

colección



Nuevas teorías económicas

dirigida por Julio C. Neffa y Héctor Cordone

Edición: Primera. Enero de 2019

Catalogación IBIC: KCLF [Finanzas internacionales]
KCM [Economía del desarrollo y economías emergentes]
KFFH [Gestión financiera de las sociedades]

Catalogación Thema: KCL [Economía internacional]
KCM [Economía del desarrollo y economías emergentes]
KFFH [Gestión financiera de las sociedades]

ISBN: 978-84-17133-47-4

Producción editorial: Eduardo Rosende.

Diseño: Gerardo Miño

Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la ley. Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos, www.cedro.org) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.

© 2018, Miño y Dávila srl / Miño y Dávila editores sl



dirección postal: Tacuarí 540 (C1071AAL)
Ciudad de Buenos Aires, Argentina

tel-fax: (54 11) 4331-1565

e-mail producción: produccion@minoydavia.com

e-mail administración: info@minoydavia.com

web: www.minoydavia.com

redes sociales: @MyDeditores, www.facebook.com/MinoyDavila

PABLO I. CHENA y PEDRO M. BISCAY (coords.)



El imperio de las finanzas

Deuda y desigualdad



MIÑO y DÁVILA
EDITORES

Índice

Introducción	9
--------------------	---

— PARTE I —

La financierización y sus efectos macroeconómicos

1/ Engelbert Stockhammer y Giorgos Gouzoulis <i>Agenda de políticas de recuperación del crecimiento impulsado por salarios para economías desarrolladas y en desarrollo más allá de la era neoliberal</i>	21
2/ Mercedes Marcó del Pont y Cecilia Todesca Bocco <i>Límites al desarrollo nacional en un contexto global de financierización: notas sobre el caso argentino</i>	37
3/ Pablo I. Chena y Emilia Buccella <i>Financierización, inestabilidad y crisis. Las consecuencias del valor financiero en la Argentina</i>	53
4/ Pablo Bortz y Annina Kaltenbrunner <i>La dimensión internacional de la financierización en economías subdesarrolladas.....</i>	85

— PARTE II —

Los desafíos de los Bancos Centrales en la era del Valor Financiero

5/ Randall Wray <i>Independencia del Banco Central: Mito y malentendido.....</i>	111
--	-----

6/ Guillermo Wierzba	
<i>Basilea: El régimen regulatorio de la globalización financiera</i>	139
7/ Pedro M. Biscay	
<i>Desregulación financiera y fragilidad jurídica</i>	153

— PARTE III —

Financierización y vulnerabilidad social

8/ Julio Neffa	
<i>El nuevo modo de desarrollo y el papel asignado a la relación salarial</i>	179
9/ Verónica Gago y Alexandre Roig	
<i>Las finanzas y las cosas. Una etnografía del endeudamiento popular</i>	219
10/ Ariel Wilkis y Martín Hornes	
<i>Políticas estatales y estrategias financieras en el mundo popular: una interpretación desde la sociología moral del dinero</i>	235
11/ Roberto Arias y Rodrigo Ruete	
<i>Perspectivas de la seguridad social en economías financierizadas. El caso argentino</i>	257

Introducción

Pablo I. Chena y Pedro M. Biscay

La dinámica socioeconómica actual obliga a pensar la cuestión financiera, con sus efectos sobre el crecimiento económico, sus vínculos con el poder, las consecuencias legales y el impacto social de la eliminación de criterios regulatorios sobre la vida cotidiana. La supremacía de las prácticas financieras hace imposible pensar los problemas de la economía política de este tiempo, sin colocar en el centro de la escena las transformaciones que tienen lugar en este campo. El proceso de endeudamiento público, pasando por la circulación de flujos de capital, el freno que produce la restricción externa en el caso de las economías dependientes y las limitaciones a la soberanía monetaria, generadas detrás de visiones hegemónicas acerca del rol de los bancos centrales, enlazan un hilo conductor común en torno a la pregunta por la politicidad de las finanzas que recorre toda la obra.

Concebido en el horizonte de una reflexión en la que convergen economistas, abogados, sociólogos, antropólogos y especialistas en políticas públicas, este libro parte de identificar diferentes órdenes de transformación propias de la financierización de la economía. Donde se pueden identificar desde modificaciones estructurales en las formas de acumulación del sector empresario, a partir de un mayor vínculo con los mercados de capitales, a la proliferación de prácticas culturales ligadas al endeudamiento familiar como alternativa al deterioro del salario real. En paralelo se observa también un desplazamiento de la actividad clásica de intermediación financiera hacia estructuras de “shadow banking”, en cualquiera de sus diferentes manifestaciones.

Esta mirada, compartida con parte de la literatura actual sobre el tema (Lapavistas, 2016), ofrece un prisma amplio para estudiar el devenir de una no tan nueva racionalidad financiera, cuya fuerza expansiva plantea problemas y desafíos tanto desde el punto de vista regulatorio, como en el plano de

la subjetividad social y de las transformaciones necesarias para construir una sociedad más justa.

Partimos de reconocer que el concepto de financierización, que hilvana las discusiones de este libro, es teóricamente viscoso y hace referencia a diferentes fenómenos económicos y políticos que actúan como causa y efecto de los procesos de desregulación financiera impulsados en los años setenta y consolidados en los noventa. En términos económicos, el término sintetiza un cambio de paradigma en el comportamiento de las grandes corporaciones no financieras, que sustituyeron sus tradicionales metas de crecimiento en ventas y participación de mercado, acompañado de incrementos en las plantas de personal y gastos en innovación; por la maximización del valor de cotización de sus acciones en el mercado financiero, a través de la distribución de dividendos y la reestructuración empresarial basada en tercerizaciones, achicamiento de personal y recortes de costos operativos (Lazonick y O'Sullivan, 2000). Este cambio de paradigma trajo como consecuencia una caída estructural de la inversión productiva, mayor desigualdad social, menores niveles de empleo y una acumulación creciente de capital ficticio en búsqueda de rentabilidades financieras (Stockhammer, 2004). Lo que otorgó un poder hegemónico a sus administradores: los ejecutivos financieros.

En este contexto, los países periféricos fueron obligados, a través del control de sus monedas y procesos políticos, a garantizar el ingreso libre de estos capitales y su rentabilidad por medio de un incremento explosivo en la deuda externa. De esta forma, lo que se pregonaba como el inicio de un ciclo de crecimiento liderado por las finanzas (globalización) terminó por consolidar, desde la dinámica de un endeudamiento insostenible, un imperio financiero que ahogó a los sistemas productivos locales y, partir de allí, instaló un mecanismo de acumulación por desposesión (Harvey, 2003) similar al que otrora definiera Marx como “proceso de acumulación originaria” (Marx, 1867).¹

Esta nueva fase de acumulación, montada en una intrincada ingeniería monetaria y financiera, comparte con su antecesora la mercantilización y expropiación de los derechos de las mayorías por consenso o coerción, a través de las privatizaciones de las empresas públicas y de los sistemas de seguridad social, el ajuste del gasto público primario, la corrupción y los fraudes corporativos, el extractivismo transnacional, la privatización del acceso a los bienes y servicios

1 Donde, “a sangre y fuego” las clases dominantes expropiaron a las mayorías trabajadoras de sus medios de producción, para obligarlos a venderse como asalariados en la producción capitalista.

básicos, como agua, energía, salud y educación, y la usura financiera, entre otros (Harvey, 2003).

La presente obra aborda dichas complejidades desde la mirada científica plural de reconocidos académicos, para arribar a un diagnóstico apropiado sobre el devenir de un capitalismo financiero cuyas prácticas concretas en el ámbito micro y macro social definimos bajo el término de financierización. En este sentido, el abordaje propuesto no se agota en un análisis del poder financiero y sus consecuencias económicas; sino que coloca particular énfasis en estudiar y ponderar alternativas que permitan sortear el escenario de inestabilidad financiera, fragilidad jurídica y desigualdad social en que vivimos.

Como se puede apreciar, la obra se nutre de estudios teóricos y abordajes empíricos realizados en diferentes países, tanto desarrollados como subdesarrollados, con el objetivo de comprender mejor la lógica de funcionamiento del poder financiero a nivel nacional e internacional. En este sentido, el estudio simultáneo de la dinámica macroeconómica local y global (primera parte), junto con el análisis de la modificación de reglas institucionales en el ámbito monetario-financiero y laboral (segunda parte); permiten arribar a la arqueología profunda de una racionalidad financiera, que luego observamos en prácticas monetarias que penetran en los sectores más vulnerables de la sociedad (tercera parte).

Un breve repaso por los capítulos

La obra comienza con el enfoque macroeconómico de Stockhammer y Gouzoulis, donde afirman que bajo el régimen de crecimiento neoliberal la redistribución del ingreso a favor del capital se logró a través de la liberalización comercial y financiera, lo que permitió la emergencia de dos modelos de crecimiento inestables posibles: uno impulsado por exportaciones (*export-led growth*) y otro por deuda (*debt-led growth*). El primero se sustenta en la capacidad de generar saldos comerciales superavitarios. El segundo se caracteriza por estar asociado a un estímulo permanente al consumo, teniendo como contrapartida un creciente endeudamiento y una mayor fragilidad de los hogares. Es importante destacar que el *export-led growth* también recurre a la deuda como instrumento de financiación, ya que su sostenimiento requiere la toma de deuda externa por parte de los socios comerciales de los países que adoptan este paradigma de crecimiento.

En este contexto, los países que por momentos crecieron en las últimas cuatro décadas, lo hicieron, en general, impulsados por burbujas financieras y de crédito o por superávits en cuenta corriente; lo que implica que cuando la participación del salario en el ingreso cae, la economía se torna pensada al

estancamiento debido a la insuficiencia de demanda. Como consecuencia, los autores destacan la necesidad de una estrategia de crecimiento impulsada por salarios que permita alcanzar un sendero de crecimiento y estabilidad macroeconómica. Los tres pilares centrales sobre los que debería erigirse este modelo *alternativo* son la expansión del gasto por parte del Estado, el fortalecimiento de los sindicatos y la regulación del sector financiero.

En esta misma línea, Marcó del Pont y Cecilia Todesca destacan que, contrariamente al enfoque económico convencional, la liberalización de la cuenta capital y la desregulación financiera en economías en desarrollo (dos pilares centrales sobre los que se fue consolidando el proceso de financierización) han desatado episodios de crisis con implicancias muy negativas para la estabilidad financiera y bancaria en las últimas décadas (América Latina fue pionera en esto a mediados de los setenta, mientras que en el resto de los países en vías de desarrollo la apertura fue más tardía y se aceleró a principios de la década del noventa).

De esta manera, las autoras sostienen que el subdesarrollo es la versión “subordinada” de la financierización. La progresiva desregulación de los flujos de capital, la dependencia respecto a una moneda de reserva de valor extranjera y las iniciativas “globalizantes” como los tratados de libre comercio, tratados bilaterales de inversión y otras institucionalidades condicionan la posibilidad de instrumentar políticas económicas distintas a las que “dictan” los mercados. Cristalizando de esta manera la dependencia y las asimetrías existentes con las economías centrales.

En la historia reciente de la Argentina, Marcó Del Pont y Cecilia Todesca Bocco distinguen tres periodos de financierización de la economía. Durante la segunda mitad de la década del setenta, en la década de los noventa y a partir de diciembre de 2015. A contramano de esas experiencias –así como también de las tendencias a nivel global– la estrategia económica impulsada a partir de 2003 es un contraejemplo donde el eje de la acumulación de capital volvió a estar en la esfera de la economía real. En este contexto, las autoras destacan la importancia de la fuga de capitales como fenómeno persistente desde mediados de los setenta y su carácter disruptivo al desarrollo económico: “la fuga de capitales (...) herencia crítica de las políticas neoliberales desenvueltas desde mediados de la década del setenta, fuertemente exacerbadas por el régimen de la Convertibilidad (...) ejerce una enorme capacidad desestabilizadora (...) un rasgo estructural que no puede ser subestimado, (...) una manifestación “autóctona” del fenómeno de la financierización”.

Con la mirada puesta en la Argentina del siglo XXI, Chena y Buccella indagan en las particularidades del proceso de financierización en los países

periféricos, a los que caracterizan por sus estados nacionales débiles en sus formas institucionales (particularmente la moneda, la relación fiscal y la salarial). Situación que los vuelve particularmente vulnerables a los movimientos financieros internacionales y a sus exigencias de reproducción acelerada. Para comprender la inestabilidad endógena que generan dichos procesos y su derivación en crisis económicas periódicas, recurren al desarrollo conceptual de Minsky (1975, 1982, 1986, [2008]) y las fases del ciclo financiero, aplicado luego al caso argentino.

Los autores observan un correlato empírico, primero, entre el superávit de cuenta corriente y la fase cubierta del ciclo financiero de Minsky (fase 2006-2009); segundo, entre el paso al déficit en la balanza comercial y el fin de la fase especulativa (2010-2014); y tercero, un período Ponzi caracterizado por el déficit creciente de balanza comercial y de cuenta corriente, a partir de 2015. Como conclusión, Chena y Buccella señalan que la financierización del capital se acelera en momentos en los cuales la restricción externa (característica de este país) se acentúa. Por otra parte, destacan que las políticas de regulación estatal de los flujos financieros y comerciales, especialmente en el campo de las relaciones internacionales, demoran el pasaje de una fase a otra del ciclo financiero, mientras que las políticas de liberalización financiera profundizan la inestabilidad macroeconómica que desencadena la crisis.

Con el foco puesto en los movimientos internacionales de capital, Kaltenbrunner y Bortz analizan los cambios cualitativos que han ocurrido en el sistema financiero internacional desde los años setenta referidos a la relación de los agentes económicos con los mercados financieros internacionales. Los autores sostienen que dichas transformaciones han llevado a una reconfiguración de la integración de las economías subdesarrolladas (ESs) en tales mercados, con repercusiones globales y domésticas; lo que ha exacerbado la posición subordinada de estas economías en el sistema económico y financiero internacional y, por ende, contribuyeron a intensificar el desarrollo internacional desigual. A grandes rasgos, los autores destacan entre los principales cambios, primero, crecientes flujos de capitales denominados en moneda extranjera, los cuales han sido muy volátiles y predominantemente determinados por la política monetaria de Estados Unidos y las percepciones globales de riesgo. Segundo, la posición dominante del dólar que obliga a estas economías a ofrecer mayores tasas de interés. Lo que, ligado a la sustancial volatilidad cambiaria, convierte a los activos y monedas de las ESs en blancos predilectos para operaciones de *carry-trade*, tanto por inversores internacionales como domésticos. Y tercero, que las grandes firmas del sector privado no financiero de ESs han replicado las prácticas de las *non-financial corporations* de países avanzados al aumentar

su endeudamiento externo. Sin embargo, en contraste con países desarrollados que tienen mercados domésticos de capital relativamente grandes y líquidos, este endeudamiento tuvo lugar en centros financieros ‘off-shore’ y en moneda externa. Por último, Kaltenbrunner y Bortz señalan que ha habido una amplia acumulación de reservas de efectivo, tanto por parte de actores privados como de bancos centrales, cuya motivación más importante ha sido la defensa contra la incertidumbre macroeconómica. La necesidad de protegerse de volatilidad macroeconómica y (principalmente) cambiaria ha sido también un factor importante del creciente involucramiento de las *non financial corporations* en los mercados de derivados.

La segunda parte del libro comienza con el estudio de Wray sobre la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed), como caso empírico para reflexionar sobre las implicancias de la famosa “independencia” del Banco Central, con la que se hace referencia a un aislamiento de dicha institución de las presiones políticas para “imprimir dinero” con el fin de financiar los déficits presupuestarios. Como en muchas otras naciones, en Estados Unidos esta prohibición fue incluida en la ley desde la fundación de la Fed en 1913. Sin embargo, a lo largo de la historia esta restricción al financiamiento fue dejada de lado en reiteradas oportunidades y la crisis financiera mundial de 2007/08 hizo resurgir el debate en torno al sentido de su validez, tanto en Estados Unidos como en la Unión Europea.

En este sentido, el texto de Wray afirma que la Fed no es independiente, al menos en el contexto en que se usa normalmente ese término. Dicha institución es una “criatura del Congreso” creada por ley en 1913 pero sus facultades fueron cambiando a lo largo del tiempo. El autor concluye que la Fed está claramente sujeta a la voluntad del Congreso y que, además, no puede ser independiente del Tesoro, porque es el banco del gobierno federal y, como tal, no existe una “independencia operativa” que le permita negarse a que este gaste los fondos que le son asignados.

Por otra parte, desde un clivaje histórico global, Wierzbza realiza una revisión de los paradigmas vigentes en materia de regulación y supervisión del sistema bancario/financiero que promovieron, o al menos permitieron, una toma excesiva de riesgo de los distintos agentes del mercado. En este sentido, el autor señala que, previo a la estructuración de los sistemas bancarios funcionales a la globalización financiera, los bancos centrales tenían como parte de sus objetivos velar por la estabilidad financiera y evitar la insolvencia y quiebras de las entidades bancarias. Esto se complementaba con la regulación macroprudencial que, desde una concepción de las fluctuaciones y problemáticas de liquidez como cuestiones sistémicas, proporcionaba a los bancos centrales herramientas

de intervención para resolver y evitar situaciones de crisis provenientes de las fragilidades propias de las finanzas.

Los acuerdos de Basilea, sostenidos en un Comité no resolutivo sobre el conjunto de los países, constituidos como acuerdos de supervisión bancaria o recomendaciones sobre regulación bancaria de la actividad de entidades de carácter internacional, avanzaron en sustituir el paradigma regulatorio anterior por uno nuevo de carácter básicamente microprudencial. De acuerdo con el autor, los nuevos criterios regulatorios vienen a habilitar la participación de las entidades financieras de actuación internacional, casi exclusivamente pertenecientes a los países centrales, en un funcionamiento de las finanzas globales sin barreras de desplazamiento de unas economías a otras. Este objetivo condujo a transitar de regulaciones dispuestas por los Estados, de carácter macroeconómico, a regulaciones sobre las entidades que tendían a ser uniformes a escala global.

Estos capítulos abren una ruta de discusión en torno a las funciones que corresponden a las agencias de regulación monetaria y ponen en cuestión los instrumentos que suelen utilizarse para alcanzar el objetivo de asegurar la estabilidad financiera y cambiaría. En el caso especial de los bancos centrales, se destaca la importancia de un mayor deslinde conceptual respecto de los problemas implícitos en la noción de independencia, especialmente frente a las persistentes presiones que bancos y financieras ejercen para controlar el proceso de regulaciones prudenciales en la materia.

Bajo esa misma línea de preocupación, Biscay reconstruye el proceso de desregulación cambiaria y financiera que tuvo lugar en el seno del Banco Central de la República Argentina desde Diciembre de 2015, dando lugar a un escenario de una fragilidad financiera y jurídica que no guarda precedentes en el país. Como parte de ese proceso, surge la necesidad de re-pensar nuevas propuestas de política pública orientada a fortalecer las condiciones jurídicas e institucionales para evitar la fuga de divisas de la economía nacional.

La tercera parte del libro está destinada a analizar los efectos de la financierización en el tejido social y comienza con el análisis de Julio Neffa de las interrelaciones entre el régimen de acumulación, la relación salarial y el modo de desarrollo argentino. Para ello el autor recorre, desde el andamiaje teórico de la Teoría de la Regulación, el período que transcurre desde la crisis económica de 2001/02 hasta la firma del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional en junio de 2018, a fin de brindar una perspectiva histórica de la nueva relación salarial en el marco de una economía financierizada.

En este capítulo Neffa destaca que entre fines de la Segunda Guerra Mundial y hasta mediados de los años setenta, la relación salarial ocupaba una posición dominante sobre las demás formas institucionales; pero desde entonces ha

quedado subordinada a los procesos de mundialización y de financierización. En este escenario global, la estabilidad del nuevo modo de desarrollo neoliberal implementado en la Argentina desde 2015 está especialmente condicionada a que se transforme la relación salarial heredada, lo que implica una reducción del salario real, de los costos laborales y una flexibilización del uso de la fuerza de trabajo, a fin de hacer más competitiva la economía argentina. Para dicho autor, el resultado previsible del funcionamiento de este modelo es un aumento de la fragmentación social deformando la estructura socio-productiva. Aunque destaca que la extraordinaria dinámica coyuntural que ha mostrado el sistema productivo argentino en otros momentos históricos vuelven aventurado sacar conclusiones definitivas sobre el devenir económico y social del país.

Por otro lado, Gago y Roig analizan la financierización de los sectores populares y el tipo de relación que esta conlleva bajo el concepto de “explotación financiera”. De esta manera los autores intentan pensar cómo las finanzas, bajo el modo en que incluyen en su dinámica heterogénea a la economía popular, protagoniza un nuevo tipo de una dinámica extractiva. Luego de conceptualizar esta relación, la caracterizan a partir de la constatación del creciente endeudamiento de los sectores populares en Argentina en los últimos años. El cual describen como un tipo de endeudamiento particular, que se vuelve generalizado en la población beneficiaria de subsidios sociales; donde el salario deja de ser la garantía y la mediación fundamental para devenir en sujeto de crédito. Por otra parte, los autores hacen un particular esfuerzo por romper con la dicotomía entre la economía “financiera” y “real”, como obstáculo y como síntoma político de una imposibilidad de atribuir a lo financiero un carácter real, no ficticio.

El mismo fenómeno es abordado desde la sociología moral del dinero por Wilkis y Hornes. Aquí los autores proponen un análisis conjunto de la expansión de las transferencias monetarias y de las estrategias financieras de los sectores populares. De esta manera, se aproximan a la intersección de estas agendas de investigación al observar que el dinero estatal se enraíza en la economía de los hogares pertenecientes a los sectores populares como una forma de acceso al consumo. De acuerdo con los autores, la conexión de dichas agendas señala la emergencia de una nueva infraestructura monetaria de pago en los sectores populares: “Los hogares titulares de transferencias monetarias reacomodan sus relaciones sociales y sus prácticas monetarias para adaptarse de forma activa y creativa a las nuevas posibilidades de inclusión al mercado del consumo. Las transferencias monetarias no contributivas juegan un rol central en el desarrollo de esta nueva infraestructura monetaria –considerando el ingreso de un dinero regular, la estabilidad del beneficio y la posibilidad del pago a través de un sistema bancario– como un mecanismo que conecta familias, mercado

y estado”. A partir del concepto de capital moral, los autores concluyen que el enraizamiento de los programas de transferencias monetarias en los hogares de los sectores populares promueve oportunidades de consumo que producen nuevas relaciones sociales de género e intergeneracionales.

Por último, Arias y Ruete estudian el rol de la seguridad social bajo regímenes de acumulación impulsados por las finanzas y por los salarios. Si bien es ampliamente reconocida la importancia de los sistemas de seguridad social para promover la inclusión social y la redistribución del ingreso, en los debates sobre su reforma también aparece la cuestión de su relación con el sistema financiero y con la capacidad de crecimiento de la economía en el largo plazo. Desde la visión dominante, se afirma que los regímenes de capitalización promueven el ahorro y una mayor profundidad de los mercados de capitales. En este capítulo, los autores afirman que, partiendo de un modo de acumulación liderado por la demanda, son los regímenes de reparto con prestaciones de alta cobertura y fuerte componente redistributivo los que brindan mayor impulso al crecimiento económico en el largo plazo. Esta discusión, que se analiza a la luz de las políticas llevadas a cabo en los últimos 25 años en la Argentina, resulta particularmente relevante para el diseño de futuras reformas del sistema.

Referencias bibliográficas

- HARVEY, D. (2003) *The New Imperialism*. Oxford: Oxford University Press.
- LAPAVITSAS, C. (2016) *Beneficios sin producción. Cómo nos explotan las finanzas*. Ed. Traficantes de Sueños.
- LAZONICK, W. y O’SULLIVAN, M. (2000) “Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance”. *Economy and Society*, 29 (1), 13–35.
- MARX, K. (1993 [1867]) *Le capital. Critique de l’économie politique*. Tome I. Quadrige. Paris.
- STOCKHAMMER, E. (2004) “Financialisation and the slowdown of accumulation”. *Cambridge Journal of Economics*, 28 (5). Oxford: Oxford University Press.

PARTE I

La financierización y sus efectos macroeconómicos

1 / Agenda de políticas de recuperación del crecimiento impulsado por salarios para economías desarrolladas y en desarrollo más allá de la era neoliberal

Engelbert Stockhammer¹ y Giorgos Gouzoulis²

1. Introducción³

La Gran Recesión desencadenada a partir de la crisis de las hipotecas *subprime* en 2007-2008 ha sido la crisis más profunda luego de la Gran Depresión de los años treinta, y se ha convertido en una larga fase de estancamiento económico comúnmente referenciada como estancamiento secular. Si bien la desregulación del sector financiero es ampliamente identificada como una de las principales causas de la crisis, los intentos de regular las finanzas han sido modestos hasta el momento. La política de flexibilización cuantitativa ha evitado el colapso del sistema financiero a nivel global, pero no ha conducido a una reestructuración de la industria financiera que permita garantizar inversiones socialmente útiles en lugar de actividades de tipo especulativas.

El presente capítulo si bien reconoce la necesidad de una reestructuración del sistema financiero como medida indispensable para superar el estancamiento económico, propone contribuir al debate acerca de la importancia del desarrollo de una agenda de política económica que se erija sobre medidas más audaces, que reconsidere tanto el rol de los salarios como del Estado en la economía. En este sentido, resulta necesaria una nueva estrategia de crecimiento impulsado por salarios, que asigne un rol central a la distribución equitativa del ingreso.

El estancamiento secular es la expresión de agotamiento de un modelo de crecimiento neoliberal socialmente polarizante y económicamente inestable.

1 Profesor de Economía Kingston University.

2 Profesor de Economía King's College.

3 Traducción realizada por Emilia Buccella. Licenciada en Economía (UBA). Becaria doctoral CEIL-CONICET. Información de contacto: emilia.buccella@gmail.com

El auge progresivo del neoliberalismo a principios de la década de 1980 trajo consigo una profunda caída de la participación de los salarios en el ingreso y un incremento de la desigualdad, dando lugar al surgimiento de dos paradigmas inconsistentes de crecimiento: el modelo de crecimiento impulsado por exportaciones (*export-led growth*) y el modelo de crecimiento impulsado por deuda (*debt-led growth*).⁴ En ambos modelos, la insuficiencia de demanda efectiva debido a salarios reales decrecientes o estancados obstaculizó la posibilidad de las economías de alcanzar un sendero sostenido de crecimiento.

Los patrones de crecimiento de economías como Estados Unidos, Reino Unido, Irlanda o España, entre otras, estuvieron impulsados por deuda. El *debt-led growth* se caracterizó por estar asociado a burbujas inmobiliarias y actuar como un modelo de estímulo permanente al consumo. Esto condujo a un creciente endeudamiento y, consecuentemente, una mayor fragilidad de los hogares. Con el estallido de las burbujas inmobiliarias los precios de las viviendas colapsaron; muchos hogares se vieron imposibilitados de hacer frente a los servicios de la o las deudas contraídas, por lo que sobrevino la crisis del sistema bancario.

El modelo alternativo es un patrón de crecimiento impulsado por las exportaciones (*export-led growth*), cuyo eje se centra en la capacidad de generar saldos comerciales superavitarios. Si bien es un modelo menos financierizado que el primero, también recurre a la deuda como instrumento de financiación. Su sostenimiento requiere la toma de deuda externa por parte de los socios comerciales de los países que adoptan tal paradigma de crecimiento. Alemania o Japón son ejemplos de países que han adoptado esta trayectoria de crecimiento.

Ambos modelos neoliberales de crecimiento resultan insostenibles, dado que se sustentan sobre la base de progresivos niveles de endeudamiento. Una estrategia de crecimiento impulsada por salarios (*wage led-growth*) es un prerequisite vital para la promoción de la estabilidad macroeconómica y la superación del estancamiento secular actual. Mediante el incremento de los salarios puede iniciarse un sendero de crecimiento sostenido sin necesidad de inducir desequilibrios comerciales o condicionar los niveles de endeudamiento de los países. En palabras de Adam Smith: “*Ninguna sociedad puede florecer y ser feliz si la mayor parte de sus miembros son pobres y miserables*” (Smith 1776 [1981], p. 96).

El salario real cumple una doble función en la economía: es a su vez un costo de producción para las firmas y la principal fuente de ingresos de los hogares. Un

4 Paradójicamente, el crecimiento económico neoliberal no se sostuvo en ningún caso en un crecimiento liderado por ganancias.

incremento en los salarios puede crear dos efectos de crecimiento opuestos, un efecto negativo en la inversión y un efecto positivo en el consumo. La revisión de la literatura empírica permite concluir que, en la mayoría de los casos, el crecimiento de las economías domésticas está impulsado por el efecto positivo que tiene el aumento del salario real en el consumo, el cual resulta mayor que el impacto negativo sobre la inversión (Onaran y Galanis, 2014).

Tal como se mencionó previamente, puede observarse como hecho estilizado la tendencia decreciente de la participación de los salarios en el ingreso en la economía mundial desde la década de 1980 (FMI, 2017), cuyas causas responden principalmente a un debilitamiento del poder sindical, una retracción del Estado de bienestar, la globalización del comercio y la liberalización financiera (OCDE, 2015; Stockhammer, 2017). Un informe reciente del Fondo Monetario Internacional (FMI) (2014) señala la desigualdad creciente en la distribución del ingreso como la causa principal del actual estancamiento económico, por lo que soslaya la necesidad de contemplar una agenda de política económica orientada a la redistribución del ingreso (FMI, 2015). En esta línea, un paso esencial hacia una senda de crecimiento sostenible es empoderar a los trabajadores e incrementar los salarios reales, lo cual a su vez generará un mejor desempeño macroeconómico. Un ejemplo exitoso de una agenda de política económica de tipo *wage-led* es el caso de Brasil, bajo la gestión de Lula Da Silva, durante la cual la redistribución del ingreso y los mayores beneficios sociales (el programa “Bolsa de Familia”) condujeron a reducciones notables en las tasas de pobreza y los niveles de desigualdad, lo que permitió un mejoramiento del escenario macroeconómico hasta cierto punto (Filho y Paula, 2015).

El resto del capítulo se estructura de la siguiente manera. En la segunda sección se discuten los principales hallazgos de la literatura empírica acerca de los determinantes de la participación de los trabajadores en el ingreso, con el fin de esbozar los principales factores que han impulsado su tendencia a la baja en la etapa neoliberal. La tercera sección esquematiza el modelo de crecimiento poskeynesiano impulsado por la distribución del ingreso destacando, en base a estudios empíricos relevantes, que la mayoría de las economías desarrolladas y en desarrollo son efectivamente economías traccionadas por salarios. La cuarta sección exhibe la incapacidad de las economías financierizadas de generar las condiciones necesarias para el crecimiento dada la tendencia declinante de los salarios reales, lo que permitió la emergencia de dos modelos de crecimiento inestables: el modelo impulsado por exportaciones (*export-led growth*) y el modelo impulsado por deuda (*debt-led growth*). La quinta y última sección describe brevemente una agenda de políticas de recuperación económica con foco en el restablecimiento de los salarios como motor propulsor de la econo-

mía; haciendo hincapié en la búsqueda de reducción de las asimetrías de poder de negociación entre el trabajo y el capital y abogando por una participación activa del Estado en la esfera económica.

2. ¿Cuáles son las causas de la declinación de la participación de los salarios en el ingreso total?

La dramática caída en la participación de los salarios en el ingreso en todo el mundo desde el surgimiento del neoliberalismo ha despertado el interés de muchos economistas, tanto neoclásicos como heterodoxos,⁵ en la investigación acerca de los determinantes de este fenómeno. Existe un amplio cuerpo de estudios empíricos que abordan el fenómeno desde múltiples enfoques, tales como el carácter globalizador del intercambio comercial, el debilitamiento del poder sindical, el retroceso del Estado de bienestar y la financierización de la economía.⁶ La creciente literatura empírica que analiza la participación de la remuneración de los trabajadores en el ingreso nacional brinda valiosos resultados que contribuyen al debate acerca de las causas de los crecientes niveles de desigualdad.

La narrativa del cambio tecnológico supone que, conforme avanza el desarrollo tecnológico, una menor cantidad de trabajadores son requeridos para producir la misma cantidad de bienes en determinado periodo de tiempo. La automatización de la producción conduce a una menor demanda de trabajo, lo que se traduce en una disminución de los salarios. Diversos estudios han examinado la validez de este argumento (Bentolia y Saint-Paul, 2003; FMI, 2007; Comunidad Europea, 2007), analizando si el desarrollo tecnológico y el incremento de la utilización de capital en el proceso productivo en relación con el factor trabajo conducen efectivamente a una caída de la demanda de mano de obra, impactando negativamente en los salarios. Los resultados de las investigaciones varían sustancialmente, por lo que resulta cuestionable si la automatización ha generado un impacto significativo en la distribución funcional del ingreso.

Un aspecto central para explicar la caída en la participación de los salarios es la globalización del comercio, fenómeno cuyos efectos despiertan grandes controversias. En 1941, Stolper y Samuelson postularon que el intercambio internacional tiende a reducir las brechas salariales entre países desarrollados y en desarrollo. De acuerdo con esta idea, el factor productivo relativamente

5 Al interior de la heterodoxia, la corriente poskeynesiana cuenta con una innumerable cantidad de estudios acerca del comportamiento de los salarios en las últimas décadas.

6 Los tres últimos considerados resultados directos de las políticas de desregulación neoliberal.

más abundante en cada país resultaría beneficiado con el comercio a escala global: el capital ganaría en los países ricos y el trabajo en los países pobres.

Autores agrupados en torno a la corriente de pensamiento de Economía Política (Rodrik, 1997; Hein, 2015) sostienen que la disposición de los inversores a invertir por fuera de las fronteras nacionales puede resultar una amenaza contra los propios trabajadores de la economía doméstica. La preocupación que genera la pérdida de empleo si la producción se traslada al exterior otorga mayor poder de negociación al capital, que presiona los salarios a la baja, hasta hacerlos converger a los niveles internacionales. Investigadores como Harrison (2002), Jayadev (2007), y Stockhammer (2017) han estudiado el fenómeno en la era neoliberal evidenciando que, cuanto mayor es la apertura comercial y menores las barreras a la libre movilidad de capitales, la participación de los salarios en el ingreso nacional tiende a reducirse. Esto se verifica tanto para países avanzados como para países emergentes, en contraste con lo enunciado por Stolper y Samuelson. Organizaciones internacionales como la Organización Internacional del Trabajo (OIT) (2011) han publicado informes que proporcionan evidencias similares para economías en desarrollo, los cuales soslayan que el poder de negociación del trabajo –y consecuentemente el salario– han sido socavados debido a la liberalización del comercio internacional. La evidencia provista por la literatura empírica permite concluir que la tendencia global a la liberalización del comercio ha provocado una convergencia hacia abajo de los salarios entre las economías desarrolladas y emergentes.

Otras implicancias importantes de la política neoliberal que explican en parte este patrón de comportamiento de los salarios desde comienzos de los años ochenta son el achicamiento del Estado de bienestar y un menor nivel de sindicalización. Uno de los argumentos económicos detrás de estas políticas es que los trabajadores se sienten más respaldados en la lucha por las demandas salariales cuanto mayor es el gasto social. Otra de las explicaciones señala que la negociación colectiva impacta de manera negativa en los incentivos de los propietarios del capital a invertir. Una amplia variedad de estudios empíricos (Checchi y García-Peñalosa, 2010; Kristal, 2010; Hancké, 2012; Bengtsson, 2014) demuestran que los recortes en gasto social y la desregulación de instituciones de negociación salarial durante el neoliberalismo han debilitado a los trabajadores, contribuyendo a la caída en el salario real.

La última, pero no menos importante dimensión del neoliberalismo es la financierización de la economía mundial, la cual ha modificado drásticamente la lógica de funcionamiento de los mercados. Tal como es señalado por la corriente poskeynesiana, el cambio hacia este nuevo régimen de acumulación tiene un impacto crucial en la distribución del ingreso (Stockhammer, 2012), ya que la

financierización reorienta la inversión de las firmas productivas hacia el sector financiero, lo que supone una mayor rentabilidad y una menor demanda de fuerza de trabajo en relación con la inversión real. Otro aspecto de la financierización de la economía desde principios de los años ochenta es el crecimiento dramático en los niveles de endeudamiento de los hogares, cuya situación se ha vuelto mucho más vulnerable ya que a los costos básicos de vida se adicionan los pagos de deuda. Esto implica que hasta que las obligaciones no hayan sido totalmente canceladas, los miembros activos de la familia deberán conservar sus empleos y evitar demandas salariales conflictivas que pongan en peligro su puesto de trabajo. En los últimos años ha habido un desarrollo creciente de estudios que testean el impacto de la financierización en los salarios reales; mediante estudios empíricos para el periodo 1986-2007, Dühaupt (2017) evidencia que mayores pagos de intereses están asociados con caídas en los salarios reales. Guschanski y Onaran (2016) y Wood (2016) demuestran que, desde fines de la década de 1970, los altos niveles de deuda familiar o hipotecaria tienen importantes efectos negativos en los salarios en países avanzados como Estados Unidos y Reino Unido, resaltando que la financierización actúa en perjuicio del poder de negociación de los trabajadores e induce una redistribución del ingreso en favor del capital.

3. El estancamiento secular como resultado de la caída de la participación de los salarios en el ingreso

Las políticas de corte neoliberal conciben, de manera implícita, al salario únicamente como un costo de producción. Como consecuencia, un aumento de la participación salarial es considerado perjudicial para la economía en su conjunto, en la medida en que conduce a un achicamiento de la rentabilidad empresaria, una suba de los precios y una pérdida de competitividad a nivel internacional. Desde esta perspectiva, el foco está puesto exclusivamente en el lado de la oferta e ignora que en gran parte de los hogares el salario es una fuente importante de ingreso y, por consiguiente, una fuente potencial de demanda. Esto da cuenta que el paradigma neoliberal es incapaz de brindar una explicación al actual estancamiento secular: en la mayoría de los países, los salarios reales han permanecido estancados o han manifestado una tendencia a la baja por más de una década.

Autores de la escuela keynesiana sostienen –bajo el supuesto de que los trabajadores consumen todos sus ingresos⁷– que el aumento de los salarios

7 Lo cual fue postulado tempranamente por Kalecki en 1954.

dinamiza la economía vía una expansión de la demanda agregada. Desde finales de la década del noventa, varios modelos de crecimiento poskeynesianos han sido desarrollados siguiendo esta línea de interpretación;⁸ el modelo macroeconómico ampliado de Bhaduri y Marglin (1990) impulsado por la distribución del ingreso (*distribution-led model*) ha sido aceptado como el modelo de referencia por esta parte de la literatura, ya que permite examinar la magnitud de la reacción de los componentes de la demanda agregada de manera tal de determinar la naturaleza del régimen de demanda. Por lo tanto, estudiar el efecto sobre la demanda agregada requiere un análisis parcial y comparativo de los efectos relativos de una variación en la participación de los salarios (o los beneficios) en el consumo, la inversión y las exportaciones netas. Con tal finalidad, se considera una versión simplificada de la identidad macroeconómica básica de la composición de la demanda agregada:

$$Y = C + I + G + XN$$

Donde Y es el PBI, C el consumo, I la inversión, G el gasto del gobierno y XN las exportaciones netas. Para simplificar se supone que el gasto de gobierno depende solamente del producto, por lo que resulta indiferente a modificaciones en la participación del salario en el mismo. De igual manera, los cambios en la participación del salario en el ingreso se consideran exógenos, focalizando solo en sus efectos sobre la demanda.

La demanda interna de una economía se define como *wage-led* si el efecto positivo sobre el consumo de un incremento en la participación de los salarios es relativamente superior al efecto negativo sobre la inversión. Por el contrario, si el incremento salarial provoca un efecto en el consumo de menor magnitud que el provocado en la inversión, la economía doméstica es de tipo *profit-led*.

El estudio de los regímenes de demanda adquiere mayor complejidad cuando se incorpora al sector externo en el análisis. Tal como sostiene Blecker (1989), ya que la mayoría de las economías desarrolladas y en desarrollo funcionan en un estado de subutilización de su capacidad productiva –y bajo el supuesto de que la demanda interna es de tipo *wage-led*– es posible incrementar los salarios, el empleo y posteriormente la rentabilidad sin que ello cause mayores conflictos sociales. La suba del salario real en un escenario de economía abierta obliga a los capitalistas a tener que equilibrar entre una compresión de las ganancias a nivel local y una suba de precios para sostener los márgenes de rentabilidad, en simultáneo con una pérdida de competitividad a nivel internacional. En este

8 Por ejemplo, Rowthorn (1981) y Dutt (1984).

caso, la demanda total será de tipo *wage-led* si el efecto positivo en el consumo producto de una mayor participación de los salarios en el ingreso más que compensa los efectos negativos sobre la inversión y las exportaciones netas. Cuando ocurre lo contrario, la demanda total es de tipo *profit-led*.

A modo de conclusión, una economía puede ser domésticamente *wage-led*, pero *profit-led* a nivel agregado. Esta distinción es particularmente importante para economías abiertas y pequeñas, en las cuales la participación del sector externo en la demanda total es mayor que en economías grandes y desarrolladas, donde el efecto sobre las exportaciones netas puede dominar el régimen de demanda interna.

Dicho marco teórico ha inspirado una amplia variedad de estudios empíricos que exploran los efectos de los salarios reales en el consumo, la inversión y las exportaciones netas.⁹ Más allá de ciertas controversias, existe un amplio consenso en que la mayoría de las economías desarrolladas son de tipo *wage-led*, al menos a nivel doméstico. Esta idea es respaldada por los estudios empíricos de Hein y Vogel (2008), Stockhammer y Stehrer (2011) y Onaran y Galanis (2012), los cuales examinan gran cantidad de países de la zona del euro y otras economías desarrolladas (Estados Unidos, Reino Unido y Japón, entre otros) para el periodo posterior a 1970 y demuestran que el efecto positivo del consumo producto de una mayor participación de los salarios supera el efecto negativo en la inversión, lo que estimula el crecimiento. Resultados similares se obtienen cuando se incorpora el sector externo en el análisis (Hein y Vogel, 2008; Onaran y Galanis, 2012), lo que indica que economías grandes y desarrolladas son menos sensibles a *shocks* en el comercio internacional, sosteniendo a nivel agregado un régimen de crecimiento de tipo *wage-led*. El trabajo de Hein y Vogel (2008) testea el caso de Austria, cuyo régimen de crecimiento en el plano doméstico es *wage-led* pero *profit-led* a nivel agregado. Dicho estudio permite dar cuenta de la mayor vulnerabilidad al intercambio por parte de economías pequeñas y abiertas. Los regímenes de crecimiento de economías en desarrollo han sido estudiados por Onaran y Galanis (2012) y Onaran y Stockhammer (2005) quienes analizan los casos de Corea y Turquía, arribando a la conclusión de que incrementos en los salarios reales permitirían impulsar la demanda agregada en ambos casos. Onaran y Galanis (2012) testean también la hipótesis para México, Argentina, India, China y Sudáfrica, concluyendo que el aumento de la participación de los salarios mejora el crecimiento doméstico, pero cuando se considera el impacto en el sector externo la pérdida de competitividad debido a los aumentos de precios parece dominar el efecto total, afectando el crecimiento.

9 Si bien la literatura ha examinado mayormente el caso de economías desarrolladas, cabe destacar algunos trabajos que centran su atención en economías emergentes.

A modo de síntesis, un amplio cuerpo de estudios empíricos coincide en que la mayoría de las economías, ya sean avanzadas o emergentes, son de tipo *wage-led* a nivel doméstico. Al tomar en consideración las exportaciones netas, el régimen de crecimiento en el agregado puede no ser el mismo. En particular, en las economías pequeñas y abiertas los incrementos salariales pueden tener efectos positivos en la demanda interna, pero perjudican la demanda externa debido al encarecimiento de los precios en relación con los competidores internacionales. De esta manera, incrementos salariales en economías pequeñas orientadas a las exportaciones pueden implicar una pérdida de competitividad y convertir el régimen de demanda en uno de tipo *profit-led* a nivel agregado. Si bien economías pequeñas pueden, en forma individual, estimular la demanda reduciendo los salarios para aumentar sus excedentes exportables, la estrategia falla si todos los países la adoptan en simultáneo. Si todas las economías recortan salarios al mismo tiempo los efectos exportadores resultan neutralizados, pero los efectos negativos de la demanda interna continúan operando, lo que termina afectando la demanda global. Consecuentemente, la restricción salarial es una política de empobrecimiento del país vecino que tiene externalidades negativas en términos de demanda global.

La globalización ha creado incentivos para que los países participen en una carrera constante hacia la fijación de salarios más bajos. La actual era de estancamiento económico es producto de la demanda insuficiente creada por la caída de los salarios reales, conclusión acorde con el trabajo de la OECD (2015) que destaca una fuerte relación entre el estancamiento y la creciente desigualdad de ingresos. Tal como fue mencionado en la sección anterior, la tendencia decreciente de la participación de los salarios en el ingreso a nivel mundial desde comienzos de los ochenta (FMI, 2017) es el resultado de la agenda de reformas neoliberales que incluye la globalización del comercio, un achicamiento del Estado de bienestar, la disminución de la participación sindical y la financierización de la economía. De aquí surge el interrogante de cómo el capitalismo ha logrado evitar el estancamiento en las últimas décadas en un contexto de caída sostenida del salario.

4. La frágil recuperación neoliberal: modelos de crecimiento impulsados por exportaciones y modelos de crecimiento impulsados por deuda

Tal como se concluyó en la sección anterior, si la mayoría de los regímenes de demanda son de tipo *wage-led*, ¿cómo se explica el crecimiento de las últimas décadas bajo un régimen neoliberal que ha fomentado la redistribución

del ingreso en favor del capital? La respuesta a esta pregunta se halla en dos de los principales pilares de la agenda de política neoliberal: la liberalización comercial y financiera. La promoción de regímenes de “*laissez faire*” en ambos sectores desde principios de la década de 1980 dio lugar a dos patrones de crecimiento insostenibles: un modelo de demanda impulsado por deuda y un modelo impulsado principalmente por superávits comerciales (Stockhammer, 2015).

Respecto al primer modelo, el endeudamiento –y particularmente la deuda de los hogares– ha mostrado un sostenido crecimiento en varios países, en su mayoría anglosajones. El proceso de crecimiento en economías con ratios de deuda en constante aumento se vuelve insostenible; la expansión económica en dicho escenario se torna dependiente del acceso a fuentes de financiamiento externas, tales como la toma de deuda o la emisión de acciones. Minsky (1986) ha enfatizado en la insostenibilidad de este esquema al señalar que ratios de deuda crecientes están asociados con mayores pagos de deuda futuros por parte de las firmas y los hogares, lo cual obstaculiza la demanda y termina desencadenando crisis financieras.

En relación con el segundo modelo, un régimen basado en excedentes de exportación como estímulo al crecimiento económico resulta a primera vista insostenible ya que no es posible esperar que la demanda externa se mantenga siempre en niveles altos. Sin embargo, el mecanismo por el cual sobreviene la crisis no resulta tan evidente. Bajo este patrón de crecimiento, es más probable que la crisis económica tenga lugar en países con déficit de cuenta corriente que en aquellos con cuentas superavitarias. En cierta medida, economías impulsadas por exportaciones que gozan de superávits tienden a externalizar la crisis debido a la interdependencia con las economías receptoras de sus bienes y/o servicios, deficitarias por definición. Alemania es un claro ejemplo de una economía de tipo *export-led* que también es *wage led*; el impulso al crecimiento requiere cada vez mayores estímulos a la exportación basados en el aumento de los déficits y la vulnerabilidad de los países receptores de sus exportaciones, cuya demanda se sostiene en el consumo financiado con deuda.

Hein y Mundt (2012) proporcionan una clasificación empírica exhaustiva de las economías de tipo *debt-led* y *export-led*, basada en cómo reacciona la demanda ante incrementos de la deuda y las exportaciones netas. Las principales conclusiones muestran que el patrón de crecimiento en la era neoliberal en una cantidad considerable de países desarrollados (tales como Australia, Reino Unido, Estados Unidos, Francia e Italia, entre otros) y países emergentes (entre los cuales se destacan México, India, Sudáfrica y Turquía) es impulsado por consumo financiado con deuda. Por el contrario, Alemania, Canadá, Japón y Corea del Sur muestran una demanda liderada por excedentes de exportación,