

Correa, Eugenia; Girón, Alicia. Introducción. En publicación: Reforma financiera en América Latina. Eugenia Correa y Alicia Girón. CLACSO, Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales, Buenos Aires, Argentina. 2006. ISBN: 987-1183-42-9

A LA MEMORIA DE MARCOS KAPLAN

AMIGO Y MAESTRO

*El propio avance de las fuerzas y procesos de transnacionalización y mundialización desgasta o destruye actores y tejidos sociales, bases socioculturales y políticas, que son necesarias para su reproducción ampliada y su triunfo definitivo. A las fuerzas y tendencias que hoy se identifican con la globalización se contraponen otras que las contrarrestan y restringen, conflictos y antagonismos, resistencias, frenos y limitaciones de todo tipo. Todo ello converge en las crisis del sistema económico financiero mundial, del sistema interestatal y del modelo de crecimiento neocapitalista tardío o periférico que se ha intentado e intenta aplicar en las últimas décadas. La globalización en sentido estricto es un escenario posible, pero no probable.*

*Estado y Globalización*  
Marcos Kaplan, 2002

Disponible en la web: <http://bibliotecavirtual.clacso.org.ar/ar/libros/edicion/correa/introduccion.pdf>  
Fuente: Red de Bibliotecas Virtuales de Ciencias Sociales de América Latina y el Caribe de la red CLACSO

<http://www.clacso.org.ar/biblioteca>



EUGENIA CORREA Y ALICIA GIRÓN

## INTRODUCCIÓN

LAS REFORMAS FINANCIERAS han sido el ámbito más cuidadosamente dispuesto del cambio estructural e institucional en América Latina promovido por el Fondo Monetario Internacional (FMI) y los grupos acreedores de los países de la región. Dichas reformas han transformado no sólo a los sistemas financieros nacionales sino impulsado el empoderamiento de corporaciones financieras cuya actividad como agentes económicos es dominante a nivel regional y global. Estas reformas fueron presentadas como la vía al financiamiento del desarrollo ante los problemas derivados del endeudamiento externo durante los años ochenta.

Desde los años setenta, con el paso a una época de tipos de cambio flexibles de las más importantes monedas y del abandono de la paridad fija del dólar, diversos países en la región iniciaron cambios importantes en sus mercados financieros locales. Estas reformas buscaban mantener la estabilidad de sus monedas y el ahorro financiero en sus mercados, frenar las presiones a la salida de capitales y disfrutar de la ola de incremento de la liquidez internacional y bajas tasas de interés reales en el curso de la expansión del euromercado.

Los más importantes bancos de las mayores economías de la región se aprestaron a participar en esta etapa expansiva para no quedar fuera del negocio de colocar importantes fondos de préstamos a los gobiernos de países en desarrollo. Así, fue la propia dinámica de las rela-

ciones de crédito-endeudamiento de los setenta la que imprimió un sentido de cambio en los sistemas financieros de la región, a fin de adaptar su marco jurídico, institucional y regulatorio a las nuevas condiciones que se venían presentando en los mercados financieros internacionales. En ese sentido, las reformas financieras, desde su inicio en los años setenta, han sido de carácter adaptativo a la dinámica e interés de los más importantes consorcios financieros en expansión.

Después de la crisis de deuda de principios de los ochenta, las reformas financieras se encaminaron a alcanzar la mayor capacidad de pago de los países endeudados, de manera que empezaron a difundirse las técnicas de titulación y de intercambio de deuda por inversión. Muy pronto al inicio de los noventa, la nueva estructura institucional de los mercados financieros internacionales hace presencia en las mayores economías de la región a través de elevados montos de inversión externa de cartera, cautivando a los agentes económicos locales y difundiendo una idea de progreso y de aceptación o incorporación a la globalización y a los negocios de “clase mundial”. A su paso, esas colocaciones de cartera que irrumpieron a gran velocidad en la primera mitad de los años noventa, impusieron el ingreso al mercado de valores de grandes empresas locales y la titulación de gran parte de la deuda pública interna, con graves consecuencias sobre las finanzas públicas. Las reformas financieras avanzaron más aún en la segunda mitad de los años noventa, especialmente modificando los sistemas de ahorro para el retiro y la propiedad de los grandes intermediarios locales, bajo la promesa de alcanzar sistemas financieros sanos y equilibrios presupuestales. Sistemas financieros que actualmente tienen una activa participación en las decisiones por parte de los corporativos financieros extranjeros.

Las ideas de desregulación y liberalización de los sectores financieros se aceptaron casi sin excepción por las autoridades financieras de los países de la región y fueron creando un consenso hasta que las hicieron suyas empresarios, funcionarios públicos y economistas de todos los niveles. Las reformas financieras para la región han sido devastadoras en términos de la capacidad de inversión y de crecimiento económico que América Latina presenta hasta nuestros días. En realidad, la recurrente dolarización y las constantemente elevadas tasas de interés reales para el financiamiento a las empresas frenaron, y de hecho obstaculizaron, el proceso de financiamiento de la inversión.

Las reformas financieras se han desarrollado en el marco de los cambios estructurales que fueron resumidos en lo que se conoce como el Consenso de Washington, que son la respuesta al reordenamiento de nuevos espacios económicos en la expansión y reestructuración del conglomerado transnacional. En un principio, durante los años setenta, las reformas estuvieron encaminadas a la expansión del capital financiero transnacional a través de los flujos de capital a préstamo.

Flujos que, en términos del financiamiento de la región, rápidamente condujeron a transferencias netas negativas desde la región durante casi todos los años ochenta, y nuevamente al finalizar los noventa hasta, al menos, la primera mitad de la presente década. Los nuevos flujos externos –inversiones de cartera e inversión extranjera directa en empresas y bancos privatizados, característicos de los años noventa– tampoco ampliaron la capacidad productiva regional sino que, por el contrario, exigen transferencias en utilidades, dividendos, intereses, comisiones, etcétera.

El estancamiento económico de la región y las crisis de Argentina, Uruguay y Brasil de los últimos años no han rebajado las exigencias de reforma del FMI y del Banco Mundial (BM). Estos organismos continúan buscando firmemente, por todos los medios, elevar el nivel de excedente transferible, bien sea mediante pago de intereses, dividendos y utilidades, o a través de mayor apertura a la explotación de recursos naturales y energéticos por parte de las grandes corporaciones extranjeras y los organismos financieros internacionales, o bien con la desregulación de la economía local, para la creciente penetración en los sectores más rentables de dichos corporativos.

Por el otro lado, los bancos extranjeros cuyas inversiones en la región tuvieron una expansión inusitada con la ola de apertura financiera de los noventa, no han logrado elevar la inversión productiva y ampliar la capacidad de crédito de la gran mayoría de la población. En realidad, con la apertura de los sistemas financieros, el manejo del tipo de cambio y la política monetaria por las autoridades financieras de los países de la región, no han podido desligarse de los intereses expansivos de los grandes consorcios financieros y no financieros extranjeros, permitiendo la consolidación de un proyecto económico ajeno a los intereses de las grandes mayorías latinoamericanas, empobrecidas y desempleadas; pero también ajeno a los intereses de la gran mayoría de los empresarios nacionales, que están siendo desplazados por el consorcio transnacional o por las importaciones con la indiscriminada apertura comercial.

El BM, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) están preocupados por el empobrecimiento acelerado y el decrecimiento de la inversión productiva de América Latina, a pesar de los esfuerzos que han hecho los países por mantener sus indicadores macroeconómicos estables.

Las consecuencias y perspectivas de las reformas financieras en América Latina deben ser abordadas en, por lo menos, tres niveles diferentes. El primero de ellos es el relativo al enfoque teórico general con el que se elaboraron los diagnósticos y las propuestas del cambio estructural, puesto que este continúa siendo la base para justificar las políticas restrictivas y de virtual estancamiento. Un segundo plano se refiere a la evaluación de la trayectoria seguida por las reformas finan-

cieras. Si bien, de acuerdo con los informes de los organismos financieros internacionales, las reformas han alcanzado grandes éxitos en diversos países de la región –pues la inflación disminuye y se aumenta la capacidad de transferencias vía pago de intereses y utilidades– también han fracasado en promover el crecimiento económico así como el desarrollo económico y el empleo. La desigual distribución del ingreso se profundizó con el crecimiento del ingreso del decil más alto de la población, el aumento de la pobreza y la expulsión de mano de obra hacia Estados Unidos, entre otros hechos. El mercado interno en las economías de la región ha tenido interés en cuanto a la penetración de corporativos extranjeros en ciertos ámbitos a través de la inversión extranjera directa, venta de activos y las privatizaciones, pero tuvo muy bajo impacto en la ampliación de la demanda agregada. Es decir, las reformas financieras en los países no han sido orientadas para suministrar crédito suficiente y de bajo costo al aumento de las capacidades productivas, ni los estados nacionales –ampliamente endeudados– han podido en ese permanente ajuste al gasto siquiera mantener el nivel de gasto social per cápita. El tercer plano del análisis apunta a la reevaluación de la experiencia del financiamiento a la inversión productiva en la región y a la mediación estatal de este a través de la banca de desarrollo. En este ámbito es importante agregar las diversas propuestas de reforma financiera que han surgido desde perspectivas teóricas diferentes a la dominante, especialmente en lo que corresponde a políticas monetarias, fiscales y de reforma institucional. Comprenden una amplia temática que incluye proyectos de banca de desarrollo regional multinacional latinoamericana, reformas sobre las normas de calificación y la organización de estos procesos, supervisión y gobierno corporativo en los mercados bursátiles, reestructuración de pasivos externos, procesos de pesificación y de control de capitales. Un proceso de reformas financieras que permita fortalecer el financiamiento para el crecimiento de la producción y el empleo bajo esquemas de cooperación regional, y que incluso ayude a profundizar las experiencias de integración económica regional, es sin duda un objeto de estudio relevante que empieza a penetrar ampliamente en aquellos gobiernos de la región comprometidos con programas económicos alejados del neoliberalismo prevaleciente.

Desde la perspectiva compartida por los diversos autores que conforman este libro se abrirá una etapa de reconstrucción de los sistemas financieros, pues estos serán la base de las formas y condiciones en que se presentará el financiamiento de la inversión en la previsible, o deseable, nueva etapa de crecimiento económico mundial estable. De ahí la necesidad de llevar a cabo los trabajos que ahora presentamos. América Latina, las transformaciones en sus mercados financieros, los problemas del financiamiento del desarrollo y los cambios institucio-

nales requeridos para avanzar hacia una estructura financiera estable constituyen el objeto de estudio en torno del cual se organizan las diversas contribuciones, que desde las varias perspectivas buscan caracterizar las consecuencias de las reformas financieras sobre las frustradas expectativas de desarrollo de la región.

El libro está dividido en cuatro partes, la primera, “Reformas Financieras y Desarrollo en América Latina”, tiene el objetivo de analizar las transformaciones en el financiamiento del desarrollo a partir de las reformas del Consenso de Washington. Así, en el trabajo de Alicia Girón, “Obstáculos al desarrollo y paradigma del financiamiento en América Latina”, la autora nos dice que la fragilidad y la turbulencia financieras que se traducen en crisis bancarias de los mercados emergentes son resultado del proceso de desregulación y liberalización financieras. Las corrientes de capital se mueven de acuerdo con un planteamiento estratégico de los organismos financieros internacionales y de los conglomerados. En este trabajo, Girón elaboró un recuento del debate sobre el desarrollo económico, las características del sendero del crecimiento desde la posguerra hasta nuestros días y las consecuencias de la liberalización financiera en América Latina en los últimos sesenta años.

“América Latina: banca, mercados de capital y determinación externa del crédito” es la contribución en que Gregorio Vidal resalta que durante los años noventa, en todos los países América Latina, se realizó una gran cantidad de reformas en el ámbito financiero: en materia de financiamiento público, en las competencias y régimen institucional de los bancos centrales, en la organización y características del funcionamiento de las instituciones financieras. Dichas reformas han permitido que prospere un nuevo mecanismo de financiamiento de la inversión entre los países de la zona, y más en general en un amplio grupo de países en desarrollo. Este entorno de liberalizaciones financieras en las más importantes economías de América Latina, sumadas a cambios en las reglas para la participación del capital extranjero en la zona, hizo posible que aumentara significativamente la participación de la banca extranjera en la región. El mismo autor destaca que la extranjerización de la banca no ha presentado resultados positivos en el desempeño económico. Cuando aparecieron procesos de crisis bancarias y cambiarias, la banca extranjera no aportó ningún medio para enfrentarlos. Por ello, debe procederse a restablecer los sistemas de crédito en cada país, para generar un mejor ambiente en el sistema financiero y, por ende, en el sistema económico.

Por su parte, Eugenia Correa, en su ensayo “Banca extranjera en América Latina”, señala que las transformaciones financieras en la región se comprenden en el contexto mundial de acelerado cambio tecnológico, innovación financiera y proceso de conglomeración económica. En este marco, la región debió introducir una serie de reformas econó-

micas y financieras a partir de la creciente injerencia en las políticas domésticas del FMI y BM, por el elevado endeudamiento que mantienen sus economías con los megaconglomerados financieros. La desregulación y apertura financiera resultantes, lejos de incrementar el ahorro y disminuir los costos financieros de la inversión, han sido consideradas símbolos de fragilidad e inestabilidad financiera, pérdida de confianza en la moneda y en las instituciones. Sin embargo, acreedores y diversos inversionistas extranjeros se beneficiaron de las rentas que proceden de la titulación de la deuda y de activos productivos, lo que constituyó uno de los mayores atractivos para la expansión de consorcios financieros extranjeros. En este trabajo, la autora expone algunas de las principales tendencias que explican la creciente presencia de la banca extranjera en América Latina, sus características y sus consecuencias sobre el financiamiento. Concluye que las olas de dolarización de las economías con sobrevaluación que culminan en procesos devaluatorios de las monedas locales han conducido, en parte, a una desintermediación financiera local principalmente de empresas, a la dolarización de activos, y con ello a la transferencia del riesgo cambiario a los deudores. En general, los problemas relativos a la inestabilidad cambiaria no han encontrado solución en los mercados con importante presencia de banca extranjera como Argentina y Uruguay. En todo caso, las pérdidas se transfieren por diversos mecanismos a los presupuestos gubernamentales, o simplemente a los ahorristas y deudores. Nuevos episodios de fragilidad financiera son inevitables, incluso en condiciones de amplia presencia de intermediarios financieros extranjeros.

En la contribución “La relación inflación-desempleo en América Latina: un análisis empírico” de Felipe de Jesús Peredo y Rodríguez, Jorge Ludlow Wiechers y Patricia Rodríguez López, se propone una ecuación y una medición puntual del nivel de desempleo utilizando el marco conceptual de la Curva de Phillips y de la NAIRU, y tomando como muestra de la región económica de América Latina a sus cinco países económicamente más grandes. Se considera que la instrumentación del modelo económico basado en la estabilización de precios, bajo el marco de liberalización comercial y financiera –es decir, el *Washington Consensus*– ha generado un estancamiento económico de la región, que presenta como característica sobresaliente un proceso deflacionario acompañado de altas tasas de desempleo.

Alma Chapoy Bonifaz, en su ensayo “Cooperación financiera regional en Latinoamérica: posibilidades y obstáculos”, hace un recuento de las experiencias de cooperación económica y financiera en la región durante los últimos años. Resalta que la globalización supone una dependencia recíproca entre los participantes, aunque en realidad tiene efectos diferentes según la fortaleza de los países. Sumado a ello, la situación de la economía mundial, la disminución del financiamiento al



desarrollo y de la cooperación multilateral, afectan de manera significativa a América Latina. Ante esto, el subcontinente debe establecer relaciones intrarregionales, incluso acuerdos de integración financiera, que podrían ser una fuente de financiamiento al desarrollo. La autora considera que los acuerdos de integración entre países latinoamericanos, aunque de larga data, han tenido resultados limitados –sobre todo en los aspectos financieros– por la inestabilidad de su política macroeconómica. En los noventa se suman a ello las negociaciones para crear el Área de Libre Comercio de las Américas (ALCA), que podrían echar por tierra cualquier esfuerzo de integración en Latinoamérica.

El trabajo “Microfinanciamiento e instituciones financieras para el desarrollo de comunidades de origen de trabajadores migrantes en México y América Latina”, de Rodolfo García Zamora, tiene como objetivo principal detallar el papel que las instituciones de microfinanciamiento adquieren para las organizaciones de migrantes mexicanos y latinoamericanos arraigados en Estados Unidos. Esto lleva a considerar el microfinanciamiento como un mecanismo de empoderamiento (incidencia social), debido a que en las últimas décadas, en muchas partes del mundo aumentó la oferta de servicios financieros “sustitutos” como reflejo del interés por atacar las raíces de la pobreza rural. Se planteó entonces que la mejor vía para reducir la pobreza por medio de las microfinanzas podría ser combinar programas focalizados para ayudar a los pobres con medidas generales para crear un sistema financiero competitivo y sostenible, adquiriendo un papel fundamental las actividades que, en este sentido, realicen el sector privado, las ONGs, el sector público y los organismos de desarrollo.

La segunda parte del libro, “Globalización: precios y tipo de cambio”, contiene dos importantes contribuciones en el debate acerca de la determinación de los precios y del tipo de cambio en economías en desarrollo. El ensayo de Juan Castaingts Teillery, “Precios de producción con sistema financiero”, examina la manera en que se pueden ligar los circuitos monetarios con un sistema de ecuaciones de formación de precios. El artículo se divide en dos partes. En la primera se presenta una síntesis de la teoría de los precios integrada a la teoría del circuito monetario; allí se resumen los análisis llevados a cabo por Eric Berr, Frédéric Poulon, Lbouzaiane y M. Boudhief, principalmente en lo que se refiere al trabajo “Reproducción Sraffiana y flujo Keynesiano” de Eric Berr. En la segunda parte se presenta el enfoque del autor, basado en una aplicación de las ecuaciones presentadas por E. Berr al caso de los países latinoamericanos.

El trabajo de Jaime Puyana Ferreira, “Globalización financiera y determinación de los tipos de cambio”, aborda las teorías sobre la determinación de los tipos de cambio a partir de las transformaciones suscitadas en el sistema financiero internacional, que divide en dos períodos

básicos: tipos de cambio fijos pero ajustables (vigencia de los acuerdos surgidos en Bretton Woods) que denominará Régimen Bretton Woods (RBW), y tipos de cambio fluctuantes o régimen Dólar-Wall Street (RDWS). Las teorías acerca de la determinación del tipo de cambio estaban ligadas a los diversos enfoques sobre los desequilibrios en los componentes de la balanza de pagos (en particular a la cuenta corriente, dado que la cuenta de capital se encontraba sometida a fuertes regulaciones). El autor sostiene que, actualmente, el problema básico en la determinación del tipo de cambio parece ser el desdoblamiento entre los tipos de cambio establecidos en los mercados financieros y las variables “reales” que definen el comercio internacional y los niveles de inversión.

Desentrañar la conexión entre estos dos aspectos es el problema fundamental que constituye el núcleo mismo de las más recientes teorías del tipo de cambio. Puyana Ferreira examina las varias generaciones de modelos de crisis financieras con el objetivo de señalar el fracaso de los mercados para determinar un tipo de cambio de equilibrio en el largo plazo. Considera que la alta volatilidad de los mismos requiere el establecimiento de algún tipo de control internacional a los movimientos internacionales de capital especulativo de corto plazo, dentro del marco de una nueva arquitectura financiera internacional.

La tercera parte del libro está dedicada al análisis de la “Política financiera y reforma estructural en México”. Aquí el trabajo de Sergio Cabrera Morales, “Política económica y financiamiento al desarrollo: las bases del financiamiento de la industrialización”, estudia el papel de la política económica y del Estado en el proceso de consolidación del capitalismo mexicano. Se explora la nueva relación financiamiento-instituciones políticas a partir de la ruptura porfiriana, cuya dinámica estuvo sustentada en un modelo excluyente, dependiente del capital extranjero y con escasas expectativas de crecimiento en el largo plazo. Se plantea la introducción de una nueva dinámica económica integral, sustentada en una intervención más activa del Estado. Cabrera resalta la inoperancia de la burguesía a la cabeza del proceso modernizador de la economía nacional. Ante este vacío, será el Estado quien lo lleve a cabo, afianzando las instituciones políticas, sociales y financieras, que encontraran en el régimen cardenista la consolidación de este proceso, al romper con el capital transnacional en algunas áreas de la economía.

El propósito del trabajo de Alejandra Cabello, Robert Johnson y Edgard Ortiz, “Paridad del poder adquisitivo y mercados eficientes: análisis a largo plazo del peso mexicano”, es determinar si la teoría de la paridad del poder adquisitivo con mercados eficientes es válida para el caso de México. Se efectúan dos análisis de regresión y pruebas de raíz unitarias. La primera regresión trata de establecer si los tipos de cambio pasados, ajustados por la inflación, contienen información útil para predecir tipos de cambio futuros. La segunda regresión prueba si las series

de tipos de cambio siguen un proceso *martingala*. Estas últimas pruebas son complementadas con pruebas de raíz unitaria. Con anterioridad a la presentación de los resultados se examinan las características estadísticas básicas de las series de tiempo del tipo de cambio del peso mexicano. En general, la evidencia empírica presentada no favorece la teoría de la paridad del poder adquisitivo con mercados eficientes. Los resultados obtenidos conducen a la conclusión de que en México se desenvuelve un mercado cambiario ineficiente resultante de políticas cambiarias débiles. Los autores encuentran que el peso ha estado sujeto a rígidos controles gubernamentales, aunque moviéndose hacia un mercado más libre después de la devaluación de 1994 y la crisis en los siguientes dos años. Finalmente, concluyen que la evidencia empírica sugiere la necesidad de desarrollar los mercados de futuros, opciones y *swaps* cambiarios en México a fin de contar con un mercado cambiario completo y a su vez proveer alternativas de cobertura para el inversionista internacional, así como para las empresas e instituciones financieras que operan negocios internacionales denominados en dólares.

En el ensayo de Teresa López González, “Deuda pública interna en México: el alto costo de los flujos de capital externo”, la autora sostiene que el incremento de la liquidez internacional debilitó y finalmente provocó el rompimiento del Sistema Bretton Woods, no sólo modificando la vieja estructura del sistema financiero internacional, sino también las reglas de valorización del capital. En la nueva arquitectura financiera mundial es claro el dominio y dinamismo del sector bursátil sobre el sector bancario. Bajo esta perspectiva, la autora estudia los efectos que los movimientos de capitales han provocado en las finanzas públicas de México, centrando su enfoque en el nuevo papel antiinflación que se le ha asignado a la deuda pública interna para enfrentar los efectos monetarios que generan los altos flujos de capitales externos de cartera. La recurrencia del gobierno mexicano a la colocación de valores públicos con fines antiinflacionarios no sólo ha estimulado la expansión y el carácter altamente especulativo de los mercados internacionales de títulos públicos, sino que, más grave aún, se ha convertido en un serio problema sobre las finanzas públicas, al entramparse en el “triángulo de incompatibilidad”, según el cual no se puede tener simultáneamente estabilidad de la moneda, movilidad de los capitales y autonomía de la política monetaria.

En el trabajo “La autonomía del Banco Central y la pérdida de manejo soberano de política económica”, Arturo Huerta G. analiza el papel que el banco central adquiere a partir de su autonomía. El autor critica el manejo restrictivo de las políticas fiscal y monetaria, al considerar que el capital financiero le ha quitado al gobierno el control del banco central, acto que propicia un manejo de la política monetaria que va en contra de la recuperación económica, al colocar como su objetivo principal la reducción de la inflación. Huerta G. nos muestra

cómo el banco central, en aras de evitar presiones inflacionarias, deja de actuar como prestamista de última instancia, privilegiando políticas contraccionistas, desertando de generar la liquidez que se requiere para la producción y las ganancias, por lo que las empresas dejan de contar con los recursos suficientes para hacer frente a los adeudos contraídos y mantener la dinámica económica.

Noemí Levy Orlik, en su ensayo “El efecto de los fondos de pensiones en el mercado financiero mexicano”, investiga el impacto de la privatización de los fondos de pensiones en el sistema financiero. Argumenta la importancia de los fondos de pensiones en el contexto de la demanda efectiva, que supone que el ahorro estabiliza el crecimiento. Los fondos de pensiones privados son una característica reciente del sistema financiero mundial que coincide con los cambios institucionales ocurridos en los años setenta y la dominación de instrumentos financieros no bancarios que incrementaron drásticamente la liquidez financiera mundial y modificaron el comportamiento de los agentes financieros. La autora plantea que los fondos de pensiones en los países desarrollados requieren de ganancias en aumento de capital que inducen a procesos inflacionarios en el mercado financiero, lo cual genera una inestabilidad creciente en el sistema financiero y afecta fundamentalmente a los agentes privados. En cambio, en los países emergentes, dada la debilidad del mercado de capitales, el Estado asume el papel de garante de ganancias de las instituciones financieras privadas, lo cual, entre otros efectos, impone un alto costo fiscal y desvirtúa la política monetaria, trasladando la generación de ganancias financieras al mercado de dinero. Los inversionistas institucionales obtienen sus ganancias a costa del erario público, sin incurrir en riesgo alguno ni aportar recursos nuevos.

La última parte de este libro, “Algunas Propuestas”, está formada por dos ensayos. En el primero de ellos, “Calificadoras y costos financieros asociados con la calificación riesgo-país”, Alfredo Delgado Guzmán muestra la importancia que tendría para nuestro país crear un Instituto Nacional de Calificación, que evaluara los aspectos de riesgo de la deuda de las pequeñas y medianas empresas. Aborda aspectos generales necesarios para entender mejor esta problemática, como es el caso de las calificadoras del riesgo país, e incluye una lectura del manejo del análisis para el grado de inversión dentro de México. Asimismo, abunda acerca de los costos financieros que implica para una empresa obtener una calificación de su riesgo, y termina describiendo los requisitos que debería tener el Instituto Nacional de Calificación para facilitar el acceso de la pequeña y mediana empresa a los mercados de capital.

Finalmente, el ensayo de Jan Kregel “Estabilidad financiera internacional, flujos de capital y transferencias netas hacia los países en desarrollo” examina los aportes de Minsky al estudio de la fragilidad e

inestabilidad financieras y sostiene que esta teoría se puede aplicar a la deuda soberana. De acuerdo con Kregel, en la teoría de Minsky la fragilidad financiera aumenta la endogeneidad. Esta teoría se basa en la idea de que, en una expansión económica sostenida, tanto los deudores como los acreedores están comprometidos con la actividad con bajos márgenes de seguridad y, por ello, se encuentran en una economía dominada por empresas con perfiles de finanzas cubiertas. Sin embargo, estas pueden gradualmente transformarse en finanzas especulativas y ser empujadas fácilmente a finanzas Ponzi. Para el autor, la clave de la fragilidad financiera en la aproximación de Minsky está en términos de la volatilidad de los ingresos de la inversión en activos en relación con los compromisos de pago. Cualquier fenómeno que reduzca uno y aumente el otro, aumenta la volatilidad. Cualquier medida que reduzca los compromisos de pago, aun cuando los ingresos estén cayendo, reduce la fragilidad y la necesidad de pedir prestado, lo cual disminuye la probabilidad de pasar de finanzas Hedge a finanzas Ponzi. De manera que si los países en desarrollo son capaces de escapar de la trampa de las finanzas Ponzi, ello puede hacerse a través de financiar la capitalización y la inversión real, dirigiendo el gasto público a la formación de capital, incrementando la deuda para la inversión productiva. La deuda que se contrate deberá estar determinada por las capacidades reales y, por tanto, generará la capacidad de pagar en términos del valor neto presente de las perspectivas de ingresos corrientes de dichas inversiones, en términos de credibilidad y de compromiso con la formación de capital.

Este libro fue posible gracias al soporte financiero de la UNAM y el apoyo de CLACSO, así como la asistencia a lo largo de casi quince años de una red de académicos especialistas en cuestiones financieras a nivel nacional e internacional. Los agradecimientos son en primer lugar para el Instituto de Investigaciones Económicas (IIEc) y la Facultad de Economía, que a través de sus académicos, profesores y alumnos han hecho realidad esta obra. También para el Seminario de Economía Fiscal y Financiera del IIEc, cuya creación propició un debate innovador en el campo del conocimiento de la economía financiera. Agradecemos el apoyo de la Mtra. Patricia Rodríguez, coordinadora del Seminario, y la Mtra. Alma Chapoy, miembro de la Unidad de Economía Fiscal y Financiera del IIEc. Por supuesto, cabe resaltar el trabajo acucioso de los becarios del proyecto Aderak Quintana, Martín Peña y Roberto Soto, y de los alumnos tesistas y becarios Atón Herrastí, Alejandro López y Mario Barrón. También el apoyo logístico y secretarial de la Sra. Blanca Sánchez, secretaria de la Unidad de Investigación.