisis cambiaria inicial dejó al descubierto una economía endeble sin mecanismos automáticos ni herramientas para retomar el crecimiento. Por el contrario, las medidas adoptadas, de carácter convencional (es decir, aumento de tasa de interés) y orientadas a profundizar la flexibilización, sin ser complementadas por una gestión que considerase los problemas y las necesidades concretas, agravaron la crisis y fragilizaron las expectativas de los agentes internos y externos, quienes acentuaron la liquidación de posiciones y demanda por moneda extranjera.

Aún en 2018, en cuanto los capitales internacionales volvían a posicionarse en la región, Argentina enfrentaba nuevos ataques especulativos contra su moneda. Se cerró, de esa forma, el acceso al ahorro externo voluntario privado y se recurrió, como única fuente de financiamiento, a los préstamos del Fondo Monetario Internacional (FMI). No obstante, mientras que la correlación entre el ciclo de liquidez global y los capitales orientados a Argentina se terminaron, continuaba una fuerte demanda de divisas de los propios residentes que duró hasta finales de 2019, momento en que se restituyeron los controles de capitales que habían perdurado hasta mediados de

⁹ Para un análisis más amplio sobre las causas estructurales de este tipo de fenómeno, que se inscriben en la dinámica del capitalismo financiarizado, ver el capítulo 1 en este mismo libro.

2015. La pandemia del nuevo coronavirus encontraría al país fuera del ciclo de liquidez internacional y con un nuevo marco regulador, que limitaba sus impactos, como se analizará en el siguiente apartado.

ARGENTINA Y LA PANDEMIA EN EL CONTEXTO REGIONAL

Según la cronología más aceptada, el impacto económico de la pandemia del nuevo coronavirus comenzó a finales de enero en China, y se propagó de forma exponencial en magnitud y alcance. Se estima que en la segunda semana de febrero impactó en Europa, en la primera semana de marzo en varias otras regiones del mundo y, solo una semana después, a escala mundial. Los choques de oferta y de demanda, derivados de las medidas sanitarias —urgentes y necesarias— adoptadas para contener la propagación del virus, deprimieron la actividad económica y deterioraron profundamente las condiciones económicas a nivel mundial.

En lo que respecta a la dimensión financiera,¹⁰ la aversión al riesgo y la exacerbación de la incertidumbre, junto con la paralización de la actividad económica y la pérdida de rentabilidad y riqueza provocaron un movimiento de “fuga para la calidad” que disminuyó la liquidez global. La respuesta de los bancos centrales fue rápida y enfática, lanzando programas agresivos de flexibilización cuantitativa, reducción de las tasa de interés de referencia y apoyo financiero, entre otros.

No obstante, la liquidación de las posiciones de los inversores internacionales en las distintas plazas de valorización y la concentración de su riqueza financiera en títulos de máxima liquidez —títulos del Tesoro Americano, considerados como

¹⁰ Cabe destacar la complementariedad de este análisis centrado en la dimensión financiera, con el análisis centrado en la dimensión fiscal realizado en el capítulo 8. Si bien los países abordados son diferentes, la problemática estructural tiene una misma raíz.

“puerto seguro” frente a la volatilidad generalizada— tuvieron amplias repercusiones en las economías domésticas, principalmente en aquellas emisoras de monedas periféricas.

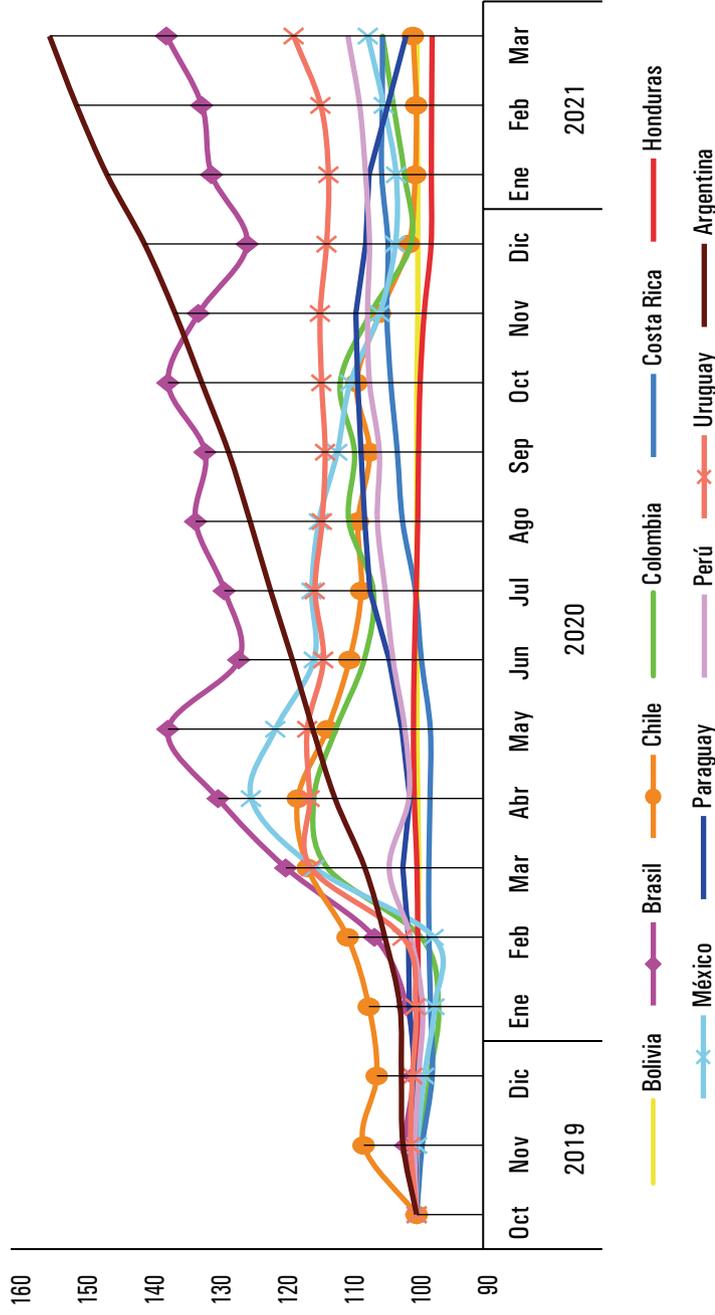
En el primer trimestre de 2020, la volatilidad medida por el índice denominado “VIX”¹¹ alcanzó un máximo histórico, mientras que los *spreads* de los títulos soberanos y títulos privados de América Latina, medidos por el índice global de bonos de mercados emergentes (EMBIG, por sus siglas en inglés) y el índice de bonos corporativos de mercados emergentes (CEMBI, por sus siglas en inglés), respectivamente, se aproximaron a los máximos históricos, al marcar 703 y 643 puntos básicos cada uno. A su vez, el índice Morgan Stanley Capital International (MSCI) para la región (que cubre el 85 % de la capitalización de mercado ajustada por libre flotación) cayó 45.96 %. Estos datos son la contracara de la liquidación de pasivos externos en los países periféricos, que pasaron de registrar 55 618 millones de USD de pasivos externos en todas sus modalidades, a 8 873 millones de USD (-84 %).¹²

Este movimiento no solo tuvo impacto en los índices financieros, también en los principales precios macroeconómicos. El movimiento de *sudden stop* provocó una desvalorización notable de las tasas de cambio nominal (gráfica 5), con las consecuentes presiones inflacionarias, los desbalances patrimoniales de los agentes endeudados en moneda extranjera y los efectos distributivos consiguientes.

¹¹ El *Cboe Volatility Index-VIX* se basa en el índice S&P 500, principal índice de acciones estadounidense, y estima su volatilidad implícita al agregar, de forma ponderada, opciones de compra y venta. Este índice transformó un concepto abstracto, la volatilidad, en un padrón práctico para realizar operaciones financieras, sea como activo o como cobertura. Sin embargo, una vez que representa la aversión al riesgo de los agentes—un aumento del índice indicaría un aumento de aversión y una reducción, lo contrario—, se utiliza en diferentes ramas de la ciencia y no solo por operadores de riesgo [Cboe Global Markets Incorporates, 2019].

¹² Para mayores detalles sobre los impactos, por ejemplo, en los índices de las bolsas de valores o los índices de materias primas, referirse al capítulo 4 en este mismo libro.

Gráfica 5. Variación del tipo de cambio nominal (oct:2019-mar:2021, mensual; base 100 = oct:2019)



Fuente: elaboración propia con datos de la Cepal.

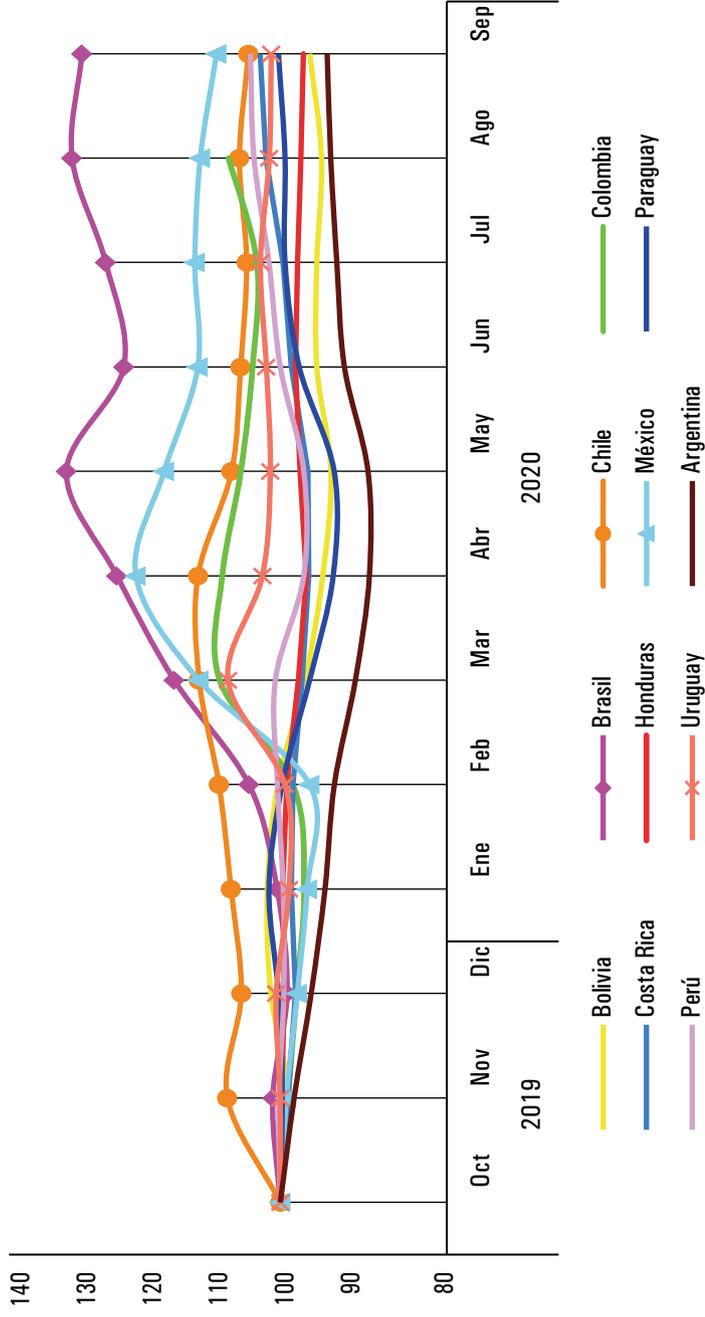
En tanto la reversión del ciclo de liquidez en 2018 provocó en Argentina una fuerte crisis cambiaria, esta vez, el marco regulador vigente que contiene la demanda por “billetes y divisas”¹³ de los residentes, así como de no residentes, al cerrar parcialmente la economía, evitó las consecuencias negativas del deterioro de las condiciones externas, al menos en lo que respecta al flujo de capitales (gráficas 2 y 4). Las características estructurales de la economía argentina —en este caso: moneda periférica y soberanía monetaria parcial— imponen la necesidad de implementar medidas que intermedien entre los ciclos interno y externo, para ganar grados de autonomía económica y perseguir los objetivos de política deseados.

En lo que respecta al tipo de cambio, como se observa en la gráfica 5, Argentina no fue víctima pasiva del choque externo, sino que consiguió administrar la dinámica del valor externo de su moneda, con lo cual contuvo su volatilidad. En este sentido, el marco regulador permitió a la autoridad monetaria seguir su estrategia de desvalorización nominal paulatina a un ritmo menor que la inflación para evitar el agravamiento de las presiones inflacionarias.¹⁴ A su vez, aunque esta tendencia provocó inicialmente una apreciación de la tasa de cambio real (gráfica 6), revertida luego de manera parcial, la disponibilidad de herramientas de política fue esencial para administrar los precios macroeconómicos sin replicar de forma doméstica los choques externos.

¹³ Esta partida contabiliza la demanda de moneda extranjera de los residentes, al contabilizar aquella realizada por personas físicas bajo el rótulo de “billetes”, y la demanda por parte de personas jurídicas, bajo el rótulo de “divisas”.

¹⁴ Dado el histórico inflacionario de Argentina, la desvalorización de la tasa de cambio nominal respecto al índice de inflación —inclusive, en algunas oportunidades, permitiendo una apreciación real del tipo de cambio— es una estrategia que ya se utilizó en otros periodos. A este respecto, Damill, Frenkel y Rapetti [2015] destacan que la estrategia de un tipo de cambio real “estable y competitivo” perduró entre comienzos de siglo hasta mediados de 2011.

Gráfica 6. Variación del tipo de cambio nominal (oct:2019-sep:2021, mensual, base 100 = oct:2019)



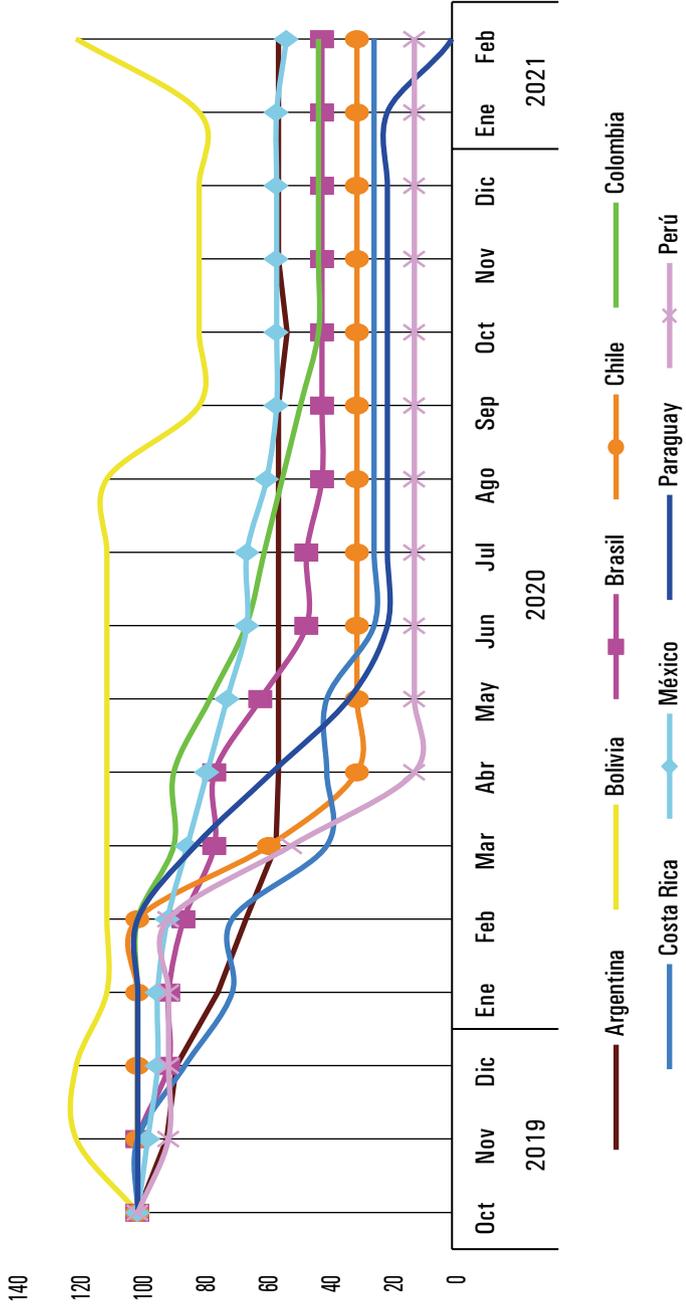
Fuente: elaboración propia con datos de la Cepal y el BCRA.

Como parte de las medidas de enfrentamiento de la crisis, los países centrales renovaron sus compromisos de ofrecer toda la liquidez que sea necesaria para evitar el colapso de los sistemas de pago y de crédito, y preservar, en lo posible, la riqueza financiera. Varias naciones emergentes también optaron por medidas heterodoxas, así como los países centrales, dejando de lado viejos dogmatismos de políticas restrictivas. Como resultado, se observa en el mundo entero una reducción de las tasa de interés de referencia y, en muchos casos, se alcanzaron mínimos históricos e, inclusive, tasas negativas en términos reales.

Argentina no fue la excepción, una vez que el cierre parcial de su economía no impidió acompañar el decremento de las tasas de interés de política monetaria (gráfica 7). El recurso a altas tasas de interés reales positivas como único instrumento para enfrentar las presiones inflacionarias se mostró, a lo largo de la historia, ineficiente y contraproducente. Por tanto, con la renegociación de la deuda externa que permitió mayor capacidad de intervención en el mercado abierto, la intención de no penalizar la demanda y dinamizar el crédito, la premisa de dar un horizonte de previsibilidad y gracias a los nuevos acuerdos entre los diferentes actores, posibilitó una reducción de la tasa de interés de referencia. La misma pasó de 70.14 % en octubre de 2019 a 38 % entre marzo y abril del año siguiente. Con la disminución de las tasas de interés internacionales, se preservó la estabilidad financiera y externa, alineada con el financiamiento productivo y el ahorro doméstico.

Luego del choque inicial y, en buena medida, gracias a la disminución de las políticas de combate a las crisis, a la garantía de liquidez de las instituciones y a las menores aunque aún existentes tasas de interés reales positivas, los capitales internacionales retomaron la diversificación de cartera contemplando activos más riesgosos. De esta forma, los indicadores financieros de la región mejoraron de modo considerable y hubo una revalorización (parcial) de las tasas de cambio [FMI,

Gráfica 7. Tasa de política monetaria (oct: 2019-mar:2021, mensual, base 100 = oct: 2019)



Fuente: elaboración propia con datos de la Cepal.

2021a; FMI, 2021b]. La superación de la crisis requiere esfuerzos colectivos, pero para Argentina, un aislamiento selectivo que le permita ganar autonomía económica y administrar su ciclo interno es una condición necesaria.

REFLEXIONES FINALES

A lo largo de este capítulo se mostró que la pandemia del nuevo coronavirus provocó, restringiéndonos a cuestiones financieras, un nuevo y profundo movimiento de reversión en el ciclo de liquidez internacional. Este tipo de movimientos es inherente al capitalismo globalizado y financiarizado y presenta alguna recurrencia a lo largo del tiempo. Si bien estas reversiones tienen una dinámica en común, el efecto que han generado en Argentina —al menos en el periodo evaluado— fue diferente.

Argentina es un país emisor de una moneda periférica, el peso argentino. Como tal, su capacidad para captar ahorro externo depende de condiciones específicas, en general limitadas a ofrecer condiciones de rentabilidad muy favorables dentro de un ambiente de expectativas positivas generalizadas. En otras palabras, la inserción a las finanzas globales es marginal y subordinada al humor de las estrategias de diversificación de los *money managers*. Así, la disponibilidad de capitales internacionales voluntarios privados es sumamente procíclica.

Aún más, el país no cuenta con una soberanía monetaria plena, lo cual agrava la menor autonomía de la política económica impuesta por el sistema monetario y financiero internacional, jerárquico y asimétrico. Esta falta de soberanía monetaria se traduce en la institucionalización de una economía bimonetaria y en una demanda exacerbada de billetes y divisas de los propios residentes.

En suma, estrategias de abertura y flexibilización económica que desconsideran esas particularidades dejan al país expuesto y vulnerable ante la reversión de los ciclos globales. La fragilidad macroeconómica se torna evidente, como en la crisis cambiaria de 2018. Un marco regulador que contemple esos desequilibrios estructurales se hace necesario para fortalecer las condiciones económicas y planear un proyecto de desarrollo sostenible. En 2020, la reversión del ciclo de liquidez generó consecuencias menos notables gracias a la vigencia de controles de capitales y medidas macroprudenciales que permitieron una mejor administración de los precios macroeconómico y dirigir los esfuerzos a las medidas sanitarias para preservar la vida de las personas. El contraste entre ambos periodos vale la reflexión y el aprendizaje.

REFERENCIAS

- BCRA [2018], *Evolución del mercado único y libre de cambios y balance cambiario* (varios trimestres), Buenos Aires, BCRA.
- _____ [varios años], *Informe al Honorable Congreso de la Nación*, Buenos Aires, BCRA.
- Biancareli, A. M. [2007], *Integração, ciclos e finanças domésticas: o Brasil na globalização financeira*, tesis de doctorado, Campinas, IE/Unicamp.
- Cboe Global Markets Incorporates [2019], *Cboe VIX white paper Cboe volatility index*.
- Damill, M., R. Frenkel y M. Rapetti [2015], “Macroeconomic policy in Argentina during 2002–2013”, *Comparative Economic Studies*, <doi:10.1057/ces.2015.3>.
- De Conti, B. M. [2011], *Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas*, tesis de doctorado, Campinas, IE/Unicamp.

- De Conti, B. M., A. M. Biancareli y P. Rossi [2013], *Currency hierarchy, liquidity preference and exchange rates: a Keynesian/Minskyan approach*, Campinas, IE/Unicamp, mimeo.
- FMI [2021a] *Global financial stability report: Preempting a legacy of vulnerabilities*, abril, Washington, D. C., FMI.
- _____ [2021b], *World economic outlook: Managing different recoveries*, abril, Washington, D. C., FMI.
- Gaggero, J., M. Rúa y A. Gaggero [2013], *Fuga de capitales III. Argentina (2002-2012). Magnitudes, evolución, políticas públicas y cuestiones fiscales relevantes*, Buenos Aires, Cefid-Ar, Documento de Trabajo núm. 52.
- Laplane, E. [2020], *Jerarquía de monedas, soberanía monetaria y autonomía de política económica: el caso argentino*, tesis de doctorado, Campinas, IE/Unicamp.
- Oliveira, G. C. D., P. J. W. Wolf, D. G. Angelico y E. G. Laplane [2021], “Blindagem externa, controles de capital e inserção diferenciada da ásia e da América Latina na globalização financeira (1995-2016)”, *Revista de Economia Contemporânea*: 25.
- Prates, D. M. [2002], *Crises financeiras nos países emergentes: uma interpretação heterodoxa*, tesis de doctorado, Campinas, IE/Unicamp.

SEMBLANZAS

ARMANDO NEGRETE FERNÁNDEZ

Técnico académico del Instituto de Investigaciones Económicas (IIEC), de la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM). Es maestro, con mención honorífica en Estudios Latinoamericanos (2014) y licenciado, con mención honorífica, en Economía (2010). Hoy día cursa el doctorado en Estudios Latinoamericanos en la UNAM. Desde 2018, forma parte del Observatorio Económico Latinoamericano (Obela) y es administrador del sitio <www.obela.org>. Entre sus áreas de investigación se encuentran: economía política global, financiarización, teoría de la dependencia y finanzas internacionales.

BRUNO DE CONTI

Profesor asociado del Instituto de Economía de la Universidad de Campinas (Unicamp), Brasil. Investigador del Centro de Estudios de Coyuntura y Política Económica (Cecon) y del Centro de Estudios Brasil-China (CEBC) de la misma universidad. Sus principales áreas de investigación son: las jerarquías del Sistema Monetario Internacional, BRICS y la economía china.

DANIELA M. PRATES

Licenciada en Economía por la Universidad de São Paulo (USP), magíster en Economía por la Universidad Estatal de Campinas (Unicamp) y doctora en Economía por la Unicamp. Actualmente es Economista Senior de la Unctad. Fue profesora asociada de la Unicamp y visitante en las universidades de Pretoria y París 13, Freie Universität Berlin, HTW Berlin y en la Universidad de Cambridge con Beca de Investigación Extranjera de la FAPESP. Sus principales áreas de investigación son: Economía Internacional, con énfasis en el sistema monetario y financiero internacional; Macroeconomía Abierta, Economía Monetaria y Financiera; y Economía brasileña.

DIEGO GUEVARA

Profesor asociado en la Universidad Nacional de Colombia y doctor en Ciencias Económicas de la misma institución. Es docente de la cátedra de Macroeconomía y editor de la revista *Cuadernos de Economía*. Hoy día sus temas de investigación se centran en financiarización en países emergentes y macroeconomía y transición energética.

ÉDIVO DE ALMEIDA OLIVEIRA

Es doctor en Economía por el Instituto de Economía de la Universidad de Campinas (Unicamp), Brasil. Sus principales áreas de investigación son: el estructuralismo latinoamericano y las jerarquías del sistema monetario internacional.

EMILIA ORMAECHEA

Licenciada en Ciencia Política y magíster en Ciencias Sociales por la Universidad Nacional del Litoral, Argentina. Actualmente se encuentra realizando el doctorado en Desarrollo Económico en la Universidad Nacional de Quilmes, con beca doctoral del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas de Argentina. Es docente de las cátedras “Globalización y desarrollo”, “El desarrollo económico de América Latina en la economía capitalista contemporánea” y “El pensamiento latinoamericano del desarrollo” de la Universidad Nacional del Litoral.

EUFEMIA BASILIO MORALES

Investigadora titular A, adscrita al Instituto de Investigaciones Económicas (IIEc-UNAM) y miembro del Sistema Nacional de Investigadores (SNI). Es doctora en Economía por la Facultad de Estudios Superiores Acatlán (FES Acatlán-UNAM) y cuenta con maestría y licenciatura igualmente en Economía y por la misma institución. Fue la ganadora del Reconocimiento Distinción de la Universidad Nacional para Jóvenes Académicos (RDUNJA) en el área de docencia en ciencias económico-administrativas de la edición 2020. Sus líneas de investigación se abocan a la política fiscal, las finanzas públicas, la deuda pública, así como al crecimiento y ciclo económico.

EZEQUIEL GRECO LAPLANE

Doctor y magíster en Ciencias Económicas, titulado por la Universidad Estatal de Campinas, y licenciado en Economía, titulado por la Universidad de Buenos Aires. Hoy día se

desempeña como investigador asociado del Centro de Estudios de Coyuntura y Política Económica —IE/Unicamp—, y tiene experiencia en docencia, así como publicaciones y orientaciones en las áreas de Economía Internacional, Macroeconomía y Política Monetaria. Complementa su experiencia académica con actuación en el sector privado, ya que se desempeñó en el mercado financiero en los bancos Citibank y Next. Es colaborador del Centro de Altos Estudios Brasil Século XXI.

JOSÉ DANIEL SAADE FIGUEROA

Licenciado en Ciencia Política por la Facultad de Estudios Políticos, Internacionales y Urbanos de la Universidad del Rosario, Colombia; magíster en Política Social por la Pontificia Universidad Javeriana, Colombia; y especialista en Derecho Constitucional (Universidad del Rosario). Actualmente es gestor de política pública en el Colegio Colombiano de Psicólogos (Colpsic), y tiene experiencia en la docencia, la investigación y la administración pública. Sus intereses académicos versan sobre financiarización, desarrollo, constitución económica y políticas públicas.

LEONARDO ROJAS RODRÍGUEZ

Economista de la Universidad Nacional. Estudiante de la maestría en Desarrollo Económico de la Universidad Nacional de San Martín de Argentina. Miembro del Grupo de Socioeconomía, Instituciones y Desarrollo. Ha trabajado en el sector público como asesor económico. También ha sido becario de investigación del Ministerio de Tecnología y Ciencia de Colombia.

MANUEL FELIPE MARTÍNEZ MANTILLA

Es economista con experiencia en investigación sobre temas de desarrollo en América Latina y asesor de organizaciones sindicales, sociales y políticas en Colombia. Es actual candidato a doctor en Desarrollo Económico de la Unicamp (Brasil) y está vinculado como estudiante con la Escuela Latinoamericana de Estudios del Desarrollo (Elades) de la Cepal. Sus intereses investigativos versan sobre financiación subordinada y desarrollo en América Latina.

MARCOS V. CHILIATTO

Doctor en Economía por la Universidad Estatal de Campinas (Unicamp), tiene una maestría en Economía por la Universidad Federal de Río de Janeiro (UFRJ) y licenciatura en Ciencias Económicas por la Unicamp. Actualmente es coordinador operativo en la gerencia del cono sur del Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Fue oficial de Asuntos Económicos de la Cepal y consejero para Brasil y Surinam en el directorio ejecutivo del BID. Tiene experiencia en el campo de la Economía, con énfasis en Desarrollo Productivo, Integración Regional y Financiamiento del Desarrollo.

MONIKA MEIRELES

Licenciada en Economía por la Facultad de Economía de la Universidad de São Paulo (FEA-USP), con maestría en Integración de América Latina por el Programa de Posgrado en Integración de América Latina de la misma institución (Pro-lam-USP) y doctorado por el Programa de Posgrado de

Estudios Latinoamericanos de la Universidad Nacional Autónoma de México (Ppela-UNAM). Hoy día es investigadora titular A de tiempo completo adscrita a la Unidad de Economía Fiscal y Financiera del IIEc-UNAM; miembro del Sistema Nacional de Investigadores (SNI) de Conacyt (nivel I) y fue la ganadora del Reconocimiento Distinción Universidad Nacional para Jóvenes Académicos (RDUNJA) en el área de investigación en Ciencias Económico-Administrativas de la edición 2019.

SANTIAGO CASTAÑO SALAS

Economista de la Universidad Javeriana y candidato a la maestría en Desarrollo Económico de la Universidad de San Martín, Argentina. Actual estudiante de doctorado en Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Colombia. Miembro e investigador del Grupo de Socioeconomía, Instituciones y Desarrollo (GSEID) de la Universidad Nacional de Colombia.

TERESA LIZETH ALANIS GUTIÉRREZ

Licenciada en Economía, con orientación en Economía de la empresa por la Unidad Académica de Economía, Universidad Autónoma de Zacatecas, titulada en la maestría en Ciencia Política por la Unidad Académica de Ciencia Política, Universidad Autónoma de Zacatecas (UACP-UAZ) y doctora en Estudios del Desarrollo por la Unidad Académica de Estudios del Desarrollo, Universidad Autónoma de Zacatecas (UAED-UAZ). Como parte de su de tesis doctoral realizó una estancia académica de investigación en el International Center for Development and Decent Work (ICDD), Universidad de Kassel, Kassel, Alemania. Actualmente realiza una estancia

posdoctoral en el Instituto de Investigaciones Económicas, Universidad Nacional Autónoma de México (IEEC-UNAM), cuyo proyecto de investigación se titula: “Financiarización subordinada, fondos de inversión y sistemas de pensiones: un análisis comparativo de México y Chile (1981-2021)”. Ha presentado ponencias en diversas conferencias y seminarios nacionales e internacionales. Sus líneas de investigación se centran en temas de financiarización, seguridad social, pensiones, empleo y desarrollo. Cuenta con publicaciones en revistas académicas sobre los temas antes mencionados.

TERESA LÓPEZ GONZÁLEZ

Profesora titular, adscrita a la Facultad de Estudios Superiores Acatlán-UNAM. Es doctora en Ciencias Económicas por el Instituto Politécnico Nacional, Escuela Superior de Economía, Unidad de Posgrado. Ha sido coordinadora de varios grupos de investigación que generaron muchas publicaciones, autora de capítulos de libros y artículos en revistas especializadas. De aquellas se destaca la coordinación del libro *Crecimiento económico y desequilibrios estructurales en América Latina: una perspectiva heterodoxa*, con Luis Ángel Ortiz. Sus áreas de especialidad son la teoría monetaria y la política fiscal.