

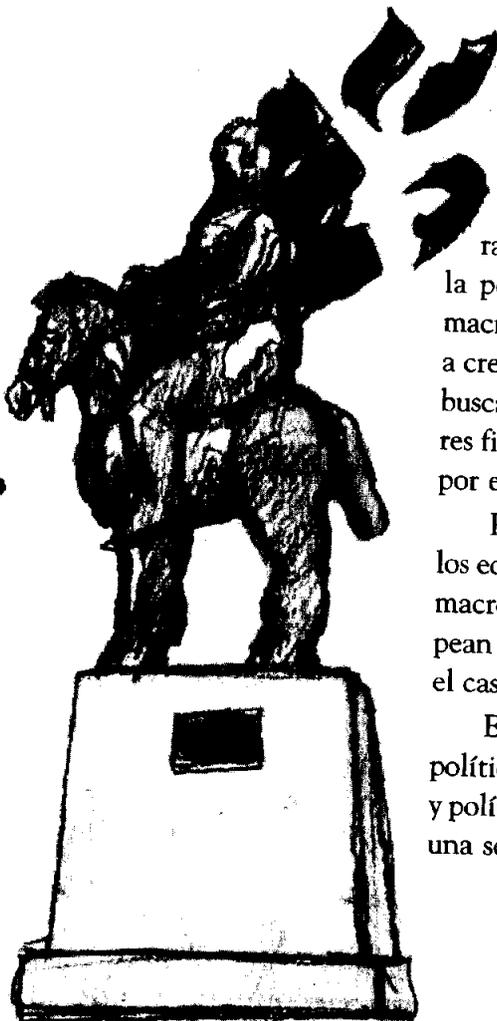
Financiarización: nuevo orden social y político*

César Giraldo

Profesor Asociado
Universidad Nacional de Colombia

El lugar que ocupa la deuda pública y la importancia que tiene en la vida de las naciones pueden comprenderse al trazar un mapa del orden económico que reina en el mundo. El tema de la financiarización entrega varios elementos que permiten construirlo.

* Este artículo hace parte del trabajo de tesis doctoral que realiza el autor bajo la dirección de Pierre Salama.



Financiarización significa que, en el proceso económico, la lógica financiera se sobrepone a la lógica productiva. Es un fenómeno que se puede apreciar desde los puntos de vista cuantitativo y cualitativo. Desde el punto de vista cuantitativo, por el aumento sin precedentes de las transacciones de carácter financiero. Y del cualitativo, por dos razones: de un lado, el comportamiento de las empresas y de los inversionistas se dirige más a buscar rentas financieras, que ganancias en el proceso productivo. De otro, porque la política económica privilegia la obtención de equilibrios macrofinancieros a través de programas de ajuste que se orientan a crear un excedente en la balanza comercial. Con esto último se busca generar las divisas para hacer las transferencias a los acreedores financieros, pero al tiempo se sacrifican otros objetivos, como por ejemplo, el crecimiento económico.

Paradójicamente, es el mismo capital financiero, que reclama los equilibrios macrofinancieros, el que propicia los desequilibrios macroeconómicos, al estimular burbujas especulativas que golpean a los países, con efectos sociales y económicos negativos. Es el caso de América Latina en las dos últimas décadas.

El ascenso del capital financiero como poder económico y político va a la par con la disminución de la soberanía económica y política de los Estados nacionales. Este ascenso se materializa en una serie de reformas institucionales, que se promueven con un

discurso aparentemente tecnocrático, cuyo objeto es esconder la naturaleza política del proceso, al pretender presentar las reformas como un asunto técnico.

En este trabajo destacamos las reformas que tienen que ver con la regulación público-estatal, cuya consecuencia es producir un debilitamiento de los Estados nacionales a través de:

- Privatizar una parte de sus funciones.
- Erosionar su control sobre la emisión monetaria.
- Fortalecer los poderes locales, en detrimento del poder nacional.

El resultado de todo este proceso, para América Latina, ha sido el deterioro de sus condiciones sociales y económicas.

Origen y cantidades

El ascenso del capital financiero como poder económico y político va a la par con la disminución de la soberanía económica y política de los Estados nacionales.

El fenómeno cuantitativo del auge del mercado financiero se ha reseñado en diversos trabajos, entre los que se pueden destacar los de Chesnais (1994, 1996), Guttman (1994, 1996), Salama (1996, 1998), Serfati (1996, 2000) y Plihon (2003). Aquí no se hará una presentación detallada de este aspecto y remitimos al lector a las fuentes citadas e incluso a consultar los materiales de ATTAC

¹ <http://france.attac.org/>

(Association pour la Taxation des Transactions pour l'Aide aux Citoyens), que se consiguen por internet¹. Pero sí destacaremos lo que interesa para el presente trabajo. La dominación del capital financiero está relacionada con la gran masa de recursos que circula en los mercados financieros buscando afanosamente obtener rentas. ¿Cuál es el origen de este fenómeno?

El origen de esa masa financiera tiene que ver con el abandono del régimen de paridades fijas en 1971, también llamado patrón oro-dólar. Dicho régimen fue el que prevaleció a partir del acuerdo de Bretton Woods de 1944. En dicho régimen, la divisa clave era el dólar y la autoridad monetaria estadounidense se obligaba a mantener un tipo de cambio fijo, equivalente a 35 dólares la onza de oro, mientras las demás monedas mantenían un tipo de cambio fijo respecto al dólar. De allí el nombre de *paridades fijas*. Así presenta Aglietta dicho régimen:

Únicamente el dólar podía convertirse en oro. Las otras divisas declaraban su paridad en oro o en dólares, pero era necesario defenderlas contra el dólar en los mercados de cambios. En el sistema de Bretton-Woods, el dólar era directamente la unidad de cuenta internacional (Aglietta 1986, 85).

Dicho sistema le otorgaba a Estados Unidos el poder de compra universal: la divisa estadounidense se aceptaba como moneda de compra en cualquier lugar del mundo. Dicho país contaba con una capacidad de gasto ilimitada (o más bien, limitada por la capacidad de absorción del resto del mundo), porque no tenía res-

tricción monetaria explícita, sólo la convertibilidad del dólar en oro cuando se lo exigiera un banco central de otro país. En efecto, su capacidad de gasto se fue expandiendo y durante los años sesenta presenció un creciente déficit comercial, que se aceleró al final de la década, por las erogaciones que le causaba la guerra de Vietnam. De acuerdo con Aglietta (1986, 92), la salida de divisas en dicha década fue en promedio de tres mil millones de dólares anuales, con una tendencia ascendente al final. En los primeros años, cuando existía superávit (aunque decreciente), la salida de divisas era resultado de la exportación de capitales.

Como consecuencia de la salida de divisas de Estados Unidos, los bancos centrales de los países desarrollados acumularon *stocks* de divisas en dólares y exigieron la conversión de los dólares en oro, lo que produjo una reducción de las reservas en metálico de la nación del Norte. Sin embargo, en 1971, la administración Nixon decidió romper con el compromiso de Bretton Woods de hacer efectivo el respaldo en oro y el sistema colapsó (Cooper 1988, 93). Según Aglietta, esta "decisión norteamericana colocó la historia monetaria sobre tierras vírgenes, al cortar las últimas raíces que unían la moneda al oro y al extirpar el último papel activo que el oro conservaba en los bancos centrales" (1986, 114).

Sin embargo, con la eliminación del patrón oro-dólar, Estados Unidos perdió el monopolio de emisión de divisas internacionales y el mundo cambió el régimen de las paridades fijas por uno de *paridades flexibles*. Si bien el dólar continuó siendo la divisa internacional que concentra la mayor parte de las transacciones financieras, surgieron otras monedas divisas, como el yen, la libra esterlina, el marco alemán. Otro efecto fue que la instauración del régimen de paridades flexibles, al generar incertidumbre en el valor entre las diferentes monedas, condujo al sistema financiero internacional a crear productos financieros dirigidos a administrar el riesgo. Se crearon productos sofisticados indexados a la inflación o a la tasa de cambio. Esto produjo una proliferación importante de nuevas formas monetarias, emitidas por los agentes financieros, que estaban más allá del control del Estado (derivados, futuros, opciones, *swaps*, etcétera). Estas formas terminaron por convertirse, a la postre, en instrumentos especulativos (Salama 1988, 37 y Salama 1996, 224-225)².

Al romperse el régimen de las paridades fijas, la creación de los productos financieros y la emisión de moneda divisa (las dos cosas no son independientes) produjeron un crecimiento extraordinario de los medios de pago, que hizo que la circulación financiera alcanzara un valor desproporcionado con respecto a la circulación de bienes y servicios. Este crecimiento se puede detectar a través de dos mercados:

- El mercado internacional de divisas, en el que las divisas se intercambian entre ellas.
- El mercado internacional de capitales, en el que las diferentes monedas son objeto de operaciones de crédito.

La gran masa de recursos que circula en los mercados financieros busca afanosamente obtener rentas.

² Al funcionar con el sistema de paridades fijas, el patrón oro-dólar hacía que el manejo de la tasa de cambio de los países dependiera en mayor grado del nivel de reservas del banco central, con ajustes en las regulaciones cambiarias y en los principales agregados macroeconómicos. El esquema posterior, que es el vigente, al funcionar con las paridades flexibles, hace que los desajustes se corrijan preferencialmente con financiamiento internacional.

Crece los medios de pago

El mercado de divisas es en principio un mercado interbancario, porque los bancos realizan las operaciones y el 80% lo efectúan 40 establecimientos en las 8 principales plazas financieras del mundo (Plihon 2003, 70). El volumen diario de las transacciones financieras casi se triplicó entre 1989 y 1998, al pasar de 0,6 billones de dólares a 1,5 billones (equivalente al PIB anual de Francia). Es preciso anotar que para el año 2000 se observa una caída del 25%, como resultado de la creación del euro y, en consecuencia, la desaparición de 11 monedas en Europa (véase cuadro 1). El 75% de las transacciones se hace en dólares.

MERCADO DE DIVISAS DIARIO DE LOS PRINCIPALES PAÍSES (Promedio diario, miles de millones de dólares -millardos- de Estados Unidos)

► Fuente: BRI. 1989-1998 tomado de ATTAC (2000), 2000 tomado de Plihon (2003).

† Comprende vacíos estimados en las declaraciones.

	Abril 1989	Abril 1992	Abril 1998	Abril 1999	Abril 2000
Operaciones financieras	600	1500	1500	1125	1125
Operaciones reales	100	100	100	100	100
Total	700	1600	1600	1225	1225

Con todo, en general, el volumen de transacciones de divisas tiende a aumentar y se estima que a 2002, el valor de las mismas fue 60 veces superior al intercambio internacional de bienes y servicios. De manera que por cada 60 dólares que se transan en el mercado de divisas, 59 financian operaciones financieras y sólo uno, operaciones reales. La mayoría de las transacciones en divisas tiene un horizonte muy corto: más del 80% de las transacciones dan lugar a una operación en sentido inverso en menos de una semana. Todo esto permite ver el carácter especulativo de este mercado (Plihon 2003, 71).

En cuanto al mercado internacional de capitales, también se observa un crecimiento alto. Este mercado se organiza en tres compartimientos:

- Los préstamos bancarios internacionales.
- Las obligaciones internacionales (títulos).
- Los instrumentos monetarios.

Entre 1985 y 2002, los préstamos se multiplicaron por diez: pasaron de 1,2 billones de dólares a 12,7, y las obligaciones (títulos) se multiplicaron por 15, al pasar de 0,6 billones de dólares a 8,8 (véase cuadro 2) (Plihon 2003, 71). Se observa un desarrollo más rápido del mercado de los títulos que del mercado bancario.

Los principales prestatarios son las empresas, los bancos multinacionales y los Estados. Estos últimos cumplen un papel muy activo en el mercado de los títulos para financiar el déficit público. Del lado de los prestamistas, el rol más importante

FINANCIAMIENTO INTERNACIONAL. Monto en millardos^a (miles de millones) de dólares

► Fuente: Banque des Règlements
Internationaux. Tomado de Plihon
(2003, 72).

a: Neto de reembolsos.

b: De los países declarantes al BRI,
neto de operaciones interbancarias.

Cuadro 2

lo desempeñan los bancos y los inversores institucionales. Se destaca la fuerte presencia de tales inversores en el mercado de títulos, entre los que sobresalen los fondos de pensiones. Los activos financieros administrados por los inversores son de gran magnitud: se calcula que en 1998 el monto ascendía a 30 billones de dólares, valor superior al PIB de los principales países industrializados (Plihon 2003, 72-73).

A prestar

La enorme oferta de recursos financieros le genera a los mercados financieros internacionales la necesidad de colocarlos. Al respecto, Aglietta señalaba en 1986 que *"el financiamiento por parte del sistema bancario de los déficit de todo el mundo y toda fuga de capitales en cualquier país se convierten en un factor de expansión de la liquidez internacional que viene a concentrarse en las manos de algunos acreedores"* (1986, 117-118).

Al comienzo, durante la década del 70 y comienzos de la del 80, los recursos fluyeron mediante la forma de créditos bancarios. Una parte de ellos fue a parar a los países menos desarrollados, hasta que se produjo la crisis de la deuda externa de 1982. Posteriormente, los inversores de los países del centro (fondos de pensiones, aseguradoras, trusts de inversiones y directamente las tesorerías de las empresas) fueron sustituyendo a los bancos en la colocación de fondos (Martínez 1996, 85, 87). El crecimiento de estos inversores institucionales estuvo atado también al desarrollo de los mercados de capital, que generaron una profusión de instrumentos financieros, cuyo objeto inicial fue asegurar los riesgos cambiarios y financieros, pero luego se convirtieron en fuente de especulación financiera, como ya lo había señalado Salama (1988, 36-38).

Cambian los reguladores

Según Aglietta (2000), en el esquema anterior a 1971, el de las paridades fijas, el manejo de las reservas en divisas era función de los gobiernos. Había reglas estrictas, control de los movimientos de capitales y financiamiento de los déficit con reservas oficiales del Banco Central, a un tipo de cambio fijo. Con el desmonte del control de cambios y la adopción de los tipos de cambios flexibles, a partir de 1971, se liberó el flujo internacional de capitales y los mercados financieros

Los mercados financieros son la figura más poderosa de la opinión global, hasta el punto de tener la capacidad de desestabilizar una economía.

Los fondos de pensiones se convirtieron en el principal comprador de bonos de deuda pública.

comenzaron a regular el movimiento de divisas. Los déficit gemelos (fiscal y de cuenta corriente) pasaron a ser financiados por el crédito internacional de los bancos y los mercados de títulos. El financiamiento de las economías nacionales empezó a depender de la inestable opinión de los inversores financieros con respecto a la sostenibilidad de las obligaciones financieras externas.

Dice Lordon (1997, 20-22) que los mercados financieros son la figura más poderosa de la opinión global, hasta el punto de tener la capacidad de desestabilizar una economía. Cuando la finanza opina que una política "no es buena", expresa su desacuerdo a través de la tasa de interés y la tasa de cambio, lo que llevará a dicha política a su fracaso, de manera que autovalida su opinión inicial. Tal autovalidación hace que la política económica sea prisionera de la opinión incierta de los mercados financieros y que esté por tanto sujeta a la indeterminación.

Otros cambios

Conviene destacar tres elementos del proceso:

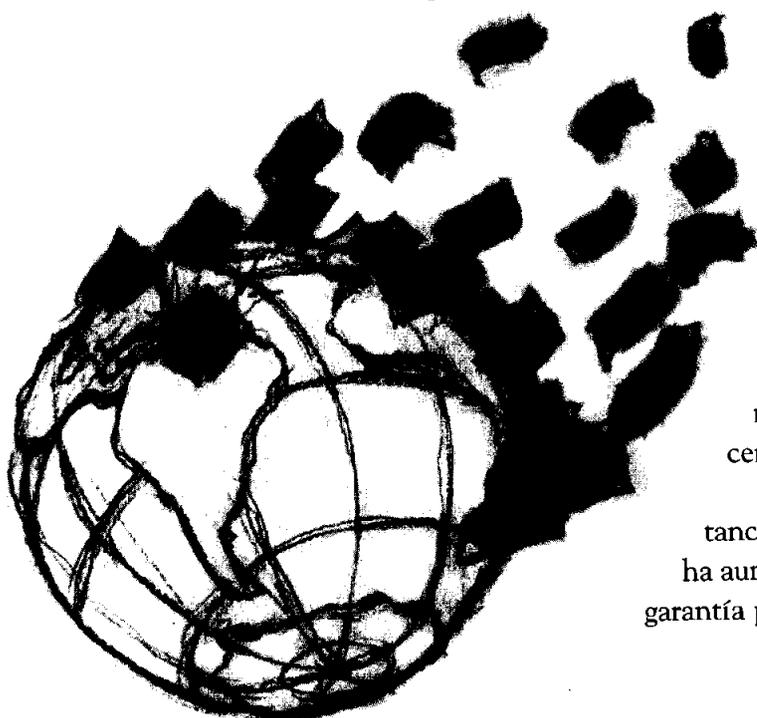
- El control de los mercados financieros es manejado cada vez menos por un sistema jerarquizado de bancos y cada vez más por un sistema descentralizado, administrado por operadores financieros (Aglietta y Cartelier 2002, 244-245).
- Proliferan monedas de origen privado.
- Los bonos de deuda pública desempeñan un papel creciente en los mercados de capitales.

Estos tres elementos incidieron en el financiamiento de los Estados. Los Estados debieron emitir bonos de deuda pública para financiar sus déficit, ya que los agentes prefirieron poner sus ahorros en títulos de rentabilidad más elevada que la de los depósitos en bancos y la de las cajas de ahorro. Para el caso de las economías emer-

gentes, los papeles del Estado debieron emitirse con tasas de interés indexadas, que compitieran con la rentabilidad de los demás papeles financieros (Salama 1996, 224-225).

A su vez, los fondos de pensiones se convirtieron en el principal comprador (aunque no el único) de tales bonos, que se convirtieron en el principal instrumento individual de especulación de los mercados. De acuerdo con Chesnais (1996), los bonos constituyen la *espiná dorsal* de los mercados financieros: en estos papeles estaba depositado en 1994 cerca del 30% de los activos financieros mundiales.

Con cifras más recientes, se puede ver que la importancia de los bonos públicos en los mercados de capitales ha aumentado. En lo que corresponde a deuda pública o con garantía pública, tales bonos pasaron de representar menos del

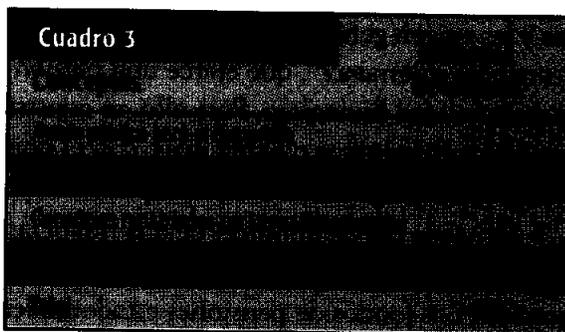


10% de los activos de los acreedores privados externos entre 1972 y 1989, a ser aproximadamente el 65% en el 2002. Respecto a los bonos de deuda pública interna, se puede ver en el caso de las llamadas economías emergentes un crecimiento acelerado de la deuda pública interna (expresada prácticamente en su totalidad en bonos), a partir de 1999; en 2001, esta deuda ya representaba el 60% del total de la deuda pública de estos países y superaba a la deuda externa pública, también alta en este tipo de economías. Las cifras presentadas nos permiten constatar que los bonos de deuda pública desempeñan un rol muy importante en el desarrollo de los mercados financieros.

Un elemento final, que debe tenerse en cuenta, es que todo el proceso ha generado una relación asimétrica entre los países desarrollados y los que no lo son. El balance entre los dos grupos es de una transferencia neta de recursos financieros de los segundos hacia los primeros, que en el año 2001 alcanzó el valor de 333 millones de dólares (cuadro 3).

Los recursos financieros se reinvierten en actividades financieras, como si lo financiero produjera beneficios en sí mismo. "El dinero parece entonces engendrar dinero"

TRANSFERENCIAS FINANCIERAS NETAS DEL CONJUNTO DE PAÍSES EN DESARROLLO EN EL 2001



► Fuente: Banco Mundial, Global Development Finance 2002. PNUD, Rapport mondial sur le développement humain 2002. Tomado de Millet y Toussaint (2002, 102).

Esa asimetría refuerza la desigualdad entre los países más pobres y los más desarrollados. Mientras que en 1980 los 1.300 millones de habitantes de los países más pobres eran 22 veces menos ricos que los de Estados Unidos, en el 2000, lo eran 86 veces. Al tomar el PIB por habitante en el mundo igual a 100 en 1980 y comparar dicho año con 1999, mientras Estados Unidos ha crecido de 482 a 637, y los países de renta alta, de 406 a 526, los países de renta baja han disminuido de 13 a 8, y los renta media de 83 a 40³ (Torres 2003, 323).

³ De acuerdo con la clasificación del Banco Mundial.

Aspectos cualitativos

Las cifras mostradas atrás señalan un auge de la actividad financiera, que supera en valor varias veces a la economía real. Los inversores institucionales reciben el dinero para comprar otro dinero, obtienen un rendimiento financiero, como por arte de

⁴ Las traducciones de todas las citas son hechas por el autor.

magia. Los recursos financieros se reinvierten en actividades financieras, como si lo financiero produjera beneficios en sí mismo. “El dinero parece entonces engendrar dinero”⁴ dice Salama (1998, 70).

Tales inversores ejecutan cada vez menos la tarea tradicional de recibir recursos para financiar inversiones reales. “Ya no operan cambiando el papel por mercancías, sino papel por papel” (Torres 2003, 310). Para tales inversionistas, su negocio reside en vender cuanto antes los títulos que reciben y obtener la ganancia más elevada posible. Tales títulos, que son activos financieros de los inversores institucionales, son, por otro lado, pasivos financieros de las empresas, los gobiernos y las familias, cuyo comportamiento se afecta.

Hablaremos a continuación de los dos primeros (empresas y gobiernos). Luego señalaremos que la concentración de los recursos en las actividades financieras hace que esos recursos dejen de destinarse a las inversiones productivas, lo que debe redundar en un deterioro de la productividad, pero ese deterioro no se ha observado.

Rediseño de las empresas

Empezando por las empresas, tales inversores son sus acreedores. Toman la forma de propietarios de acciones o títulos emitidos por ellas, o directamente, de prestamistas y les exigen generar el mayor beneficio inmediato posible. Crean una especie de “corporate governance”, que ejerce una presión “impersonal” con el fin de aumentar la rentabilidad financiera. Para ello, se construye un cuerpo de reglas y se adoptan contratos (implícitos o explícitos), con el objeto de alinear el comportamiento de la dirección empresarial a este propósito.

Se puede hablar entonces de una financiarización de las empresas, en el sentido de que se rediseña su organización interna según las demandas de la rentabilidad bursátil. Los fondos de pensiones estadounidenses son los que más han entrado en esta dinámica de exigirle rentabilidad financiera a las empresas (Torres 2003, 310-311, Orléan 1999, 216-220).

Para garantizar la rentabilidad que se les exige, las empresas deben aplicar políticas de *downsizing*, cuyo objeto es reducir costos. Se hace sobre la base de la contracción de la empresa (simplificación de la estructura, reducción de niveles), el licenciamiento de trabajadores y la moderación de los salarios, pero también, de la intensificación del trabajo, la flexibilización de los estatus, la reorganización productiva, la deslocalización, etcétera. El poder financiero (accionistas, poseedores de títulos, acreedores) reclama una especie de *revenu minimum garanti du capital* y ello implica la exclusión de los asalariados de una parte del valor agregado (Lordon 2000, 10-11).

Se presiona a las empresas a generar ganancias. La norma actual es de una rentabilidad mínima del 15% sobre fondos propios, que exigen los administradores de los fondos. Esto incluso lleva a las empresas a prácticas financieras particulares para garantizar tal rentabilidad, como el *efecto palanca*, que consiste en aumentar el endeudamiento para subir el capital propio⁵ (Lordon 2000, 10-11, 39-54).

⁵ Capital propio: capital total menos pasivos (entre los que se incluyen las deudas). Así, en la relación beneficios sobre capital propio, la relación aumenta al disminuir el denominador, porque un aumento de la deuda disminuye el valor del capital propio.

Los inversionistas financieros también obligan a las empresas a suspender sus políticas de diversificación (por ejemplo, integrar el negocio de la farmacia con la química). Esas políticas dificultarían la posibilidad de trasladar y volver líquidos los portafolios financieros y accionarios, ya que la lógica industrial en este caso entraría la lógica financiera. Esto es lo que se llama *efecto spin-off*. Otro efecto que se genera es el de la *thésaurisation* de las empresas. Consiste en que los directores financieros prefieren colocar en los mercados financieros sus excedentes de tesorería, a reinvertir en modernización y reposición de la capacidad productiva. Lo que se busca es participar en la repartición de las rentas, más que generar una ganancia en el proceso productivo (Guttman 1996, 61, 75-76).

Gobiernos y bonos

En el caso de los gobiernos, los acreedores de la deuda pública exigen aumentos de impuestos y recortes de los gastos, para garantizar el cobro de las acreencias. Se exige el cambio de la legislación fiscal-financiera, de tal forma que se fuerza a los gobiernos a endeudarse en los mercados de capitales y a no acudir a los recursos del banco central⁶. El gobierno se endeuda a través de la emisión de bonos de deuda pública, que se convierten en el principal papel de los mercados de capital, en donde existe un gran apetito por este tipo de títulos, por supuesto bajo riesgo⁷.

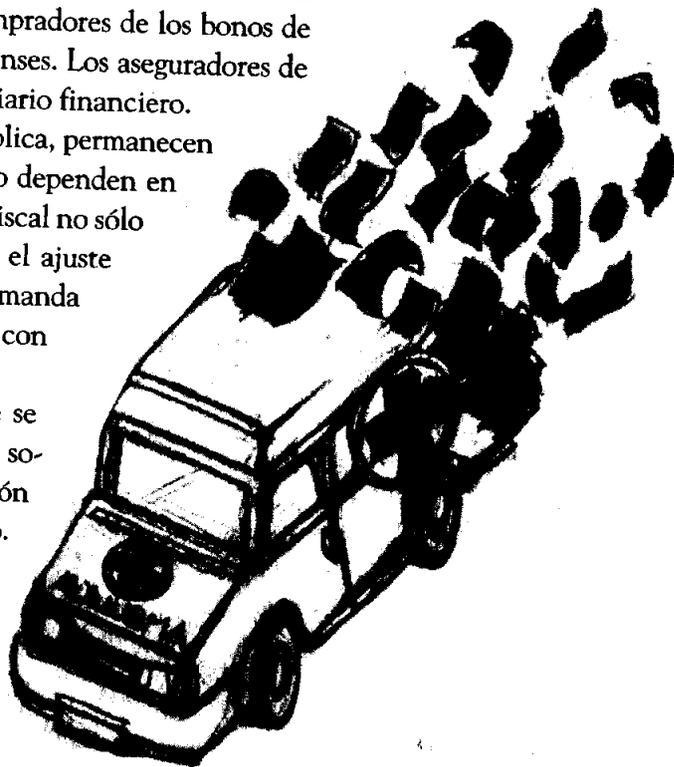
También se exige pasar a la intermediación financiera la provisión de los bienes sociales, tradicionalmente provistos por el Estado. La principal reforma es la privatización de la seguridad social, a través de regímenes pensionales basados en la capitalización individual (fondos privados de pensiones) y de los seguros privados de salud. Los fondos de pensiones se convierten en los principales inversionistas en títulos financieros y, en particular, en los principales compradores de los bonos de deuda pública, como es el caso de los fondos estadounidenses. Los aseguradores de salud también se constituyen en un importante intermediario financiero.

Los mercados financieros, poseedores de la deuda pública, permanecen muy atentos al manejo fiscal de los países, porque de ello dependen en gran parte sus rentas. Pero además, imponen la disciplina fiscal no sólo para garantizar el pago de la deuda pública, sino porque el ajuste fiscal se inscribe en una política orientada a debilitar la demanda interna, aumentar de esta forma el excedente exportable y con ello también, las divisas para pagar las rentas financieras.

Lo anterior implica eliminar todos los subsidios que se dirigen al sector privado, aumentar los cargos que recaen sobre el consumo, como el IVA, a lo que se suma la flexibilización del régimen salarial, para debilitar los ingresos del trabajo. Se trata de buscar un superávit en la cuenta comercial, vía contracción de la demanda interna, para generar las divi-

⁶ Al no existir la posibilidad de creación de base monetaria a través del crédito del Banco Central, la base monetaria que existe se genera a través de la monetización de las reservas monetarias del país. De manera que existe un **respaldo en reservas internacionales de la masa monetaria** existente. Esto es lo que se llama el "**ancla cambiaria**" de la moneda. El **régimen monetario** corresponde a un **patrón divisa**, que es una especie de **patrón oro**. El caso más extremo fue el Plan de Convertibilidad argentino, el cual supone una paridad peso-dólar. Pero existe un paso adicional, que es el de la **dolarización**, que consiste en eliminar completamente de la circulación la moneda nacional e instaurar oficialmente el dólar como moneda nacional, como se ha dado en varios países de América Latina.

⁷ Supuesto, porque en el caso de las economías emergentes, cuando estas caen en crisis financieras sus bonos gubernamentales se deprecian, como fue el caso de Argentina en los comienzos del siglo XXI.



sas que garanticen el pago de las rentas financieras (Lordon 1997, 124), lo que tiene un efecto depresivo sobre la economía (Salama 2001, 1).

Los grandes favorecidos

A los mercados financieros se les asigna la función de vigilancia de la política económica. Se establece así un compromiso entre la política y la finanza. Sin embargo, dado que el Estado es el deudor y los mercados financieros los acreedores, hay implícita una subordinación de las autoridades gubernamentales a los dictados de los mercados financieros. Y estos mercados, al ser los poseedores de activos financieros, se vuelven los guardianes de las políticas antiinflacionarias (Lordon 1997, 122).

Estas políticas favorecen a los poseedores de títulos financieros, por dos razones:

- Porque disminuir la inflación significa por definición aumentar el valor real de los activos financieros, con sus correspondientes rentas financieras.
- Porque las políticas antiinflacionarias producen por lo general elevados tipos de interés real.

A los mercados financieros se les asigna la función de vigilancia de la política económica. Se establece así un compromiso entre la política y la finanza.

Por eso, para dicho capital se vuelve clave que institucionalmente se mantenga la equivalencia monetaria, que la moneda conserve su capacidad de compra y que el sistema de activos financieros y pasivos no tenga dificultades para saldarse (Aglietta y Cartelier 1998, 138-139). Aunque paradójicamente, el comportamiento de dicho capital atenta contra estos principios.

Las políticas antiinflacionarias contienen una combinación de reducción de la demanda agregada (para bajar la inflación por esta vía) y apertura de los mercados financieros (con el objeto de facilitar la obtención de rentas financieras). Estas políticas deprimen la inversión productiva y el crédito destinado a financiar la economía real e imponen reducciones salariales (Torres 2003, 315, 317). De acuerdo con Thérét (1992), se crea un régimen "liberal-rentista", que también predominó en el siglo XIX. En él se desarrolla un compromiso entre los financiadores del Estado (rentistas), que sólo aceptan financiar la deuda pública a cambio de un compromiso de estabilidad macroeconómica (Lordon 1997, 123).

Este tipo de políticas se ha llamado desinflación competitiva (*désinflation compétitive*). La proclamación de la lucha contra la inflación como objetivo central de la política económica y la satanización del financiamiento monetario del déficit público conduce a un crecimiento de los préstamos que demanda el sector público. Al privilegiar el financiamiento no monetario del Estado, se necesita crear mercados financieros profundos y líquidos que permitan la negociabilidad y la liquidez de los títulos de deuda pública, de tal forma que puedan negociarse en las mejores condiciones de reversibilidad para los inversionistas (Lordon 1997, 93, 122).

Como dice Lordon (1997, 123), la titularización y negociabilidad de los mercados financieros profundos y líquidos permite a los tenedores de activos tener una reacción rápida (casi instantánea), que pone en entredicho la credibilidad de los gobiernos para mantener sus compromisos de estabilidad nominal, preservación de la solvencia pública y restauración de la rentabilidad. Ningún banco central puede contrarrestar la magnitud de las masas financieras que pueden movilizarse contra la confianza de un gobierno. Eso expone a los gobiernos a ser fuertemente penalizados en términos de prima de riesgo (*spread* sobre la tasa de interés en los mercados internacionales) o devaluación. Y añade Lordon que los intereses de los rentistas son “entonces dejar (a los gobiernos) a la vigilancia de los agentes financieros que utilizan a fondo la asimetría del poder que les confiere el período actual” (1997, 123).

El propósito es que las autoridades monetarias no interfieran en la libre circulación de los flujos financieros y la correspondiente extracción de rentas.

Los Estados nacionales se encuentran maniatados a la consecución de los equilibrios macroeconómicos. Mientras que por un lado existe libertad absoluta en los movimientos de capitales, por el otro, los gobiernos carecen de capacidad para escapar de la voluntad de tales capitales, que se desenvuelven a escala internacional, salvo parcialmente Estados Unidos (Torres 2003, 326). Se crea una “dictadura de los acreedores” (Aglietta y Cartelier 1998, 244). Esta dictadura no sólo se ejerce a través de la injerencia en las decisiones de las empresas privadas y de los gobiernos. También se utiliza para inducir cambios en la regulación financiera y fiscal, con el objeto de hacerla más favorable a los intereses de los rentistas financieros, tal como se acaba de exponer.

Para la Escuela Francesa de la Regulación, esa dictadura significa que se presenta un cambio en la relación dominante, según el cual la relación salarial se va sustituyendo por la monetario-financiera (Boyer 1999, 37). Dicha escuela señala que el ascenso de la relación monetario-financiera como dominante viene aparejado de nuevos principios de regulación. Boyer señala estos principios (54-55), a los que adicionamos nuestra interpretación:

- **La propiedad pública de ciertas empresas debe pasar a una serie de contratos “principal-agente”.** El objetivo es que las diferentes instituciones pasen al control directo de la autoridad fiscal (ministro de Hacienda, de Finanzas o su equivalente) y por esta vía se administren en función de los resultados financieros. Con ello se les desliga del proceso político tradicional, que implica la intervención de diferentes actores sociales, económicos y políticos a través de los ministerios sectoriales o los gobiernos locales.
- **La política monetaria debe perder todo carácter discrecional y obedecer a reglas preestablecidas.** El propósito es que las autoridades monetarias no interfieran en la libre circulación de los flujos financieros y la correspondiente extracción de rentas, aunque en casos de crisis, las autoridades si deben intervenir en operaciones de salvamento financiero, para socializar las pérdidas.

■ *Privatizar los servicios públicos y/o someterlos a la competencia de mercado, con el objeto de que los ciudadanos puedan revelar sus preferencias.* Los precios se constituirían en la expresión de la justicia social, porque recompensarían “a cada uno según su contribución”. Esto es lo que permite justificar la provisión privada de los servicios públicos y los servicios sociales en general y hace parte de la construcción de un discurso ideológico que busca neutralizar la reacción de los asalariados ante el desmonte de los derechos sociales (véase también Boyer 1999, 38).

⁸ Otro principio presentado por Boyer (1999, 55) es reemplazar los institutos de investigación pública por subvenciones a la investigación y desarrollo privados.

■ A los principios señalados por Boyer⁸, agregamos el que menciona Aglietta (2000): los gobiernos se deben financiar con medios no inflacionarios, para proteger el valor de los activos financieros y para promover la expedición de títulos de deuda pública, muy atractivos para los ahorristas.

Crece la productividad

Esos principios, preconizados por quienes defienden la liberación financiera, se basan en el argumento de que los mercados financieros estimulan la canalización del ahorro hacia las empresas y los gobiernos que necesitan financiamiento. Argumentan que la finanza de mercado permite mutualizar los riesgos entre una muchedumbre de actores, al garantizar una evaluación confiable de la rentabilidad de los proyectos económicos y el financiamiento de la innovación, clave para el crecimiento (Amiech 2003, 32). La liberación financiera implícita en estas reformas, en opinión de sus promotores, debería favorecer la inversión productiva, repartir el riesgo a través de los mercados de derivados y promover la estabilidad del proceso de crecimiento, gracias a la especulación (Boyer 1999, 5).

Estos argumentos se extienden a escala mundial, en el discurso de la globalización. De un lado, los movimientos de capitales financieros permitirían una redistribución del ahorro a escala mundial. Del otro, este tipo de financiamiento de la economía mundial sería la forma óptima de distribuir los capitales en el mundo. Los capitales irían donde las utilidades descontadas fueran las más elevadas, hacia los países donde las inversiones crearán el máximo de nueva riqueza. Es por esto que los defensores del modelo, entre ellos el FMI y el Banco Mundial⁹, señalan que las reglamentaciones nacionales a los movimientos de capitales frenan la inversión y el crecimiento (Kremp 2003, 93).

⁹ Hoy día aceptan ciertos controles a los movimientos de capitales financieros, bajo el principio que de todas maneras tales mercados permanezcan abiertos.

Sin embargo, los resultados han sido exactamente los contrarios a los anunciados. La posibilidad de riesgo sistémico se ha ampliado y el poder de la especulación ha subvertido las capacidades del crecimiento, tal como se observó en el sudeste asiático en 1997. Lo que se observa es un aumento del consumo de los grupos más favorecidos, en vez de un fortalecimiento de la inversión, fenómeno que se ha presentado claramente en América Latina (Boyer 1999, 55).

Es necesario precisar que los protagonistas de los mercados financieros no son una multitud de pequeños ahorradores que buscan depósitos seguros, razonablemente remunerados, sino que se trata de inversores institucionales que compiten

entre ellos por obtener el mayor rendimiento posible. Son fondos de pensiones, fondos comunes de depósitos (tales como las compañías de seguros de vida), fondos de *performance*. Su poder sobre los mercados viene de concentrar el ahorro de los hogares (Amiech 2003, 36).

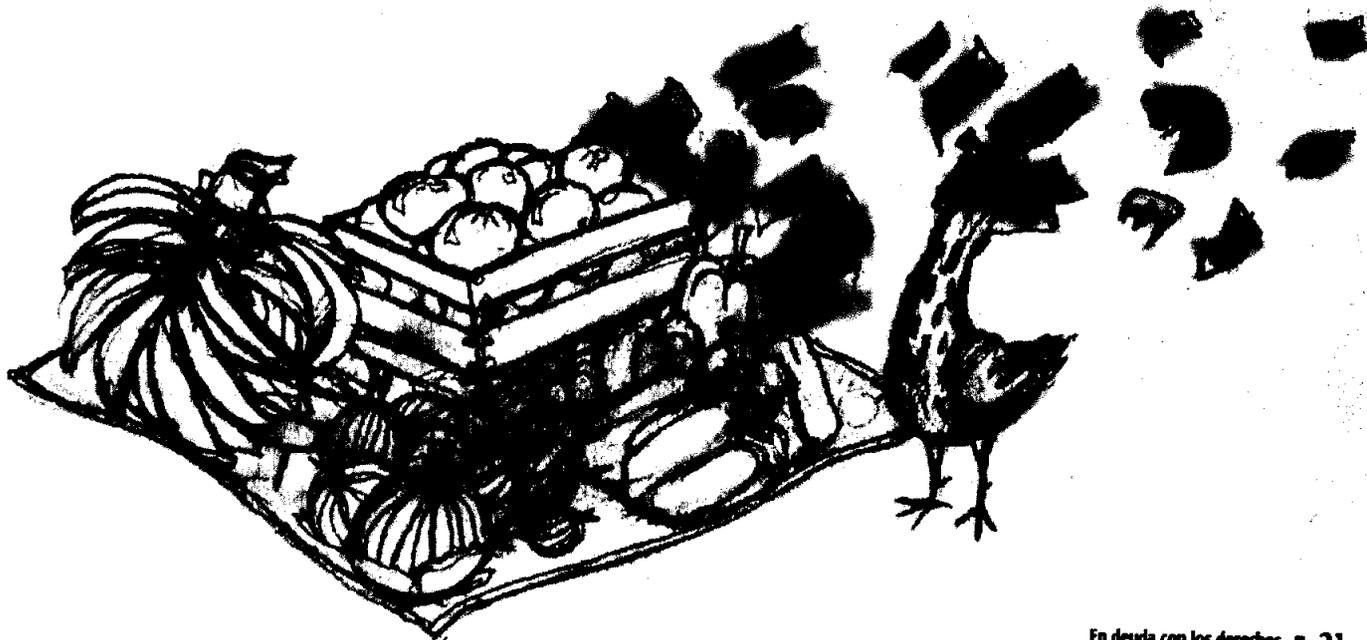
Los actores de la finanza no están en el mercado para evaluar allí las perspectivas objetivas de ganancia de las diferentes empresas y seleccionar prudentemente los proyectos económicos más prometedores. Están para exigir una rentabilidad financiera elevada de las empresas en las que tienen capital, cualquiera sean las consecuencias sobre las otras variables económicas. Esta obsesión por la rentabilidad tiene por efecto desconectar la esfera financiera de las necesidades de la economía real (Amiech 2003, 36-37).

De acuerdo con eso, se podría concluir que la financiarización implica en teoría que los recursos destinados a inversión se reducirían, porque el ahorro se destinaría a la especulación financiera (Salama 1996). A consecuencia de ello, se presentaría una desaceleración en el crecimiento de la productividad, de tal manera que el aumento de la ganancia que puede trasladarse hacia la renta financiera debe conseguirse a través de una reducción de los salarios y/o un aumento de la jornada de trabajo, para aumentar el trabajo no pago, lo que propiciaría un aumento de la plusvalía absoluta.

Si bien esto es cierto, y más adelante se mostrará cómo sí se observa un deterioro en los ingresos del trabajo, el proceso es más complejo, porque también se observan aumentos de la productividad, lo cual ha permitido que la renta financiera aumente sin cesar y pueda soportarla el aparato productivo. En estos aumentos inciden varios factores, entre los que podemos destacar tres:

- Cambios microeconómicos en el corazón de las empresas: cambios organizacionales y por tanto de las relaciones políticas, que permiten introducir tales cambios (Chesnais 2001, 57). En particular, se deben destacar los cambios

Lo que se observa es un aumento del consumo de los grupos más favorecidos, en vez de un fortalecimiento de la inversión, fenómeno que se ha presentado claramente en América Latina.



en la organización del trabajo, que permiten obtener ganancias en reducción de tiempos muertos, producción *just on time* (*stocks cero*), mayor flexibilidad, intensificación del ritmo.

- La informática y las telecomunicaciones han traído un cambio tecnológico, que ha permitido aumentar la productividad, al automatizar y descentralizar los procesos productivos (Chesnais 2001, 54).

- No es válido el argumento de que se debe aumentar el ahorro para aumentar la inversión, porque esta también se puede financiar mediante la emisión del crédito y en gran parte así ha ocurrido (Salama 1996, 218-220).

Este último argumento se ha utilizado para justificar el ajuste fiscal y la creación de los fondos privados de pensiones (pues canalizarían el ahorro de los trabajadores); sin embargo, es un argumento que no sólo no pasa la prueba empírica, sino que además la causalidad tiende a ser inversa (es la inversión la que jalona el ahorro), como lo han señalado los primeros trabajos keynesianos (Amiech 2003, 33). Como dice Salama,



la inversión no es entonces limitada por el ahorro existente, sino por la insuficiencia del crédito (...) los créditos crean los depósitos, de tal suerte que, cuando un banco financia un proyecto de inversión, participa en la creación de un nuevo depósito (1996, 220).

De esa forma, se encadenan los planes de financiamiento que anticipan ahorro futuro.

Puntales

En lo dicho hasta aquí, existen dos elementos institucionales en la financiarización:

- El papel de los fondos de pensiones. Dado su doble carácter de desempeñar un rol activo en la financiarización y de ser instituciones centrales en la política social, adquieren importancia en el debate político en América Latina.
- El segundo elemento son los grupos económicos. Ellos se constituyen en la principal forma de organización del capital y se convierten en el principal eslabón interno de las reformas en la región.

Principales inversionistas

Como lo señalamos atrás, los fondos privados de pensiones se han constituido en uno de los actores institucionales más importantes en los mercados de capitales, al ser los principales inversionistas financieros. Los fondos estadounidenses han jalonado este proceso. El origen de tales fondos está en los planes de retiro de las empresas, creados antes de la Segunda Guerra Mundial y que entraron en crisis a comienzos de los 70.

Señala Lordon (2000, 34-35) que tales planes tenían prestaciones definidas y eran manejados por los empleadores. Su diseño inicial respondía a la necesidad de generar una mayor fidelidad del trabajador hacia la empresa y también se convirtieron en un mecanismo de descuentos tributarios. La reestructuración de las empresas en los 70 las llevó al licenciamiento de trabajadores y a dejar sus tareas de protección social. La empresa perdió su carácter de "empresa providencia" y el manejo de las pensiones pasó a una fórmula de pensión individualizada, en la que las cotizaciones se llevan a una cuenta personal asociada a cada asalariado y que es transferible de un empleador a otro.

De ahí surgen los fondos de pensiones y los fondos mutuales, que fueron objeto de una reglamentación en 1974¹⁰. Tal reglamentación definió el interés de los asalariados y pensionados como cotizantes individuales, cuyo beneficio pasaba a depender de una buena gestión financiera. Un nuevo régimen en 1981 incitó a trasladar los antiguos planes de empleadores de prestaciones definidas, hacia planes individualizados, completamente separados de las empresas.

Esta obsesión por la rentabilidad tiene por efecto desconectar la esfera financiera de las necesidades de la economía real.

¹⁰ Employees' Retirement Security Act (ERISA).

Se crea así un excelente terreno para los intermediarios financieros, que recibieron la gestión delegada de múltiples planes, y para los fondos. Estos últimos quedaron concentrados en un pequeño grupo de agentes, que constituyeron portafolios en la medida en que se fueron desreglamentando los mercados financieros. Este hecho se tradujo en un cambio en la naturaleza económica de los fondos, que pasaron de ser instituciones que manejaban modestas tasas de ahorro, a ser instituciones centrales del capital financiero, de propiedad privada, y toman, por tanto, el primer lugar dentro de la caracterización de "capital especulativo" (Chesnais 1996, 27).

La presencia de los fondos de pensiones en el corazón de la economía estadounidense ha permitido la reconquista del control de las empresas por parte de los propietarios del capital (inversionistas financieros, accionistas o acreedores), largamente relegados por los administradores. Este hecho le permite afirmar a Lordon que la economía de Estados Unidos "ofrece ya el aspecto de un régimen financiarizado maduro y el tipo de efectos que allí producen los grandes organismos administradores del ahorro colectivo son visibles de manera casi cotidiana" (2000, 9).

La caracterización económica de los fondos de pensiones es compleja. De un lado, ellos resultan de la acumulación de cotizaciones definidas sobre la base de salarios, que tienen por objeto garantizar al cotizante una pensión regular y estable hacia el futuro. Se trata de arreglos institucionales que centralizan los recursos bajo formas de regímenes privados obligatorios, cuya base inicial es el salario. Por otro lado, el monto de ahorro y cotizaciones acumuladas permite a los fondos actuar como instituciones financieras no bancarias, en las que el objetivo es maximizar el rendimiento del capital invertido. Esto genera intereses opuestos entre los asalariados, quienes desean salarios altos, más empleo, bajos intereses, y los pensionados, que desean intereses y ganancias altas, lo que hace oscuro el pacto social entre generaciones (Laguérodie 2003, 178-179).

Se presenta otro conflicto de intereses: entre los trabajadores, que esperan la estabilidad de su ahorro en el largo plazo, y los inversores, que esperan beneficios en el corto plazo (Lo Vuolo 2001, 95-96). Y en aras de privilegiar la rentabilidad financiera en el corto plazo, el manejo de los Fondos se puede prestar para operaciones que benefician a los administradores de los mismos (integrados a grupos financieros) y no necesariamente a los trabajadores. Hay que tener en cuenta que los trabajadores no tienen incidencia en el manejo de tales fondos.

Boyer (2000, 53-56) señala que existe una gran presión para adoptar Fondos de Pensiones. Resalta en este sentido el papel que ejercen el Banco Mundial y la OCDE, y el efecto demostración que los fondos de pensiones estadounidenses producen sobre los mercados financieros¹¹.

Nos recuerda Boyer (2000, 56) cómo el Conseil d'Analyse Economique de Francia presentaba la posibilidad de un retiro flexible y voluntario *à la carte*, con la condición de completa neutralidad actuarial, lo cual facilitaría la absorción del choque demográfico. A ello se suma lo siguiente:

¹¹ El artículo de Boyer se refiere al caso de Francia, sin embargo, sus conclusiones se pueden generalizar.

- La opinión de algunos "expertos" de la no sostenibilidad del sistema vigente (sistemas de reparto), por los desbalances demográficos y financieros.

- La rentabilidad de los sistemas de capitalización es superior al aumento de la productividad del trabajo.

- La opinión de izquierdistas acerca de que los fondos pueden ser un mecanismo para darle poder a los trabajadores (una especie de transición suave del capitalismo financiero, al socialismo). Al respecto, hay que tener en cuenta que los fondos luchan por el aumento de la rentabilidad a través de bajar la participación de los salarios en el valor agregado y luchan por la vigencia de la economía de mercado, en especial, de los mercados financieros.

- Finalmente, los mismos expertos indican que la pensión debe depender del ahorro que cada individuo haga a través de su vida laboral, ahorro que debe delegar a especialistas financieros (para eso son los fondos), con el propósito de construir su propia pensión, a través del uso adecuado de los mercados financieros (Boyer 2000, 55-56).

Aquí no se va a entrar en la discusión de tales argumentos. Se debe resaltar que los fondos generan efectos macroeconómicos adicionales (a los propios de la lógica especulativa), a través de su influencia en el comportamiento de las familias. Tales fondos han afectado ese comportamiento, que se ha ido generalizando a otras regiones del mundo, en la medida en que se extienden los sistemas de capitalización individual.

El envejecimiento de la población ha estimulado a los hogares a acumular una riqueza financiera creciente en proporción de su ingreso disponible (Aglietta y Cartelier, 244). La propiedad salarial toma hoy en día un carácter financiero que nada tiene que ver con el contrato social de asistencia recíproca entre los ciudadanos. Se crea un *efecto riqueza* en los trabajadores que hace que muchos apoyen las reformas (Friot 1998, 25-26).

Nos indica Lordon (2000, 69-72) que en 1999 el 25% del ingreso de las familias estadounidenses era de carácter financiero, lo que ha permitido sustituir los aumentos de salario directo que se darían en una situación normal de tensión del mercado de trabajo. El encadenamiento de los hogares a los activos financieros crea un efecto riqueza que se refleja en un aumento en el consumo, pero que se puede revertir en una situación de deterioro financiero. Esto llevaría a la transmisión de los efectos sobre la economía real, mediante una contracción de la demanda final. De manera que una crisis financiera no afecta solamente a los profesionales de las finanzas, sino también a los hogares. Tales profesionales se encontrarían con la incapacidad de pagar las deudas adquiridas con objeto de la especulación. La degradación financiera llevaría a los bancos a una contracción de los créditos que puede ser

La propiedad salarial toma hoy en día un carácter financiero que nada tiene que ver con el contrato social de asistencia recíproca entre los ciudadanos.

Los grupos económicos se constituyen en los principales eslabones internos que apoyan las reformas en América Latina.

severa (*credit crunch*) y ello sucede cuando los agentes tienen la mayor necesidad de liquidez, agentes que necesitan créditos antes de tener que caer en la liquidación de sus portafolios a menor valor. La implicación financiera creciente de los hogares cuya demanda resulta siendo afectada por la suerte de los mercados financieros, lleva a que un *crack* financiero pueda tener efectos multiplicadores serios en la esfera real.

Los grupos y su poder

Los fondos de pensiones pasan a ser entonces un agente institucional nuevo que tiene un peso importante en los mercados de capitales. Por otra parte y desde otro punto de vista, los grupos económicos se constituyen en la forma principal de organización de la propiedad del capital. Incluso los fondos son propiedad de algún grupo, lo que no quiere decir que los recursos que manejan los fondos sean de su propiedad, porque en teoría son de los trabajadores. No obstante, los criterios de manejo de los fondos responden en últimas a los intereses del grupo propietario.

Un grupo es un conglomerado de empresas que posee generalmente en su cabeza una sociedad *holding*, que es principalmente un centro de decisión financiera y centraliza los activos productivos y financieros. A partir de 1980, los grupos se han financiarizado, lo que significa una multiplicación de circuitos directos de valorización del dinero ($D' > D$) sin que haya un ciclo de producción. La búsqueda de ingresos financieros rápidos ha encontrado terreno propicio en el mercado de cambios, que los lleva a una gestión centralizada de su tesorería. Eso se ha facilitado con la desreglamentación de los mercados financieros (Serfati, 144-146, 168).

Chesnais (2001, 51) señala que este fenómeno hay que entenderlo como una fuerte compenetración entre la finanza y la industria, que exige que los grupos puedan disfrutar de una libertad total de la localización de sitios de aprovisionamiento, producción y comercialización. Si bien esta afirmación es válida, y es preciso recordar que muchos grupos se han originado alrededor de una industria particular, el peso de la finanza en la lógica de comportamiento de los grupos es cada vez mayor, hasta el punto de ser la lógica dominante en su comportamiento.

La importancia de la configuración de los grupos para el análisis consiste en que este tipo de organizaciones se constituyen en los principales eslabones internos que apoyan las reformas en América Latina. La relación entre la cabeza de los principales grupos de un país de la región y el poder ejecutivo pasa a sustituir la relación tradicional de los gremios económicos y el poder. Tales grupos, que a su vez controlan los medios de comunicación, pasan a defender reformas proclives a sus intereses.

