

# DEFLACION Y MERCADOS FINANCIEROS

Por: Arturo Guillén R. \*

## 1. Introducción

Las condiciones de la economía mundial cambiaron sustantivamente en los años ochenta del siglo pasado. La crisis de la deuda externa de los países subdesarrollados que irrumpió en México en 1982, implicó un cambio significativo en el funcionamiento de la economía. Las tendencias a la deflación, que no se habían manifestado desde el periodo de Entreguerras, se hicieron presentes de nuevo.

La interrupción de los créditos externos por parte de los bancos transnacionales como resultado de la crisis de la deuda externa, provocó el desplome de la capacidad de importación de los países endeudados. Debido a ello y a la competencia intensificada de estos países en su objetivo de incrementar las exportaciones y conseguir divisas, se presentaron por primera vez en varias décadas tendencias deflacionistas en la economía mundial. Los precios de los productos básicos se derrumbaron y la relación de intercambio se modificó en detrimento de los países subdesarrollados (cuadro 1). Al mismo tiempo, se comenzaron a aplicar tanto en los países industrializados como en la periferia del sistema, políticas económicas monetaristas (políticas monetarias y fiscales restrictivas) para controlar la inflación, atribuida, según esta visión, a los excesos del intervencionismo del Estado en la economía.

---

\* Profesor - Investigador Titular de T.C. del Departamento de Economía de la Universidad Autónoma Metropolitana Iztapalapa. Jefe del Area de Economía Política. México, D.F. E-mail:

## Cuadro 1.

Índices de la relación de precios del intercambio de bienes.

Año	Total/1
1980	153.7
1981	94.3
1982	86.5
1983	86.0
1984	90.8
1985	119.6
1986	76.7
1987	76.1
1988	78.3
1989	78.3
1990	95.4
1991	96.7
1992	95.0
1993	95.0
1994	99.2
1995	100.0
1996	101.9
1997	104.2
1998	98.6
1999	97.8
2000	nd.

/1Se refiere a los 17 países de habla hispana más Brasil y Haití

Fuente: Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe. Varios años

Las políticas desinflationistas reforzaron las tendencias a la deflación. Dentro de Estados Unidos se presentaron en los años ochenta síntomas de deflación en algunos sectores de la economía (Guttman, 1994) <sup>1</sup>: la crisis en el sector petrolero (1982) en el suroeste, que llevó a la quiebra al **Penn Square Bank of Oklahoma City** ; la llamada crisis agrícola (1985) vinculada a la caída de los precios de la tierra; la quiebra de las sociedades de

---

[gria@xanum.uam.mx](mailto:gria@xanum.uam.mx) . Agradezco el apoyo entusiasta y valioso de mi ayudante de investigación Maritza Granados.

<sup>1</sup> Robert Guttman (1994). **How Credit-Money Shapes the Economy. The United States in a Global System**. Armonk, N.Y – Londres, 561 p.

ahorro y préstamo (1987) que provocó un rescate multimillonario, con fondos públicos, de estos intermediarios financieros; y el estrangulamiento del crédito (**credit crunch**) en los bancos comerciales a finales de esa década, derivado del incremento de sus carteras vencidas.

Existe una estrecha vinculación entre la liberalización, apertura y desregulación financiera que adquirió una dimensión planetaria en el curso de los años ochenta, y el surgimiento, en el curso de los años noventa, de crisis financieras seguidas de procesos deflacionarios en la economía. El estancamiento productivo de la mayoría de los países desarrollados y subdesarrollados de los noventa fue, entonces, una consecuencia de los procesos de apertura y liberalización financiera emprendidos en el marco de la globalización.

La tendencia dominante en los países avanzados durante los noventa, con excepción de Estados Unidos y Canadá fue el estancamiento en la economía real, con independencia de la fase del ciclo económico en que se encontraran las economías (cuadro 2). Como puede observarse en dicho cuadro, el crecimiento promedio del PIB fue inferior al de décadas anteriores. Dicho estancamiento ha estado acompañado por una creciente fragilidad y volatilidad en los sistemas financieros expresados en fenómenos, como los siguientes: altos niveles de endeudamiento público y privado; contracción de los agregados monetarios y del crédito; bajas abruptas en los precios de los bienes raíces, de los activos financieros y de las materias primas, así como de otros productos y servicios; crisis bancarias y de divisas; etc.

## Cuadro 2.

**Tasas medias de crecimiento del PIB(1961-2000)**

País	1961-1973	1974-1980	1981-1990	1991-2000
Estados Unidos	4.5	2.9	3.0	3.7
Canadá	5.6	3.7	2.8	3.3
Japón	9.2	4.2	4.1	1.0
Alemania	4.3	2.5	2.5	1.6
Francia	5.4	2.6	2.5	2.4
Reino Unido	3.2	1.4	3.1	2.7
Italia	5.0	3.3	2.4	1.6

Fuente: Financial Statistics. Varios años

Durante la recesión de los países desarrollados de 1990-1992, las tendencias a la deflación se presentaron en varios de ellos. Problemas de sobreendeudamiento, caída de los precios de los activos inmobiliarios y financieros, crisis bancarias y estancamiento productivo se presentaron en Gran Bretaña, Francia, Suecia y otros países avanzados a comienzos de esta década. En todos los casos, los problemas coincidieron con el tránsito de sistemas financieros administrados, con fuerte supervisión estatal, a sistemas financieros liberalizados, más abiertos a los movimientos internacionales de capital. Los choques deflacionarios fueron controlados y reabsorbidos en Estados Unidos, Gran Bretaña y otros países europeos, no así en Japón. Esta potencia oriental se encuentra sumida desde entonces en una deflación profunda. Ha experimentado tres recesiones cíclicas en una década, enfrenta una crisis financiera y bancaria irresuelta y la bolsa de valores sigue postrada en niveles de mediados de los ochentas. Las medidas de política monetaria y fiscal han sido incapaces de rescatar a la economía del estancamiento. Durante el periodo 1990-2000, el crecimiento promedio anual del PIB fue de sólo un 0.6%.

La presencia de estos fenómenos ha dado lugar a que en la literatura académica, así como en la prensa especializada, se hable cada vez con mayor frecuencia de deflación o de la presencia de tendencias deflacionistas en la economía, fenómeno al que no se aludía prácticamente desde la Gran Depresión de los años treinta.

En un número publicado en 1992, la revista **The Economist** definía la situación de la economía de los países industrializados de la siguiente manera:

"En un país tras otro, la contracción ha sido más larga y la recuperación más débil que en el pasado."(...) No es coincidencia que las recesiones más prolongadas se han presentado en los países donde los consumidores y las firmas han acumulado las deudas más grandes. Los países angloparlantes más grandes, además de Japón y de los países escandinavos, están experimentando una horrible deflación de endeudamiento. Vastas deudas y precios de los activos a la baja están estorbando la recuperación."<sup>2</sup>

En una dirección parecida, el Presidente de la **Reserva Federal** de E.U., Alan Greenspan, señaló, al comienzo de la década de los noventa, que los problemas que enfrentaba la

---

<sup>2</sup> **The Economist**, Londres, 7 de noviembre de 1992.

economía norteamericana al salir de la recesión de 1990-1992, eran más severos y duraderos de lo que originalmente se pensaba. En su opinión, la economía "está aún recuperándose de los excesos pasados que implicaron una sobreconfianza generalizada en la deuda para financiar la acumulación de activos. Muchas de estas actividades estuvieron basadas ampliamente en expectativas infladas sobre los precios futuros de los precios de los activos y el crecimiento del ingreso".<sup>3</sup>

La crisis mexicana de 1994-1995 fue otro eslabón de las tendencias deflacionistas de la economía mundial (box 1). La crisis en México estuvo asociada con la liberalización y apertura emprendidas a mediados de los años ochenta, con el objeto de impulsar un nuevo modelo de desarrollo de corte neoliberal (Guillén, 2000) <sup>4</sup>. En 1997-98 la crisis de Asia - que se extendió a Rusia y Brasil - presenta causas muy parecidas a las de la crisis mexicana, jugando un papel de primera importancia la volatilidad de los flujos internacionales de capital (box 2). La crisis asiática fue una consecuencia de los efectos desestabilizadores de los flujos privados internacionales de capital. Se trató de una crisis de deuda - deflación que puso fin al ciclo largo de expansión en la región que se prolongó hasta la década de los noventa. La crisis fue impulsada, agudizada y amplificada mundialmente por la existencia de un sistema monetario y financiero internacional pragmático y sin reglas claras y explícitas, basado en el financiamiento de los desequilibrios externos mediante flujos externos de capital de carácter especulativo.

La devaluación abrupta de las monedas y el desplome de los mercados bursátiles de Asia-Pacífico sacaron a la superficie una situación de sobreendeudamiento externo y interno que se había gestado y expandido durante el largo periodo de crecimiento dinámico de las economías asiáticas. Cuando esas economías se desaceleraron y abrieron sus cuentas de capitales recurrieron excesivamente al endeudamiento externo, principalmente privado y de corto plazo. Consecuentemente, se desencadenaron en la mayoría de esos países crisis de deuda-deflación, que transmitieron tendencias recesivas en sus economías internas y en el conjunto de la economía mundial.

---

<sup>3</sup> Citado por Leonard Silk. *Dangers of slow growth. Foreign Affairs*, p. 172.

<sup>4</sup> Arturo Guillén R. (2000). *México hacia el siglo XXI: crisis y modelo económico alternativo*. México, Plaza y Valdés ed.- UAMI. 319 p.

El peligro mayor de una deflación generalizada lo constituye actualmente Estados Unidos. Durante la atípica expansión de los noventa asociada al desarrollo de la llamada **nueva economía**, se gestaron las condiciones de una crisis de deuda – deflación, debido a los altos niveles alcanzados por el endeudamiento privado y público y a la burbuja especulativa creada en torno a la bolsa de valores de Nueva York. Con la recesión en marcha desde marzo del 2001, los índices de precios al consumidor y al productor han registrado tasas negativas durante algunos meses. De producirse una crisis financiera en ese país, la probabilidad de una deflación aguda, con repercusiones mundiales, sería muy alta.

## 2. El concepto de deflación

El significado del concepto de deflación, así como su alcance y especificidades, no resultan fácilmente comprensibles. Comúnmente, la deflación se define como el fenómeno opuesto a la inflación, es decir, como una baja en el nivel general de precios. Como esto no ha ocurrido de manera generalizada desde la Gran Depresión de los años treinta del siglo pasado, el gran público e incluso muchos economistas consideran un anacronismo referirse actualmente a la deflación, la cual, en su opinión, existió en el pasado, pero no tiene ninguna validez en las economías contemporáneas. Por ejemplo, Craig Thomas, de **Dismal. Com**, comenta que él quitaría la palabra deflación del diccionario, mientras que Lew Rockwell del Instituto liberal Von Mises, afirma que aunque hubiera deflación, cuestión que él pone en duda, sería una buena cosa, ya que implicaría comprar más bienes con menos.<sup>5</sup> Inclusive autores de orientación marxista rechazan la existencia de la deflación, porque consideran que en las economías contemporáneas predominan estructuras oligopólicas y existe una fuerte presencia económica del Estado, lo que impediría la baja generalizada de los precios.

---

<sup>5</sup> Citado por Bruce Bartlett (2001) . **Opinión Editorial**. National Center for Policy Analysis, 21 de nov. <http://www.ncpa.org/edo/bb/2001/bb112101.html>

Otra razón del desinterés por el tema es que el pasado inflacionario es muy reciente y trágico; de allí, que la *economía estándar* todavía considere que la inflación es el problema macroeconómico más importante. Los bancos centrales de la mayoría de los países tienen como función principal lograr la estabilidad de la moneda mediante el control de la inflación, quedando fuera de sus objetivos cuestiones macroeconómicas vitales, como el crecimiento y el empleo. Sin embargo, otros economistas importantes como Paul Krugman (2000), que se preocupan por estudiar la realidad en vez de aferrarse a ideas preconcebidas, reconoce que:

“Hasta ahora, ninguna de las declinaciones de precios se parecen a la deflación masiva que acompañó a la Gran Depresión. Pero la aparición de la deflación como un problema extendido es preocupante, no sólo por sus implicaciones económicas inmediatas, sino porque hasta muy recientemente la mayoría de los economistas, yo incluido, consideraban una deflación sostenida como un prospecto fundamentalmente inverosímil, algo que no debería ser una preocupación”<sup>6</sup>

La persistencia y agudeza de los procesos inflacionarios experimentados en la década de los setenta y ochenta, así como la prioridad concedida por la política económica gubernamental a la lucha contra la inflación, explican, pues, la despreocupación por analizar el surgimiento de fuerzas deflacionistas en la economía mundial. La incompreensión del fenómeno de la deflación se debe, también, a que se parte de una definición popular y simplista del mismo, según la cual sería, simplemente, el fenómeno opuesto a la inflación, la cual siendo válida reclama de diversas precisiones. Por ejemplo, el Diccionario Económico de **Penguin**, define deflación como:

"1. Una reducción en el nivel general de precios. Antónimo de inflación. 2. Una reducción del nivel de actividad económica en una economía. La deflación resultaría en niveles más bajos de ingreso nacional, empleo e importaciones y tasas más bajas de incremento de salarios y precios. Puede ser el resultado de políticas monetarias, tales como incrementos en las tasas de interés y contracción de la oferta monetaria y/o por políticas fiscales, tales como incrementos en los impuestos (directos o indirectos) o reducciones en el gasto del

---

<sup>6</sup> Paul Krugman (2000). **Can deflation be prevented?** [web.mit.edu/krugman/www/deflator.html](http://web.mit.edu/krugman/www/deflator.html) . p. 1.

gobierno. Los objetivos de la deflación pueden ser mejorar la balanza de pagos, parcialmente mediante la disminución de la demanda agregada y por tanto de las importaciones, y parcialmente causando desinflación y mejorando las exportaciones".<sup>7</sup>

Según esta definición, la deflación sería la combinación de una baja en el nivel general de precios con una baja en el nivel general de actividad económica. Como una primera aproximación al problema, esta definición es correcta. Conviene, sin embargo, hacer algunas aclaraciones. Es necesario, de entrada, no confundir deflación con:

- Una baja de los precios relativos de las mercancías.
- Desinflación.

En el primer caso, los precios de las mercancías pueden bajar como consecuencia de una reducción en costo de los insumos, de una mayor intensidad del trabajo y de una elevación de la productividad de trabajo, o de todas esas causas juntas. Se trata, sin embargo, en este caso, tal como lo explica la teoría económica estándar, de una baja en su **precio relativo**, la que modifica las relaciones de intercambio de unas mercancías por otras, pero de ninguna manera estamos frente a una baja en los precios de *todas las mercancías*. Deflación, por el contrario, significa que todas las mercancías bajan de precio, aunque a ritmos diferentes por supuesto. En otras palabras, la deflación implica una apreciación del dinero, como su contraparte, la inflación, implica una depreciación del dinero frente al mundo de las mercancías.

En el segundo caso, la **desinflación** tiene que ver con una determinada política económica orientada a controlar la inflación. Pero la desinflación no se debe confundir con deflación. Una política monetaria o fiscal o salarial restrictivas pueden contribuir, en ciertos casos, a reducir la inflación. Este proceso de baja del ritmo de crecimiento de los precios lo llamamos **desinflación**. Esta significa una disminución de la inflación, pero no por fuerza implica deflación. Por supuesto, si las condiciones para el surgimiento de la deflación están dadas (sobreendeudamiento, desregulación, apertura a los flujos externos de capital, etc.), una política desinflacionaria ortodoxa como la que aplican los políticos neoliberales y aconseja el Fondo Monetario internacional (**FMI**), puede efectivamente reforzar las tendencias deflacionistas de la economía.



Hay que tomar en cuenta, además, que la deflación presenta en el tiempo presente rasgos específicos respecto a las deflaciones "salvajes" de los años treinta o de otras grandes crisis anteriores del capitalismo. Durante el periodo 1873-1896, cuando se presenta la primera gran crisis del capitalismo, la deflación fue mundial: los precios bajaron ininterrumpidamente por más de veinte años. En ese lapso el valor unitario de las exportaciones mundiales disminuyó 36% <sup>8</sup>. En la gran crisis de los años treinta del siglo pasado, la situación fue parecida no obstante el mayor grado de monopolio de las economías desarrolladas. El índice general de precios en Estados Unidos disminuyó 35.6% entre 1929 y 1932. <sup>9</sup>

La deflación en su comportamiento **clásico** iba acompañada de reducciones en el nivel general de precios. Sin embargo, en el capitalismo contemporáneo, caracterizado entre otras cosas por el predominio de mercados oligopólicos, las bajas en los precios de las mercancías se evitan al máximo y/o se circunscriben a algunos sectores o tipos de bienes, mientras que los índices generales siguen registrando, en términos generales, incrementos. En los últimos cinco años, sin embargo, Japón y Argentina han experimentado bajas continuas en sus índices generales de precios, aunque no de la intensidad de las bajas habidas durante la Gran Depresión de los años treinta (cuadro 3).

### Cuadro 3.

---

<sup>7</sup> **The Penguin Dictionary of Economics**. Londres, 1978, Penguin Books. pp. 118-19

<sup>8</sup> Citado por Jean-Francois Vidal (2001). **Sorties de crise et changements institutionnels: le cas des années 1873-1896. La lettre de la regulation**. <http://www.upmk-grenoble.fr/irepd/docregul.htm> . p.1.

<sup>9</sup> Citado por Charles P. Kindleberger (1973). **La crisis económica 1929-1939**. Barcelona, 1985, Editorial Crítica. p. 170.

### Precios al consumidor

	Estados Unidos	Japón	Argentina
1990	5.40	3.10	2314.00
1991	4.20	3.30	171.70
1992	3.00	1.70	24.90
1993	3.10	1.30	10.60
1994	2.60	0.70	4.20
1995	2.80	-0.10	3.40
1996	2.90	0.10	0.20
1997			
I	2.90	0.60	0.70
II	2.30	2.00	0.70
III	2.20	2.10	0.60
IV	1.90	2.10	nd.
1998			
I	1.00	2.00	0.60
II	1.00	0.30	1.20
III	0.80	-0.20	1.10
IV	1.50	0.50	0.80
1999			
I	1.70	-0.10	nd.
II	2.10	0.30	-1.10
III	2.30	nd.	-1.80
IV	2.60	-1.00	-1.80
2000			
I	3.20	-0.70	-1.30
II	3.30	-0.70	-1.00
III	3.50	-0.70	-0.60
IV	2.60	-0.50	-0.60
2001			
I	3.40	-0.10	-1.40
II	3.40	-0.50	-0.10

Fuente: Financial Statistics. Varios años

Desde la **gran crisis** de los años treinta del siglo pasado, el Estado desarrolló un conjunto de instituciones, entre ellas la creación de un **prestamista de última instancia** en la esfera financiera (bancos centrales que asumen ese rol, organismos de regulación y supervisión bancaria, etc.), con las que se busca evitar deflaciones **abiertas** inyectando liquidez al sistema financiero. De esa manera, se busca evitar que las crisis financieras localizadas que eventualmente se presenten conduzcan a depresiones y se conviertan en **crisis sistémicas**. El Estado, asimismo, contrarresta la deflación actuando directamente como empresario o elevando mediante el gasto público y el déficit presupuestal, los niveles de demanda efectiva.

Cabe señalar, finalmente que si bien todas las deflaciones implican el desarrollo de fuertes tendencias recesivas en la producción, no todas las recesiones cíclicas van acompañadas de procesos deflacionarios. En otras palabras, todas las deflaciones han significado, históricamente, recesiones agudas. Sin embargo, lo contrario no es cierto, ya que no todas las recesiones productivas conducen, necesariamente, a la deflación. Esto fue así durante el periodo de estabilidad estructural del capitalismo, que se vivió desde el término de la Segunda Guerra Mundial hasta finales de los años sesenta del siglo pasado. De allí que Hyman Minsky (1982) <sup>10</sup>, plantee que durante los setenta, el resultado de los cambios institucionales en el funcionamiento del capitalismo fue “una serie de recesiones cortas y contenidas y la emergencia del fenómeno especial de la **estanflación**, vgr. expansiones incompletas e inflación.”

### 3. Grandes crisis y deflación

La deflación es un fenómeno asociado a las **grandes crisis** del capitalismo, es decir a los periodos, históricamente identificables, en los que se interrumpe la estabilidad estructural de la reproducción ampliada del capital. Aunque existen diversas interpretaciones sobre la gran crisis de los años setenta del siglo pasado, la mayoría de los análisis reconocen que su irrupción marcó un quiebre cualitativo en las tendencias de la acumulación del capital. Las grandes crisis no pueden ser explicadas con las teorías clásicas del ciclo corto de los negocios. Eso no quiere decir que el ciclo corto deje de operar. Durante las grandes crisis, las crisis cíclicas - aunque persisten y se profundizan- no crean las condiciones para una expansión vigorosa y prolongada, ni resuelven de manera efectiva las contradicciones del sistema.

Las crisis de los modos de regulación son procesos con una duración mayor a la del ciclo corto, cuyo rasgo distintivo es la incertidumbre respecto a su desarrollo y a su salida. Se trata de procesos contradictorios, mediante los cuales los sistemas productivos y financieros son reestructurados. Esta reestructuración abarca las relaciones internacionales entre los sistemas productivos dominantes (de los países desarrollados),

---

<sup>10</sup> Hyman Minsky (1982). *Debt Deflation processes in Today's Institutional Environment*. *Quarterly Review*. Banca Nazionale del Lavoro, vol. 26. num. 3. p.184

así como las relaciones entre estos y los sistemas productivos dominados (de los países subdesarrollados).

Las grandes crisis están vinculadas con sistemas financieros frágiles (Minsky, 1982).

“Los ciclos suaves y los severos están diferenciados por el grado de involucramiento del sistema financiero. En los ciclos suaves el sistema financiero permanece estable. En los ciclos depresivos profundos, las crisis financieras y lo que Fisher caracterizó como proceso de deuda-deflación, están involucradas”.<sup>11</sup>

Las grandes crisis aparecen al final de un **boom** de inversión financiado con deuda (Minsky, 1986).

“Un incremento marcado en la fragilidad de la economía –según él- ocurre cuando un **boom** de inversión financiado externamente (es decir con fondos no propios, A.G.) tiene lugar. Las relaciones financieras aseguran que un **boom** de inversión conducirá a un entorno con financiamiento de posiciones crecientemente especulativo, lo que en su turno conduciría a condiciones proclives a la crisis. Esto es, una estructura financiera en la cual puede ocurrir la deuda-deflación, y en la cual los sucesos que disparan el inicio de la deuda-deflación son el resultado normal de relaciones de financiamiento que se incuban durante un **boom** de inversión”<sup>12</sup>

En un trabajo posterior (Minsky, 1994) refrenda la tesis de que las grandes crisis están asociadas a la fragilidad de los sistemas financieros desarrollada durante la fase larga expansiva anterior.

“(…) Las depresiones más severas de la historia se presentan después de un periodo de buen desempeño económico, donde sólo ciclos menores perturban la expansión general de la economía. En la medida en que la economía se expande, siendo interrumpida sólo por desaceleraciones menores, la estructura de los pasivos de las empresas, los hogares y las instituciones financieras, cambia de tal manera que los compromisos de pago de

---

<sup>11</sup> **Ibid.** p. 377.

<sup>12</sup> Hyman Minsky (1986). **Stabilizing an Unstable Economy**. New Haven y Londres, Yale University Press. p. 217-18.

deuda se incrementan en relación con el flujo de efectivo que se deriva del ingreso; incluso la proporción de aquellos activos cuyo valor de mercado es “seguro”, declina en relación con el valor total de los activos en el mercado”<sup>13</sup>

Las grandes crisis pueden ser caracterizadas como **crisis del modo de regulación**. El concepto **modo de regulación** se refiere al conjunto estructurado de procedimientos sociales utilizados por el capitalismo en cada fase de su desarrollo, para hacer frente a las contradicciones del proceso de acumulación del capital.

Cada **modo de regulación**, históricamente establecido, ha permitido al capitalismo resolver temporalmente las contradicciones y alcanzar procesos durables y estables de crecimiento económico. La regulación implica, por lo tanto, la articulación eficaz de las dos leyes de la ganancia: **la ley de la tendencia descendente de la tasa de ganancia y la ley de la formación de la ganancia media**. Por articulación eficaz de estas dos leyes se entiende una situación en la cual las contratendencias que obstaculizan la caída de la tasa de ganancia debida al progreso técnico, operan eficientemente, mientras que el reparto de la plusvalía entre los capitalistas individuales se efectúa normalmente, de acuerdo con normas aceptadas por todos ellos (De Bernis, 1978).<sup>14</sup>

Cuando un **modo de regulación** entra en crisis, la articulación de las dos leyes de la ganancia deja de ser eficaz. La tasa media de ganancia se contrae como consecuencia del incremento de la composición orgánica del capital y del hecho de que las contratendencias - que durante la expansión de largo plazo mantuvieron la rentabilidad en niveles suficientes - pierden efectividad. La baja de la tasa de ganancia desalienta el proceso de inversión y restringe la demanda efectiva.

En otras palabras, mientras que el progreso técnico es un proceso ininterrumpido bajo el capitalismo, que se traduce tarde o temprano en un incremento del capital constante respecto del variable, las causas contrarrestantes, que básicamente aluden a una

---

<sup>13</sup> Hyman Minsky (1994). *Ondas largas en las relaciones financieras: factores financieros en las depresiones más severas*. *Revista Problemas del Desarrollo*. Vol.30. Num. 119. México, IIEC-UNAM, octubre-diciembre de 1999. p. 178.

<sup>14</sup> Gérard de Bernis (1978). *Equilibrio y regulación, una hipótesis alternativa y proposiciones de análisis*. *Revista Investigación Económica*. México, abril-junio de 1978, Fac. de Economía, UNAM.

elevación de la tasa de plusvalía o a un abaratamiento del capital constante, tienen límites precisos.

La caída de la tasa de ganancia trastoca el proceso de formación de la ganancia media. La normalidad en el reparto de la plusvalía se altera mediante la utilización de procedimientos inflacionistas por parte de los empresarios. Los sectores dominantes del capital tratan de contrarrestar la baja en la rentabilidad, a través del control que ejercen en la formación de los precios de las mercancías. Se produce, entonces, una alteración en la estructura de precios relativos en el ámbito nacional e internacional, en favor de los capitales más poderosos, quienes recargan en los trabajadores o en otros capitalistas, el peso de la crisis.

**Las grandes crisis o crisis del modo de regulación** se desenvuelven en dos grandes fases (De Bernis, 1986):<sup>15</sup>

- Una primera fase donde el proceso de crecimiento se torna inestable y predominan las tendencias a la inflación, así como a la apertura e internacionalización de las economías.
- Una segunda fase, donde predominan las tendencias a la deflación y al proteccionismo.

El planteamiento de que las crisis de los modos de regulación atraviesan por dos fases sucesivas y opuestas se basa en la observación de los elementos empíricos que aportan las **grandes crisis**: la que comenzó en 1873; la de los años treinta del siglo XX; así como la crisis iniciada a finales de los años sesenta de ese siglo. Este enfoque sobre la necesidad de periodizar las grandes crisis obliga a considerar a éstas no sólo como puntos de ruptura de la reproducción del capital a largo plazo, sino como **procesos de desarrollo contradictorios**, en los cuales se reestructuran los sistemas productivos y financieros y se gesta la posible salida de la crisis y el arribo a un nuevo modo de regulación. Todo ello, a través de procesos agudos de deflación y de desvalorización y reestructuración del capital social.

---

<sup>15</sup> Gérard de Bernis (1986). *Propuestas metodológicas para un análisis de la primera fase del trabajo de crisis* en Arturo Guillén R. coord. **Naturaleza de la actual crisis**. México, Editorial Nuestro Tiempo. UAMI. 164 p.

Durante la primera fase de las **grandes crisis** predominan las tendencias a la inflación y a la apertura externa de las economías, mientras que en la segunda fase predominan las tendencias a la deflación y al proteccionismo. Según las propias palabras de De Bernis (1986):

"(La primera fase) sigue siendo una fase de crecimiento (recordemos que en 1930 los Institutos de Coyuntura no habían logrado, a través de sus indicadores, encontrar la crisis de 1929). Aún más, es una fase en la que coexisten (1879-1882; 1925-1929) inflación y desempleo, fenómeno que no es nuevo en la historia del capitalismo. En cuanto a la segunda fase, se caracteriza por una vigorosa deflación, un estrechamiento de los mercados y desmoronamiento de la inversión "(...)

"Constatamos igualmente que la primera fase es una fase de apertura (de desestabilización) de los sistemas productivos, de internacionalización (...) En cuanto a la segunda fase, es una fase de repliegue (...) después de haber exaltado el mercado mundial (finales de los años 1870; antes de 1929), viene el repliegue en desbandada sobre el espacio nacional" <sup>16</sup>

Lo mismo sucede con la última gran crisis iniciada a finales de los años sesenta del siglo pasado y que persiste al comenzar el siglo XXI. La primera fase de esta crisis (1968-1981) es, en términos generales, una fase inflacionaria y de aguda internacionalización. La inflación se acelera y se convierte en un fenómeno independiente del ciclo económico dando lugar al surgimiento de la *estanflación* (estancamiento con inflación). Los países desarrollados ante la baja de la tasa de ganancia proyectan sus capitales al exterior, lo que acelera el crecimiento del comercio mundial, de la inversión extranjera directa (IED) y de los empréstitos internacionales de los países de la periferia con los bancos transnacionales que operan en el mercado del eurodólar. El sobreendeudamiento externo de América Latina se desplegó en la década de los setenta.

---

<sup>16</sup> *Ibid.* p. 164-165

La segunda fase de la crisis que se inaugura con la crisis de la deuda externa de 1982 es, por el contrario, fundamentalmente deflacionaria (Guillén, 1992 ).<sup>17</sup> Entre los principales rasgos de esta segunda fase se encuentran: el menor ritmo de crecimiento de las economías tanto de los países desarrollados como de los mal llamados países en vías de desarrollo; la aplicación de políticas antinflacionarias y programas de ajuste de corte ortodoxo; el deterioro de los términos de intercambio en el comercio de los países subdesarrollados<sup>18</sup>; el refuerzo del proteccionismo en los países desarrollados; la desregulación y fragilidad crecientes de los sistemas financieros; y la mayor volatilidad y propensión a la irrupción de crisis bursátiles, financieras y cambiarias

#### 4. La teoría de la deuda-deflación de Irving Fisher

¿Cómo se transita de la fase inflacionaria de la crisis a la deflacionaria? ¿Es ésta segunda fase inevitable? ¿Qué factores determinan la deflación? Para la comprensión teórica de la deflación y para avanzar en la respuesta a dichas interrogantes, me parece especialmente fructífero el análisis efectuado por el economista estadounidense Irving Fisher, a propósito de la Gran Depresión de los años treinta, así como los realizados por J.M. Keynes también en ese periodo y los posteriores trabajos de Hyman Minsky.

Para explicar la deflación, Fisher propone una teoría basada en el sobreendeudamiento gestado en los años previos a la depresión. En un importante artículo intitulado **The Debt-Deflation Theory of the Great Depressions** (1933) desarrolla su teoría.<sup>19</sup> Los antecedentes de la misma se encuentran en sus clases en la Universidad de Yale en 1931 y en su libro **Booms and Depressions**.

Fisher comienza su análisis rechazando la noción de equilibrio, concepto angular de la economía neoclásica, la cual, de acuerdo con él, existe "solamente en la

---

<sup>17</sup> Arturo Guillén (1992). **La fase deflacionaria de la crisis estructural**. *Revista Investigación Económica*. Vol. LI. Num. 199. México, Fac. de Economía, UNAM, enero-marzo de 1992. p.149-183.

<sup>18</sup> En el amplio periodo 1980-2000, si bien hubo algunos años en que los precios de los productos básicos repuntaron, la tendencia fue negativa para los países de la periferia, no lográndose recuperar el nivel de la fase expansiva anterior. Entre 1980 y 1999, la relación de intercambio de los países de América Latina registró una contracción acumulada del 57.1%

<sup>19</sup> Irving Fisher (1933). **The Debt-Deflation Theory of Great Depressions**. *Revista Econometrica*. Vol. 1, E.U., p. 337-357.



imaginación". Considera que lo característico del capitalismo es el desequilibrio, el cual se manifiesta durante los periodos de crisis. La reproducción del capital se da a través de ciclos recurrentes de auge y recesión. No obstante, según Fisher, no todas las crisis son iguales. Es decir, no acepta la idea de un ciclo económico regido por una causa única y entendido como un movimiento mecánico y pendular, repetitivo en sus causas básicas.

" La vieja y aparentemente persistente noción del ciclo de los negocios como un ciclo único, simple y autogenerado (análogo al movimiento pendular bajo la influencia de la fuerza única de la gravedad) es un mito".

" En vez de una fuerza existen muchas fuerzas. Específicamente, en vez de un ciclo hay muchos ciclos coexistentes, constantemente agravando o neutralizándose uno con otro, así como coexistiendo con otras fuerzas no cíclicas" <sup>20</sup>

La coexistencia de varios ciclos obedece a la presencia de fuerzas de diferente naturaleza. Estas tendencias se clasifican, según este autor, en tres grupos:

- Tendencias cíclicas estables derivadas del crecimiento económico.
- Perturbaciones azarosas de carácter inestable.
- Tendencias cíclicas inestables, pero recurrentes.

Debido a la confluencia de estas tendencias diversas, Fisher plantea que las crisis no pueden ser explicadas a través de una causa única, como lo pretenden las teorías del subconsumo, la sobreinversión y el sobreahorro. Esto es particularmente cierto en el caso de las **grandes crisis**. Esas teorías " pueden ser suficientes para explicar perturbaciones **pequeñas**, pero todas ellas resultan inadecuadas para explicar **grandes** perturbaciones"

21

Las grandes crisis, en su opinión, son el resultado del sobreendeudamiento excesivo, el cual conduce a un proceso deflacionario en espiral, que las prolonga y profundiza.

"Aventuro la opinión sujeta a corrección y sometida a evidencias futuras, de que en los grandes **booms** o depresiones, los factores señalados arriba (subconsumo,

---

<sup>20</sup> **Ibid.** p. 338.

sobreinversión, etc. A.G.) han jugado un rol subordinado comparados con los factores dominantes, a saber, sobreendeudamiento como causa primera y la deflación que le sigue... En pocas palabras, los grandes malos actores son las perturbaciones de la deuda y las perturbaciones en el nivel general de precios"<sup>22</sup>

Fisher no establece los nexos que existen entre el proceso de sobreendeudamiento y los problemas de rentabilidad del capital - es decir los movimientos de la tasa de ganancia -, asociados a la irrupción de las **crisis del modo de regulación** o **grandes crisis**. Este es, quizás, el aspecto más débil de su teorización. Es un análisis, como el posterior de Minsky, basado casi exclusivamente en factores financieros. Fisher deja de lado el hecho de que en las grandes crisis, los agentes económicos se sobreendeudan cuando la rentabilidad del capital tiende a bajar. Así, por ejemplo, el endeudamiento internacional, así como la liberalización y apertura financieras de los años ochenta del siglo pasado, están asociadas a la baja en la tasa media de ganancia que se registra en la mayoría de los países desarrollados a finales de los años sesenta. Como consecuencia de esa baja, las empresas y corporaciones refinanciaron sus deudas y los Estados se endeudaron y generaron déficit presupuestales, produciéndose un endeudamiento de tipo Ponzi.

No obstante que el análisis fisheriano de las grandes crisis descansa en factores de orden financiero y deja de lado aspectos básicos del sistema productivo que determinan la tasa de ganancia, como son la productividad del trabajo, el tipo de técnicas de producción utilizadas durante las olas expansivas, etc., su teorización es central, en cuanto a destacar la importancia de la deuda y de la financiarización de la economía en el desarrollo de las **grandes crisis**.

Los periodos de auge duradero van acompañados, siempre, según Fisher, de sobreinversión y sobreespeculación. Estos factores son "importantes frecuentemente, pero tendrían resultados mucho menores si no fueran acompañados por dinero prestado. Esto es, el sobreendeudamiento puede otorgar importancia a la sobreinversión y a la sobreespeculación" <sup>23</sup>. Las empresas recurren al financiamiento, cuando existen

---

<sup>21</sup> **Ibid.** p. 340.

<sup>22</sup> **Ibid.** p. 340-41.

<sup>23</sup> **Ibidem.**

expectativas optimistas respecto a las oportunidades de inversión y a la tasa de ganancia esperada.

Una vez que la economía entra en una situación de sobreendeudamiento, las condiciones para el surgimiento de la deflación y para la irrupción de crisis financieras están dadas. La deflación en cuanto proceso de disminución generalizada de los precios de las mercancías representa una apreciación del dinero. El valor real de las deudas, aunque se mantiene en términos nominales, se aprecia relativamente en relación con los activos reales que amparan dichas deudas.

"Así como una mala gripa conduce a la pulmonía, el sobreendeudamiento conduce a la deflación (... ) Y viceversa, la deflación causada por la deuda reacciona sobre la deuda. Cada dólar de deuda no pagado se convierte en un dólar más grande, (ya que) la liquidación de la deuda no guarda correspondencia con la caída de precios que provoca".<sup>24</sup>

Debido a la caída de los precios de los activos que provoca la deflación, el principal de la deuda supera el valor de las garantías que amparan los créditos, por lo que se genera un círculo vicioso en el cual los deudores entre más "pagan" más "deben", mientras que los bancos cuanto más les "deben" menos "cobran" y menos "prestan". En otras palabras, con la deflación el dinero se aprecia frente a las mercancías, ya que mientras éstas bajan de precio, las deudas se mantienen en el valor nominal en el que fueron pactadas. Además, el servicio de las deudas se eleva por el alza de la tasa de interés real que provoca la propia deflación.

Cuando el sobreendeudamiento llega a su límite y la crisis comienza, se despliegan una cadena de acontecimientos que interactúan unos sobre otros y producen una espiral de deflación y caída de la actividad económica. Fisher menciona las nueve consecuencias siguientes:

- Venta apurada y desordenada de activos para liquidar deudas.

---

<sup>24</sup> **Ibid.** p. 344.

- Contracción de los depósitos bancarios y aumento de la velocidad de circulación del dinero.
- Una caída en los precios de los bienes, o lo que es lo mismo una apreciación del dinero.
- Una caída aún mayor en la riqueza neta de los negocios.
- Una probable disminución de las ganancias empresariales
- Una reducción en la producción, el comercio y el empleo.
- Pesimismo y pérdida de confianza.
- Atesoramiento y nueva baja en la velocidad de circulación de la moneda.
- Una caída de las tasas de interés nominales pero un incremento pronunciado de las tasas reales. <sup>25</sup>

La deflación es un proceso que se autolimenta. Una vez iniciada, da lugar a *círculos viciosos* que refuerzan la recesión y la convierten en depresión. Los empresarios dejan de invertir porque las ganancias se contraen ante tasas de interés reales más altas y salarios nominales que se incrementan relativamente, lo que les impide cubrir sus compromisos de pago. Los consumidores detienen sus compras en espera de que los precios sigan bajando y debido al incremento del desempleo. Los bancos y los intermediarios financieros contraen el crédito (**credit crunch**), en virtud del incremento de sus carteras morosas y el cambio radical en el clima de los negocios. La incertidumbre se apodera de los agentes económicos.

Según Fisher, una vez iniciada la deflación, ésta debe ser contenida, “para evitar innecesarias y crueles bancarrotas, desempleo y hambre”. <sup>26</sup> Salir de la deflación no es un proceso automático, sino que exige acciones deliberadas del Estado y de las autoridades monetarias para detener la espiral descendente y “reflacionar” el nivel de precios mediante la inyección de liquidez al sistema.

En el capitalismo contemporáneo los nueve vínculos establecidos por Fisher ya no se presentan de la misma forma. En particular, el vínculo dos, la contracción de los depósitos bancarios, como observa Minsky (1982), se ve radicalmente modificado. Las corridas

---

<sup>25</sup> **Ibid.** p. 342

<sup>26</sup> **Ibid.** p. 346.

bancarias son evitadas mediante la inyección de liquidez por parte de las autoridades monetarias. La inyección de liquidez restringe notablemente la liquidación desordenada de activos, lo que contiene la baja de precios de los mismos, amortigua la caída de los márgenes de ganancia de las empresas y coadyuva al refinanciamiento de las deudas.

Si bien la existencia de un prestamista de última instancia y de otros mecanismos que regulan el funcionamiento del sistema, han impedido la aparición de una deflación generalizada del tipo de la Gran Depresión de los treinta, la pregunta a contestar es si dichos mecanismos aseguran la erradicación de la deflación, o si como se trata de argumentar en este texto, la deflación sigue siendo una amenaza real aunque asuma formas nuevas de manifestación.

#### **4. Los aportes de Keynes a la teoría de la deuda-deflación**

La relación causal entre sobreendeudamiento y deflación evidencia el carácter **activo** y **no neutral** de la moneda. La moneda no es meramente un medio de cambio, sino un instrumento para financiar la inversión y para la compra de activos financieros.

El mercado de bienes de capital, como lo señala Keynes, es un mercado distinto al mercado de activos financieros. El precio de los activos reales está en función de la tasa de inversión, el cual depende, a su vez, de las utilidades efectivas de las empresas y de las expectativas de ganancia. El mercado de activos financieros, por el contrario, es meramente especulativo, es decir, una apuesta entre el precio actual y el precio esperado de los títulos financieros. La mayor parte de los activos financieros son capital ficticio (Marx, 1894) es decir capital que circula en forma independiente del capital representado en los medios de producción.

El análisis keynesiano en este punto es coincidente con el efectuado años antes por Marx (1894). Las acciones aunque participan de las ganancias de las empresas mediante el cobro de los dividendos, son un capital cuyo valor depende del mercado bursátil. Los valores gubernamentales son meras promesas de pago, no capital real, cuyo servicio es redimido con los ingresos corrientes futuros de los gobiernos (impuestos o emisión de nuevas deudas).

Las acciones de acuerdo con Marx:

“se convierten también en duplicados de papel del capital (...) Se convierten en representantes nominales de capitales inexistentes (...) En la medida en que la acumulación de esos títulos expresa la acumulación de ferrocarriles, minas, barcos de vapor, etc., expresa la ampliación del proceso real de reproducción (...) Pero como duplicados susceptibles de ser negociados por sí mismos como mercancías y de circular, por consiguiente, por sí mismos como valores-capitales, son algo ilusorio y su cuantía de valor puede disminuir o aumentar con absoluta independencia del movimiento de valor del capital efectivo, del que ellos no son más que títulos.”<sup>27</sup>

Aunque los mercados de bienes y los mercados financieros son de naturaleza diferente, están interconectados. El vínculo entre ambos mercados se establece por medio de la deuda. Las crisis financieras no son más que un recordatorio y una constatación de tal vinculación. El sobreendeudamiento lleva al desplome de los precios de los activos financieros, a su deflación, y dicho desplome provoca la caída de la producción y de la inversión, lo que se traduce en una baja en la demanda de bienes y equipos y, por ende, en los precios de los activos reales. El precio de estos está ligado con el comportamiento del crédito bancario. El sobreendeudamiento se traduce en una contracción del crédito por los bancos, lo que refuerza el proceso deflacionario.

La relación entre sobreendeudamiento y desvalorización de los activos reales fue descubierta por Keynes – y por Fisher como vimos arriba- al analizar la gran crisis de los años treinta. La deflación está vinculada con el hecho de que en las economías modernas, los activos reales empleados por los empresarios como medios de producción en la esfera "real" de la economía, son financiados con créditos bancarios.

La existencia, como dice Keynes, de un **velo monetario**, a través de la deuda, entre el activo real y el detentador de la riqueza, implica que la moneda, principalmente cuando asume la forma de medio de pago, tiene un papel activo sobre la producción.

Al descubrir Keynes, como antes Carlos Marx, el carácter activo de la moneda, rompe con la tradición clásica, neoclásica y monetarista de considerar al dinero como una variable

exógena de la producción. Las mercancías llegan al mercado no sin precio como afirman los monetaristas, sino con un precio determinado previamente en el proceso de producción. El dinero, es por tanto un elemento endógeno de la producción.

En un escrito intitulado **The Consequences to the Banks of the Collapse of Money Values** (1931), preparado durante una visita a Estados Unidos en medio de la Gran Depresión, Keynes afirma:

"Partamos del comienzo del razonamiento. Existe en el mundo una multitud de activos reales, que constituyen nuestra riqueza en capital - edificios, inventarios de mercancías, bienes de producción y de transporte, etc.-. Sin embargo, los detentadores nominales de esos activos **han pedido prestado frecuentemente dinero con el fin de tener posesión de los mismos**. En la misma medida, los detentadores efectivos de la riqueza asumen pasivos no sobre los activos reales, sino sobre la moneda. "

"(...) En estos casos, **la garantía reside antes que nada en las ganancias efectivas o futuras de las empresas financiadas**; en las circunstancias actuales, numerosos productores de materias primas, de productos finales o granjeros no sólo no tienen ninguna ganancia, sino en todas partes perspectivas de insolvencia si las cosas no toman rápidamente un curso mejor. **No hay ningún tipo de propiedad (...) cuyo valor monetario corriente no haya conocido una baja enorme y casi sin precedente.**"

"(...) Es por esta razón que **una baja de los valores monetarios** tan severa como la que conocemos actualmente, **amenaza la solidez de la estructura financiera en su conjunto**. Los bancos y los banqueros son, por naturaleza, ciegos. Ellos no ven más que lo que les produce ganancia (...) En Estados Unidos algunos de ellos emplean autoproclamados "economistas" que hoy, todavía, afirman que todos nuestros problemas provienen del hecho que los precios de ciertas mercancías y de ciertos servicios no han bajado suficientemente. Ellos son indiferentes a lo que debería ser un hecho evidente, a saber, que sus remedios, admitiendo que se puedan realizar, serían una amenaza para la solvencia de sus instituciones."<sup>28</sup>

---

<sup>27</sup> Carlos Marx (1894). **El Capital. Libro III.**, México, F.C.E., 1968. p. 23.

<sup>28</sup> J.M. Keynes. Citado por Hyman Minsky (1985). **Structure financière: endettement et crédit.** En Alain Barréré (1985). **Keynes aujourd'hui. Théories et politiques.** París, p. 312-313.

En otras palabras, la deflación, una vez que se extiende, no reestablece el equilibrio, sino que corroe el sistema financiero y genera tendencias acumulativas hacia la recesión y la baja en la actividad económica, el empleo y los ingresos reales. En condiciones deflacionarias, los compromisos de pago no pueden cumplirse con los flujos de caja de las empresas y de los particulares, ya que mientras aquellos se mantienen en su valor nominal, el precio de los activos reales y de los bienes se mueve a la baja.

En 1932, al regresar a Chicago, Keynes avanza en sus ideas y reflexiona sobre la necesidad de construir una **teoría monetaria de la producción**, debido, precisamente, al rol activo jugado por la moneda.

"La teoría que yo llamo de mis deseos, debería tratar de una economía en la que la moneda juega, en sí misma, un papel y afecta las intenciones y las decisiones. Ella es, en pocas palabras, uno de los factores determinantes de la situación, de tal suerte que uno no puede prever el curso de los acontecimientos, en el largo y en el corto plazo, sin conocer el comportamiento de la moneda desde su estado inicial hasta su estado final (...) **Lo que yo digo es que los auges y las depresiones son fenómenos propios de una economía, en la que (...) la moneda no es neutra**".<sup>29</sup>

Este planteamiento de Keynes significa un rompimiento radical con el pensamiento neoclásico y clásico, ya no sólo en torno a la imposibilidad del pleno empleo y del equilibrio metafísico, sino en cuanto a la necesidad de considerar a la moneda como un elemento activo, que bajo ciertas condiciones, sobredetermina al sistema productivo. Ello obliga a entender la dinámica de la acumulación de capital tomando en cuenta la relación dialéctica entre la esfera financiera y la esfera productiva.

Al deslindar con su maestro Marshall sobre el papel neutro de la moneda, Keynes (1933) <sup>30</sup> señala que esta tesis aunque es una "abstracción valiosa en sí misma y perfectamente válida como concepción intelectual, es singularmente un arma sin filo al tratar con el problema de los auges y depresiones". Considera que si bien estos últimos no son

---

<sup>29</sup> **Ibid.** p. 314. Negritas mías.

<sup>30</sup> J.M. Keynes (1933) **The Collected Writings of John Maynard Keynes**. Londres, Mac Millan for the Royal Economic Society. Cap. 5. **Toward the General Theory**. p. 411.



“puramente un problema monetario”, se trata de fenómenos que se producen en **economías monetarias de producción** donde la moneda no es neutra, sino activa

O para decirlo en los términos de Minsky:

" La moneda no es neutra porque constituye el pasivo de los bancos, porque éstos poseen activos extendidos en moneda, y porque dichos activos serán validados por flujos de liquidez provenientes de las empresas, de las familias y del Estado (...) En un mundo donde existen moneda bancaria y bancos que financian la posesión de activos y la actividad de inversión, el comportamiento de la moneda tiene impactos diferenciados sobre el sistema de precios de la producción corriente (que comprende los salarios) y sobre los activos (tanto financieros como de capital) (...) Los precios de los activos determinan a su vez el precio de demanda de los activos de capital (por ejemplo, el precio de los bienes de capital) y estos precios, conjuntamente con las condiciones de la oferta (...) determinan la inversión." <sup>31</sup>

Resumiendo lo dicho hasta ahora. La deflación es un fenómeno asociado a las grandes crisis del capitalismo, como resultado del sobreendeudamiento alcanzado en un determinado sistema productivo, al final de una fase expansiva de larga duración. Por deflación habría que entender un proceso de baja abrupta de los precios de los activos financieros y físicos y de otros bienes, que desencadena una disminución de la inversión, la producción y el empleo.

En la etapa del **modo de regulación competitivo**, la deflación era generalizada y se manifestaba en una baja del índice general de precios. Ello derivaba en una depresión abierta, la cual desvalorizaba el capital y provocaba quiebras y fusiones masivas, hasta que las condiciones de rentabilidad se reestablecían en un nivel agregado de producción más bajo.

En la actualidad no sucede lo mismo. El modo de regulación contemporáneo, caracterizado por la existencia de mercados oligopólicos con una fuerte intervención estatal en los circuitos monetarios y financieros, ha impedido el surgimiento de procesos

---

<sup>31</sup> Hyman Minsky (1985). **Structure financière...** Ob. cit. p. 319-320.

de deflación abierta y evitado que las crisis financieras localizadas se transformen en crisis **sistémicas**.

Los bancos centrales y las instituciones estatales de supervisión financiera inyectan liquidez al sistema para contener las crisis financieras, lo que impide que la deflación se generalice, circunscribiéndose ésta a determinados sectores económicos o grupo de bienes.

Asimismo, es necesario considerar, como advierte Minsky, el efecto anti-depresivo de los déficit presupuestales y comerciales de Estados Unidos, lo que permite a este país mantener el nivel de las ganancias y evitar la deflación.<sup>32</sup>

De allí que, por la presencia de estos factores, la deflación no se manifiesta ahora como depresión abierta y generalizada, sino como **deflación contrariada**, para usar la expresión de Aglietta (1995) <sup>33</sup>, la cual se expresa a través de periodos prolongados de estancamiento económico combinados con sistemas financieros frágiles. Estas condiciones de **deflación contrariada**, si bien han evitado depresiones profundas del tipo de la de los años treinta, también obstaculizan la salida de la crisis por la vía de la desvalorización abrupta de los capitales y prolongan el crecimiento mediocre de la economía y el mantenimiento de tasas de desempleo altas, con todas las perturbaciones sociales, políticas y culturales que provoca dicha situación. Además, los peligros de una deflación generalizada se mantienen latentes. Como se dijo arriba, Japón y Argentina viven desde hace tres años en una situación de deflación moderada. En menor medida, el fenómeno se presenta en otras economías como China y Hong Kong.

## 5. La categoría de sobreendeudamiento

¿Cómo se define una situación de sobreendeudamiento? ¿Cómo se mide éste? ¿Sobreendeudamiento en relación con qué?. Sobre este particular, Irving Fisher no abunda mucho, siendo un punto que ha tenido que ser complementado por otros autores.

---

<sup>32</sup> **Ibid.** p. 327.

<sup>33</sup> Michel Aglietta (1995). **Macroéconomie financière**. Paris, Editions La Découverte. 125 p.

Para Fisher "es suficiente hacer notar que (a) el sobreendeudamiento es siempre relativo a otros artículos, incluyendo la riqueza e ingreso nacional, la oferta de oro (...) y (b) no es una mera dimensión unidimensional que sea medida simplemente por el número de dólares adeudados. Debe ser tomada en cuenta también la distribución en el tiempo de las sumas adeudadas".<sup>34</sup> En otros términos, Fisher aporta dos elementos básicos: en primer lugar, el sobreendeudamiento siempre es relativo, es decir, dos magnitudes absolutas de endeudamiento iguales pueden tener efectos macroeconómicos distintos dependiendo del nivel de producto nacional y de las circunstancias concretas del proceso de reproducción del capital; en segundo lugar, siempre es necesario tomar en cuenta la estructura en plazos de la deuda, es decir, tomar en consideración el peso relativo de la deuda de corto plazo en el total.

J.M. Keynes aporta un elemento importante en este punto. Para que una empresa (o un gobierno) no caiga en una situación de sobreendeudamiento, es necesario que cuente con los flujos de efectivo necesarios para hacer frente a sus deudas. El margen de seguridad de una empresa consiste en que sus flujos de caja sean superiores a sus compromisos de pago y en que el valor de sus activos sea mayor al de sus obligaciones. Debe mantener siempre, además, una reserva de caja y de activos líquidos para enfrentar una emergencia. Cuando una empresa no cumple con estos márgenes mínimos, necesita recurrir al refinanciamiento de sus obligaciones financieras, independientemente de la magnitud absoluta de su deuda. Un alza súbita y/o significativa de la tasa de interés obviamente reduce la liquidez e incrementa el apalancamiento de los agentes económicos.

Minsky avanza más en este punto. El sobreendeudamiento está vinculado con las etapas por las que atraviesa el financiamiento durante las fases expansivas de larga duración. Las estructuras financieras se transforman de **estructuras robustas** al comienzo de la expansión, en **estructuras frágiles** al final de la misma. La **fragilidad financiera** está vinculada con las tres grandes etapas por las que atraviesa el financiamiento. Estas son, según Minsky:

---

<sup>34</sup> Irving Fisher (1933). **The debt deflation...** Ob. Cit. p. 345

- **Financiamiento protegido (hedge financing)**, etapa en la cual los flujos corrientes de efectivo de los deudores (derivados de sus ingresos: utilidades, salarios, etc.) son suficientes para cubrir sus compromisos de pago.
- **Financiamiento especulativo**, en el cual los flujos de efectivo de los deudores pueden ser inferiores a sus compromisos de pago en el corto plazo, lo cual condiciona el refinanciamiento de los adeudos. Por ejemplo, en este tipo de financiamiento, las deudas de largo plazo se refinancian con adeudos de corto plazo.
- **Financiamiento Ponzi**, en el cual los compromisos de pago son servidos mediante refinanciamientos que implican la capitalización de los intereses, deudas incrementadas o la liquidación de acciones o activos financieros. Este tipo de financiamiento, en ocasiones asociado a operaciones fraudulentas, es meramente de tipo especulativo y está asociado al comportamiento de la Bolsa y de los mercados financieros.<sup>35</sup>

El sobreendeudamiento es, pues, el resultado del tránsito de regímenes de financiamiento robustos a regímenes frágiles de tipo Ponzi. Como dice Minsky (1995):

“La forma en la cual el gasto de inversión es financiado en una economía capitalista próspera, conduce a una acumulación de endeudamiento de las unidades económicas, en relación con los flujos de caja para cumplir sus compromisos de pago. Como resultado de tal evolución del entorno financiero, un déficit de flujos de caja proveniente de la corriente de ingresos, el cual en un entorno de bajo endeudamiento es rápidamente contenido, puede, en un entorno de alto endeudamiento, alcanzar y romper las barreras, dando lugar a un proceso de deuda-deflación acumulativo e interactivo”<sup>36</sup>

## 6. Deflación y crisis financieras

No es posible señalar **a priori** cuando el sobreendeudamiento se convierte en deflación. Por lo general, el sobreendeudamiento y la deflación que le sigue se manifiestan mediante la irrupción de crisis financieras localizadas, al final de ciclos largos de expansión. La crisis financieras siempre tienen un foco, es decir surgen en algún segmento del sistema

---

<sup>35</sup> Véase Hyman Minsky (1986) . **Stabilizing an unstable...** **Ob. cit.** p. 206-208.

financiero y de allí se propagan a otros segmentos de éste y de la economía real. Durante un auge de larga duración, la fiebre de la expansión y de la especulación nublan el horizonte y dificultan el reconocimiento del nivel de riesgo en que se encuentra una determinada economía por efecto del endeudamiento. Los ingresos generados por empresas e individuos y las operaciones de refinanciamiento en los mercados financieros, permiten la cobertura de los servicios de sus deudas.

Al final de la expansión, el sobreendeudamiento se manifiesta de manera abrupta a través de crisis financieras en algún segmento importante de los sistemas financieros. Las crisis financieras desatan la deflación y la consecuente caída del precio de los activos.

Los procesos económicos en las economías capitalistas son **procesos repetitivos no lineales**. Los mercados en general y en mayor medida los mercados financieros, no tienden al equilibrio como lo postula la teoría estándar. El equilibrio exigiría una información perfecta y una igualdad en términos de poder económico y político por parte de los agentes económicos, lo que resulta imposible en una economía dominada por la acumulación de capital y el financiamiento. Como dice Minsky (1982) una economía de este tipo no puede ser unidireccional y probabilizable

“Una economía en la cual el pasado, el presente y el futuro están vinculados a través de la acumulación de activos de capital y de instrumentos financieros, es intratablemente una economía no lineal” <sup>37</sup>

Keynes (1921) <sup>38</sup> plantea que la tesis de que los procesos no repetitivos no pueden explicarse de acuerdo con los postulados de la teoría de la probabilidad numérica. Los hechos económicos se pueden anticipar, pero las anticipaciones siempre se realizan en un marco de incertidumbre. El concepto de **incertidumbre** es pues el concepto clave del funcionamiento de los mercados capitalistas, sobretodo en condiciones de crisis. La probabilidad keynesiana no puede calcularse numéricamente, ya que las decisiones de

---

<sup>36</sup> Hyman Minsky (1995). *Longer Waves in Financial Relations: Financial Factors in the More Severe Depressions II*. *Journal of Economic Issues*. Vol. XXIX, marzo de 1995. p.93.

<sup>37</sup> Hyman Minsky (1982). *Debt Deflation Processes...* p. 378.

<sup>38</sup> J.M. Keynes. *Treatise of Probability. Collected Writings...Vol. VIII*.

los capitalistas descansan en *el estado de confianza*, e decir son decisiones tomadas por *espíritus animales*, más que previsiones exactas anticipables.

Al evaluar la rentabilidad de sus inversiones, los capitalistas encuentran que:

“El hecho notable en la materia es la precariedad extrema de las bases sobre las cuales estamos obligados a establecer nuestras evaluaciones de los rendimientos descontados. Nuestro conocimiento de los factores que gobiernan el rendimiento de una inversión algunos años más tarde es en general frágil y frecuentemente despreciable” <sup>39</sup>

El futuro siempre es incierto. Algunos elementos de la realidad son anticipables, otros no lo son, por mucho que nos esforcemos en hacerlo:

“El sentido en el cual yo uso el término (incertidumbre) – afirma Keynes - es que el prospecto de una guerra en Europa es incierto, o el del precio del cobre de la tasa de interés dentro de veinte años, o de la obsolescencia de una invención o de la posición de los propietarios de riqueza hacia el año 1970. Acerca de esos asuntos, no hay base científica en la cual establecer cualquier probabilidad, sea la que fuere” <sup>40</sup>

Los mercados financieros se desenvuelven siempre en ese marco de incertidumbre keynesiana y, por lo tanto, no hay un determinismo mecánico en su comportamiento. Estos mercados se comportan de una manera semejante a como lo plantea la teoría del caos, aplicable a muchos fenómenos de la naturaleza y de la sociedad. Según esta teoría, una causa pequeña puede determinar un efecto considerable en el futuro, alterando los condicionantes del fenómeno en cuestión. Esa causa nos era desconocida, por lo que no la pudimos y no la podemos prever. Es decir, una determinada causa no prevista genera un cambio en el comportamiento de un determinado proceso, provocando una incertidumbre de las previsiones que crece con el tiempo. El clima, por ejemplo es un fenómeno relativamente previsible en función de determinados parámetros. Sin embargo un hecho no previsto puede cambiar las condiciones climáticas. De la misma manera el comportamiento de los mercados financieros puede “anticiparse” en función de las

---

<sup>39</sup> J.M. Keynes. Citado por G. De Bernis. **J.M.Keynes, theoricien involuntaire de la crise ou de l'incertitude au sous-emploi durable. Mimeo**

condiciones económicas prevalecientes. Sin embargo un hecho imprevisible, un cambio súbito en la política en la política monetaria o una modificación del régimen cambiario, por ejemplo, puede sacar a flote las contradicciones acumuladas durante la expansión, detonar una crisis financiera, cambiar drásticamente el funcionamiento de los mercados y desatar tendencias deflacionarias en la economía.

## 6. Desregulación y liberalización y crisis financieras

Las últimas tres décadas han sido testigos de varios episodios que han desencadenado procesos deflacionarios con repercusiones internacionales y que amenazaron con generar una crisis financiera sistémica. Entre ellos, destacan: la crisis de la deuda externa de 1982, el crac bursátil de 1987, las crisis en los mercados de títulos (del papel comercial en 1970 y de los bonos chatarra en 1989 en E.U.), y, los más recientes, la crisis mexicana de finales de 1994 y la crisis asiática de 1997-1998.

La detonación de las crisis financieras está vinculada, por lo general, con un factor exógeno imprevisto. Como señala Aglietta:

"La recesión (financiera) no es mecánicamente endógena, en el sentido de que la noche sigue al día en un momento previsible. Pero entre más grande es la fragilidad financiera disimulada, más los deudores son vulnerables a un choque imprevisto. El punto de retorno es desencadenado por un acontecimiento súbito o provocado. A finales de los años ochenta fue un endurecimiento de la política monetaria"<sup>41</sup>.

La crisis de la economía mexicana de 1994-1995 - punta de lanza de las crisis de las economías emergentes - fue detonada por la decisión del gobierno mexicano de devaluar el peso y de modificar la política cambiaria. En la crisis del sudeste asiático, el detonador fue la sobrevaluación de algunas de las monedas de la región, la que impulsó a los inversionistas externos a abandonar sus posiciones en la misma.

---

<sup>40</sup> Citado por Hyman Minsky (1975). **John Maynard Keynes**. Nueva York, Columbia University Press. p. 66.

<sup>41</sup> Michel Aglietta (1995). **Ob. Cit.** p. 63

Dentro de las crisis financieras, es necesario distinguir fenómenos de **contagio mimético** de las situaciones de **contagio sistémico** (Orlean, 1996).<sup>42</sup> Los contagios miméticos se presentan **dentro** de un determinado mercado, cuando, por ejemplo, los inversionistas se contagian de una fiebre vendedora o compradora, deciden vender sus títulos en la Bolsa o deciden comprar una determinada divisa, en vez del signo monetario nacional.

El contagio se convierte en **sistémico**, cuando la crisis en un determinado segmento del sistema financiero, se extiende a otros mercados y acaba afectando al conjunto del sistema. Por ejemplo, cuando una caída abrupta y fuerte en la bolsa de valores, se traslada al mercado cambiario y de allí al mercado de bonos, o cuando una crisis en un determinado país se traslada a otros mercados internacionales, como sucedió con el llamado **efecto tequila** o después, con el **efecto dragón, efecto vodka, efecto samba, etc.** Tales crisis financieras crean una situación de **riesgo sistémico**, es decir, sucesos en las que las respuestas de los agentes financieros para protegerse de los riesgos que perciben en cierto mercado, lejos de conducir a una disminución de los riesgos, elevan la inseguridad del sistema financiero en su conjunto (Aglietta, 1995) <sup>43</sup>. Las acciones de los operadores financieros bajo condiciones de **riesgo sistémico**, no se ajustan a las pautas descritas por la teoría estándar de las “expectativas racionales”, sino al comportamiento de los “espíritus animales” descrito por Keynes.

En los diferentes episodios de crisis financieras sucedidos durante los últimos años, aunque se ha presentado situaciones de **riesgo sistémico**, se ha impedido que se transformen en **crisis sistémicas**, es decir, que cuestione al conjunto del sistema financiero internacional y que se presente una depresión mundial como la de los años treinta. Ello ha sido posible mediante la implantación de costosos programas de salvamento en los que los organismos multilaterales, el gobierno de Estados Unidos y los de algunos del Grupo de los Siete han actuado como **prestamistas de última instancia**.

Existe una estrecha vinculación entre la liberalización y desregulación financiera - que adquirió una dimensión planetaria en el curso de los años ochenta -, y el surgimiento, en

---

<sup>42</sup> André Orlean (1996). *Contagion speculative et globalisation financière: Quelques enseignements de la crise mexicaine* en André Cartapanis coord. (1999) *Turbulences et spéculations dans la économie mondiale*. París, Economica,

<sup>43</sup> Michel Aglietta (1995). **Ob. cit.**



los años posteriores, de crisis financieras seguidas de procesos deflacionarios en la economía.

Minsky (1994) intuía una mayor fragilidad financiera como resultado de la globalización y desregulación financiera y advertía que las formulas de ayer para controlar la deflación no servirían para resolver los problemas del mañana.

“El mundo se transforma día con día – afirmaba – para llegar a un capitalismo universal. Parece que la característica que prevalece en la próxima era de expansión del capitalismo será la integración financiera mundial, gracias a las comunicaciones actuales y a las posibilidades de mantener registros y utilizar las capacidades de las computadoras. Cabe preguntar si el control financiero y fiscal y el apoyo a las instituciones de los gobiernos nacionales podrán detener las consecuencias de la fragilidad financiera mundial y de una deflación de deuda internacional.

“Una vez más el pasado no es una buena guía para el futuro” <sup>44</sup>

Con la liberalización y desregulación financiera decidida por los Estados, desde mediados de los años ochenta se ha configurado un nuevo **régimen de acumulación con dominación financiera** (Chesnais, 2000) <sup>45</sup>, que ha elevado la fragilidad financiera de los sistemas financieros “internos” y del sistema monetario y financiero internacional.

El **régimen de acumulación con dominación financiera** está caracterizado, entre otros rasgos, por el predominio de las sociedades financieras no bancarias (fondos de pensiones, fondos mutuos, compañías aseguradoras, etc.) y el debilitamiento de los bancos comerciales, que deben competir, en condiciones desventajosas, con los intermediarios financieros no bancarios (los llamados **banks no banks**) para la captación de depósitos, lo que se traduce en un proceso de desintermediación bancaria.

Este nuevo régimen de acumulación modifica profundamente las formas de gestión de las corporaciones. Estas se rigen dentro de una lógica fundamentalmente financiera. La rentabilidad de las empresas y los ingresos de sus directivos (**stock options**) pasan a

---

<sup>44</sup> Hyman Minsky (1994). *Ondas largas....Ob.cit.* p. 175.

<sup>45</sup> Francois Chesnais coord. (2000). *Les pièges de la finance mondiale*. París, Syros, 2000. 238 p.

dependen no tanto de la fortaleza productiva e interna de las firmas, como crecientemente de su valor en bolsa. El juicio de los inversionistas institucionales en el mercado financiero, se convierte en el barómetro principal del comportamiento de las corporaciones. Los mismos procesos de fusiones y adquisiciones que cobraron un gran vigor en la década pasada, se deciden no solamente en función de su potencialidad productiva o comercial, sino de manera importante en función de su repercusión en el valor en bolsa de sus acciones. Las fusiones fueron una palanca poderosa para impulsar el **boom** bursátil de los noventa.

En otras palabras, en el nuevo régimen de acumulación son las prioridades del capital financiero – del capital que se coloca en los mercados financieros con fines especulativos -, y no tanto las del capital industrial, las que comandan y determinan el movimiento de conjunto de la acumulación del capital. Como dice Chesnais (2000):

“ La Bolsa ha cesado de ser, después de mucho tiempo, un mercado de títulos, gracias al cual las empresas pueden recaudar capitales para financiar sus proyectos de desarrollo, para devenir en el principal engranaje mediante el cual los inversionistas institucionales someten a las empresas a sus exigencias de rentabilidad” <sup>46</sup>

El estancamiento de los noventa en varios países desarrollados y emergentes estuvo vinculado con los procesos de apertura y liberalización financiera emprendidos en el marco de la globalización. El estancamiento económico fue el resultado de la caída que se registró en las tasas de inversión de los principales países desarrollados, a partir de la década de los ochenta. Esa baja estuvo asociada con la liberalización financiera y su impacto alcista en las tasas reales de interés, así como con la volatilidad de los tipos de cambio. Las tendencias a la deflación se fortalecieron con la aplicación de políticas monetarias y fiscales fuertemente restrictivas, con el objeto de controlar la inflación acelerada de los años ochenta.

La liberalización impulsó la globalización del capital financiero; movilizó en escala internacional grandes masas de capital; promovió la diversificación e innovación de los

---

<sup>46</sup> Francois Chesnais (2000) *Crises de la finance, ou prémisses de crises économiques propes au régime d'accumulation actuel? Les pièges...* Ob.cit. p. 45.

instrumentos de captación y financiamiento; e intensificó al máximo la competencia. Pero la mayor competencia en vez de entrañar una mayor eficiencia de los sistemas financieros, elevó los riesgos en la concesión de créditos y en las operaciones financieras en general; encareció la captación; debilitó la supervisión estatal de los sistemas financieros nacionales; y colocó en la esfera internacional una masa importante de recursos al margen de cualquier forma de regulación, sin que se crearan instancias globales de coordinación, más allá de las decisiones de carácter muy general tomadas en el **Grupo de los Siete**.

El crecimiento explosivo del financiamiento y de las bolsas de valores provocado por la liberalización y la desregulación, incrementó la fragilidad de los sistemas financieros y acentuó la descoordinación entre los distintos y cada vez más fragmentados mercados que los integran. La supervisión de las instancias estatales se relajó, ante el predominio de las tesis neoclásicas acerca de la **autorregulación** de los mercados financieros y de la racionalidad de los agentes económicos, así como por la simbiosis de intereses entre los grupos gobernantes y segmentos del gran capital financiero.

La salida del sobreendeudamiento y de la deflación se dificulta por la persistencia en la aplicación de una política monetaria restrictiva diseñada para combatir las altas tasas de inflación. La reiteración mecánica de esta política, bajo condiciones macroeconómicas diametralmente opuestas a las prevalecientes en la década de los ochenta, revela la poca comprensión de los propulsores de las políticas neoliberales acerca de la especificidad de las crisis a partir de los años noventa.

Tanto la crisis mexicana de 1994-1995 como la crisis asiática de 1997-1998 – con su secuela rusa y brasileña- fueron el resultado de los efectos desestabilizadores de los flujos privados internacionales de capital (boxes 1 y 2). Dichas crisis fueron impulsadas por la existencia de un sistema monetario y financiero internacional pragmático y sin reglas claras y explícitas, basado en el financiamiento de los desequilibrios externos mediante flujos externos de capital de carácter especulativo. Estas crisis encuentran su explicación en la apertura de sus cuentas de capital y en la consecuente dependencia en los flujos internacionales privados para financiar sus desequilibrios.

OJO ENTRA BOX 2

---

La búsqueda de **ganancias extraordinarias** es un factor fundamental en la lógica del capital financiero globalizado. La atracción de rendimientos más altos en los países emergentes explica su extrema volatilidad, ya que cuando los operadores advierten que las condiciones están cambiando en un determinado país y juzgan que la situación no es sostenible, deciden salir abruptamente y realizar las ganancias acumuladas durante el **boom**, precipitando, con su acción, la crisis financiera.

Las crisis financieras de los países emergentes han demostrado que cuando los operadores financieros globalizados consideran que los desequilibrios provocados en gran medida por la propia operación de sus capitales (déficit en las cuentas corrientes, sobrevaluación de las monedas, endeudamiento externo, etc.) ya no son sostenibles, inician los ataques especulativos sobre las monedas y provocan la estampida de los capitales, lo que tiene un efecto de dominó en los mercados de otros países que enfrentan condiciones semejantes (Guillén, 1999).<sup>47</sup>

El efecto desequilibrador de los flujos externos en variables económicas claves se presenta, tanto en la fase anterior a la crisis financiera, como al precipitarse ésta. En el periodo anterior al estallido de una crisis, cuando el ingreso de capital especulativo es intenso, éste genera entre otros fenómenos: sobrevaluación de la moneda, aumento del déficit externo, sobreendeudamiento, etc. En otras palabras, el ingreso de capital afecta los **fundamentales** de la economía, pero en un sentido esencialmente negativo.

Una vez que irrumpe la crisis, se producen los efectos contrarios. La estampida de los capitales hacia otros mercados precipita la devaluación abrupta de la moneda, el derrumbe de los precios de los activos financieros e inmobiliarios, la contracción del crédito y demás efectos deflacionarios que han acompañado a todas las crisis financieras importantes desde los años ochenta. Los procesos de crecimiento económico se interrumpen abruptamente, dando lugar a círculos viciosos de caída del empleo y de los salarios reales, y por ende de los niveles de demanda efectiva y provocando la bancarrota y/o reestructuración financiera de corporaciones y bancos. Por la relación existente entre flujos externos de capital y los sistemas financieros internos, las crisis financieras condujeron a agudas crisis bancarias. Los programas de ajuste impuestos por el **FMI**

agravaron las tendencias a la deflación. El círculo vicioso sobreendeudamiento-deflación-recesión fue reforzado por las políticas exigidas por el **FMI** para concretar los programas de salvamento financiero

---

<sup>47</sup> Arturo Guillén R (1999). *Crisis asiática y reestructuración de la economía mundial*. Revista Comercio Exterior. Vol.49. Num. 1. México, BANCOMEXT, enero de 1999. p. 16-23.

## **BOX.1**

### **LA CRISIS FINANCIERA Y BANCARIA DE MÉXICO**

La crisis de 1994-95 tuvo sus raíces en el intenso endeudamiento interno y externo de los agentes económicos que siguió a la reforma financiera de 1989, a la apertura de la cuenta de capitales decretada ese mismo año y a la privatización de los bancos comerciales. Al liberalizarse las actividades financieras y eliminarse el encaje legal, los bancos comerciales se encontraron con una plétora de recursos que debían colocar.

El financiamiento bancario al sector privado y a las personas físicas de medianos y altos ingresos creció de manera exponencial, ello fue alentado por la baja en las tasas de interés, derivada de las expectativas optimistas que provocó el éxito inicial del **Pacto de Solidaridad Económica** y la renegociación de la deuda externa del sector público de 1989.

El crédito empresarial se concentró marcadamente en las empresas grandes y en el sector servicios (el cual absorbió un tercio del financiamiento), quedando la industria mediana y pequeña prácticamente marginadas de los circuitos financieros; en contraste, una característica sobresaliente del **boom** crediticio fue el alto peso relativo de los créditos al consumo.

Una vez que se concluyó la renegociación de la deuda externa de 1989, México retornó a los mercados internacionales de capital. El endeudamiento externo creció de la mano del financiamiento interno. Debido a diversos factores, entre los que sobresalieron la abundancia de recursos en el mercado internacional de capitales; la existencia de tasas reales de interés más bajas en los mercados externos, incluido el estadounidense, donde se realizan la mayor parte de las operaciones internacionales de México; y la confianza de los inversionistas sobre la presunta firmeza de la política cambiaria, las empresas se endeudaron crecientemente en el exterior para llevar adelante sus programas de reestructuración y expansión.

La banca comercial también incrementó sus pasivos en el exterior, con el objeto de ampliar sus operaciones activas y de aprovechar las diferencias entre el costo del fondeo en el mercado externo y el mercado nacional

**Adicionalmente, respondiendo a las expectativas favorables, ingresaron enormes recursos de capital de cartera al mercado bursátil y de dinero (en títulos gubernamentales).**

El crecimiento desmedido del crédito interno y externo privado, en el marco de altas tasas reales de interés, provocó una situación de sobreendeudamiento y falta de liquidez de las empresas e individuos, y un crecimiento acelerado de las carteras vencidas de los bancos y otros intermediarios financieros. El sobreendeudamiento se agravó con el proceso de desaceleración de la economía mexicana iniciado a finales de 1992.

La supervisión estatal del sector financiero se debilitó enormemente con la privatización bancaria. La regulación prudencial de los créditos prácticamente fue abandonada. Las operaciones irregulares y fraudulentas, fueron numerosas y nunca fueron detectadas. Los bancos, más preocupados en colocar aceleradamente activos, en captar recursos del público y en iniciar negocios de dudosa viabilidad, para no quedarse fuera del arribo al Primer Mundo prometido por Carlos Salinas, no evaluaron los créditos con rigor bancario.

Ante este panorama el detonador de la crisis fue la devaluación del peso de 1994, debido a que todo estaba apostado a la estabilidad cambiaria, en que incurrieron los grandes grupos y los bancos comerciales que se endeudaron en el exterior. Frente a la inminente devaluación, los inversionistas externos exigieron su redención, no en pesos como estaba pactado, sino en dólares. La devaluación de diciembre de 1994 detonó una aguda crisis financiera y aceleró las tendencias deflacionarias de la economía mexicana, latentes desde finales de 1992. En el primer trimestre de 1995 comenzó la recesión económica más grave y profunda de la historia moderna del país.

Con el fin de estabilizar los mercados financiero y cambiario y evitar que el contagio de la crisis mexicana condujera a una crisis sistémica internacional, el gobierno mexicano negoció con la administración estadounidense un paquete de rescate por 51,637 millones de dólares provenientes del gobierno de Estados Unidos, del FMI, del Banco Mundial y de otras fuentes.

Además, aplicó un programa de ajuste ortodoxo caracterizado por una política monetaria y fiscal fuertemente restrictiva.

Todo ello provocó la recesión más aguda desde los años treinta y una crisis bancaria de amplias proporciones. Se desencadenaron tendencias deflacionarias agudas, es decir, fenómenos acumulativos de baja en la producción, la inversión y el empleo asociados con altos niveles de sobreendeudamiento público y privado. El crecimiento explosivo del desempleo abierto combinado con la fuerte caída de los salarios reales, agudizó las tendencias a la deflación por el lado de la demanda.

Desde la perspectiva del sector financiero, el sobreendeudamiento asociado a la liberalización financiera, se tradujo en un crecimiento acelerado de la cartera vencida. El deterioro de la calidad de los activos no se circunscribió a la banca comercial, sino que afectó al conjunto de los intermediarios financieros (arrendadoras, casas de factoraje, almacenadoras, etc.).

Una alta proporción de los deudores alcanzó niveles de insolvencia. Lo que condujo a la práctica paralización del crédito bancario (**credit crunch**), e impidió la reactivación de la inversión.

La fragilidad del sistema financiero se agudizó con la crisis de 1994-95. Las utilidades de los intermediarios financieros se desplomaron.

Ante la posibilidad de que se desatara una crisis financiera generalizada, el gobierno mexicano puso en marcha un amplio plan de rescate bancario. Aunado a la venta de bancos, a partir de la crisis bancaria de 1995, la participación de los bancos extranjeros en el sistema bancario nacional ha ido creciendo de una manera acelerada.

El programa ha tenido un costo muy alto desde 1995 a la fecha; si bien es cierto que su aplicación evitó que el sistema se colapsara, ha tenido grandes repercusiones en las finanzas públicas, ya que depende de manera excesiva de fondos estatales. La mayor asignación de recursos públicos para los programas de saneamiento de instituciones financieras será otorgada este año, acompañado de un incremento de la deuda a cargo del Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB), que tendrá un aumento de 7% en comparación con el saldo de 2000.

Así los recursos públicos que serán empleados este 2002, para continuar pagando el rescate bancario, aumentarán a 45 mil 378.1 millones de pesos, cantidad que equivale a 0.7% del producto interno bruto (PIB).

Cabe subrayar, que en promedio, durante los últimos seis años, el sector público ha destinado para este mismo propósito un monto que equivalente a 0.8 por ciento del PIB. En discrepancia, los recursos públicos para el saneamiento de las instituciones de crédito serán superiores a los que destine el gobierno a incrementar la infraestructura en algunos renglones estratégicos para el país y los destinados a programas sociales.

## **BOX. 2**

### **LA CRISIS ASIÁTICA**

La crisis asiática que irrumpió en Tailandia en julio de 1997 fue la segunda crisis de la globalización neoliberal y obedeció también a los procesos de liberalización, desregulación económica y financiera, impulsados desde los años ochenta.

La importancia de la crisis asiática radica en que ésta no fue, sino como una internacional global, por los efectos sobre las economías Rusa (1998) y Brasileña (1999).

Como en el caso de la primera crisis asociada a la globalización - la de México de 1994-1995, la crisis "asiática" fue una consecuencia de los efectos desestabilizadores de los flujos privados internacionales del capital. Cuando los operadores financieros globalizados consideraron que los desequilibrios provocados por su propia operación (déficit en las cuentas corrientes, sobrevaluación de las monedas, endeudamiento externo de corto plazo, etc.) ya no eran sostenibles, iniciaron los ataques especulativos sobre el bath y otras monedas de la región y causaron la estampida de los capitales, lo que tuvo un efecto de dominó en los mercados de otros países de la región, que enfrentaban condiciones semejantes. (Ver cuadro 1)



## CUADRO 1 BOLSAS DE VALORES ASIATICAS

Variaciones %

INDICES BOLSA	30 ABRIL 97- 30 ABRIL 98	30 ABRIL 98-2 JUNIO 98
<i>Hong Kong Hang Seng (Hong Kong)</i>	-12.3	-27.9
<i>Singapore St. Ind. (Singapur)</i>	-25.8	-25.5
<i>Sidney All Ord. (Australia)</i>	17.4	-7.4
<i>Manila Composite (Filipinas)</i>	6.1	-11.8
<i>Bangkok Set (Tailandia)</i>	-16.5	-39.8
<i>Jakarta Composite (Indonesia)</i>	-20.4	-27.0
<i>Seoul Composite (Corea del Sur)</i>	-36.9	-36.4
<i>Taipei Weighted Price (Taiwan)</i>	5.1	-15.3
<i>Bombay Sensitive Index (India)</i>	13.3	-15.0
<i>Tokio Nikkei (Japón)</i>	-14.4	-1.0
<i>Kuala Lumpur Composite (Malasia)</i>	-43.1	-20.7

Fuente: Salomon Smith Barney, Datastream.

Los antecedentes de la crisis se localizan en la crisis financiera de Japón iniciada en la década de los noventa, con la cual estalló el **boom** financiero y crediticio de los ochentas. El desplome de la Bolsa de valores de Tokio condujo a Japón a una situación de estancamiento productivo de larga duración, acompañado de claros síntomas deflacionarios y de una crisis bancaria de grandes proporciones.

El yen japonés comenzó a devaluarse frente al dólar y otras divisas fuertes, por lo que la competencia entre Japón y los tigres asiáticos en los mercados externos, se acrecentó.

Las importaciones (de insumos y bienes finales) de Japón provenientes de zona asiática se redujeron sustancialmente acrecentando los déficit de las balanzas en cuenta corriente de los países de la región.

La devaluación abrupta de las monedas y el desplome de los mercados bursátiles del sudeste asiático sacaron a la superficie una situación de sobreendeudamiento externo y interno que se había gestado y expandido durante el largo periodo de crecimiento dinámico de sus economías.

(Ver cuadro 2)

## Cuadro 2

### TIPOS DE CAMBIO DE MONEDAS ASIATICAS RESPECTO AL DÓLAR DE E.U.

<b>MONEDAS</b>	<b>Junio de1997</b>	<b>16 de junio de 1998</b>	<b>% de depreciación</b>
<i>Rupia (Indonesia)</i>	2,450.00	15,050.00	514.3
<i>Yen (Japón)</i>	114.40	114.40	25.3
<i>Won (Corea del Sur)</i>	888.10	1,430.00	61.0
<i>Ringgit (Malasia)</i>	4.04	2.52	60.3
<i>Dólar (Singapur)</i>	1.73	1.43	21.0
<i>Bath (Tailandia)</i>	43.35	25.79	68.0

FUENTE: FMI, **Estadísticas financieras internacionales, varios números y CNN Interactive, 16de junio de 1998**

Cuando las economías se desaceleraron y abrieron sus cuentas de capitales recurrieron excesivamente al endeudamiento externo, principalmente privado y de corto plazo. En todos los países de la región con excepción de Malasia, la relación deuda externa de corto plazo/ reservas internacionales de divisas era superior a la unidad.

Consecuentemente, se desencadenaron en la mayoría de esos países crisis de deuda-deflación, que transmitieron tendencias recesivas en sus economías internas y en el conjunto de la economía mundial.

Por la relación existente entre flujos externos de capital y sistemas financieros internos, las crisis financieras condujeron a agudas crisis bancarias.

Los procesos de crecimiento económico y de inversión de los países de la región y de otras zonas del mundo se interrumpieron abruptamente, dando lugar a círculos viciosos de caída del empleo y de los salarios reales, y por ende de los niveles de demanda efectiva y provocando la bancarrota y reestructuración financiera de corporaciones y bancos.

## **Bibliografía**

- Aglietta, Michel (1995). **Macroéconomie financière**. París, La Découverte, 126.p.
- Barrère, Alain (1985).**Keynes aujourd'hui.Theories et politiques**. París, Economica, 610 p.
- Bourguinat, Henri (1995). **La tyrannie des marchés. Essai sur l' économie virtuelle**. París, Economica, 169 p.
- Correa, Eugenia, Alicia Girón e Ifigenia Martínez , compiladoras (1999).**Globalidad, crisis y reforma monetaria**. México, Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM- Miguel Angel Porrúa, 228 p.
- Correa, Eugenia (1998).**Crisis y desregulación financiera internacional**. México, Siglo XXI ed.- UNAM , 206p.
- Chesnais, Francois y Dominique Plihon coordinadores (1997). **Les pièges de la finance mondiale**. París, Syros, 237 p.
- Chesnais, Francois (1997). **La Mondialisation du Capital**. París, Syros, 1997
- De Bernis, Gérard y Jacques Leonard (1987).**La tentation deflationniste**. París, Cahiers de Recherche num. 11. Institute de Sciences Mathématiques et Economiques Apliques,15 p.
- De Bernis, Gérard (1988). **El capitalismo contemporáneo**, México, Ed. Nuestro Tiempo. 256p.
- (1984). **Reflexions sur la crise contemporaine**, Coloquio de Ottawa, octubre, 1984.
- De Bernis, Gérard y Marielle Wagnies(s/f). **J.M. Keynes, theoricien involontaire de la crise ou de l'incertitude au sous- emploi durable**, Mimeo.
- DeLong J. Bradford, (1999). **Should we fear Deflation? Economic Activity**,Washington, Brookings Institution 1999, mimeo, p.221-252.
- Fisher Irving (1933). **The Debt-Deflation Theory of Great Depressions**, **Revista Econometrica**, vol. 1, Estados Unidos p.337-357. Existe traducción al español : **La teoría de la deuda deflación en las grandes depresiones**. **Revista Problemas del Desarrollo**, vol. 30, num. 119, oct-dic de 1999.p.189-210.
- Greenspan, Alan (1998). **Problems of Price Measurement**, Discurso pronunciado ante la American Finance Association, 3 de enero de 1998,Chicago, Mimeo, 3 p.
- Guillén, Arturo (2000).**México hacia el siglo XXI: Crisis y modelo económico alternativo** ,México, Plaza y Valdés editores-UAMI , 319 p.

------(2000). **Efectos de la crisis asiática en América Latina**, *Revista Comercio Exterior*, Vol. 50, núm.7, México, Bancomext, julio de 2000.p.539-547.

------(1999). **Crisis asiática y restructuración de la economía mundial** *Revista Comercio Exterior*. Vol. 49, núm.1, México, Bancomext, enero de 1999. p.16-24

----- (1992). **La fase deflacionaria de la crisis estructural**, *Revista Investigación Económica* , Vol. LI, núm. 199, enero-marzo de 1992, México, Facultad de Economía, UNAM. p. 149-183.

Guttman, Robert (1951). **How Credit-Money Shapes the Economy: the United States in a Global System**. M.E. Sharpe, Armonk, New York-Londres, 561 p.

Keynes, J. Maynard (1921). **Le traité des probabilités**, en **Collected Writings of J.M. Keynes** vol. VIII, Londres,

Kregel, Jan(1999). **Flujos de capital, banca mundial y crisis financiera después de Bretton Woods**, *Revista Comercio Exterior* . vol. 49,núm.1, , México, Bancomext, enero de 1999 p. 7-15.

Krugman, Paul R.(1999). **The Return of Depression Economics**. Nueva York,W.W. Norton, XIV,176 p.

Krugman, Paul R.(2000). **Can Deflation be Prevented?** [web.mit.edu/krugman/www/deflator.html](http://web.mit.edu/krugman/www/deflator.html).p.1.

Leonard, Jacques coord.(1997). **Les Mouvements internationaux de capitaux**. Paris, Fondation Francois Perroux – Economica - Institut de Sciences Mathématiques et Economiques Appliquées, 204 p.

Mántey, Guadalupe y Noemí Levy, compiladoras (2000). **De la regulación financiera a la crisis cambiaria : experiencias en América Latina y el sudeste asiático**. Universidad Nacional Autónoma de México – ENEP Acatlán - DGAPA.

(?) Minsky Hyman(1995). **Longer waves in Financial Relations: Financial Factors in the More Severe Depressions II**, *Journal of Economic Issues*, vol. XXIX , marzo de 1995, Estados Unidos, p.93. Existe traducción al español: **Ondas largas en las relaciones financieras : factores financieros en las depresiones más severas II** en **Revista Problemas del Desarrollo**, vol. 30, num. 119, México, IIEc, UNAM, oct-dic de 1999. p.175-210.

------(1986). **Stabilizing an Unstable Economy** . Yale University Press, New Haven y Londres, 353 p.

------(1982). **Debt Deflation Processes in Today's Institutional Environment**. *Quarterly Review*, vol. 26. num. 3 p. 375-393.

------(1982). **Can it Happen Again? Essays on Instability and Finance** Armonk. Nueva York. M.E. Sharpe, XXIV, 301p.

------(1975). **John Maynard Keynes**, Londres y Nueva York, Columbia

University, 181 p.

Orlean, André (1999). **Le pouvoir de la finance** . París, Editions Odile Jacob, 275 p.

-----(1996).**Quelques enseignements de la crise mexicaine. Turbulences et spéculations dans l'économie mondiale**,en André Cartapains (coord.), París, Economica. p.27-46.

Vidal, Jean Francois (2001). **Sorties de crise et changements institutionnels: le cas des années 1873-1896. La Lettre de la Régulation**,. Num. 36, marzo de 2001, <http://www.upmf-grenoble.fr/irepd/docregul.html>

Wanniski, Jude(2001). **The deflation monster. The American Spectator**. <http://www.gilder.com/AmericanSpectatorArticles/Deflation.htm>.

Wolfson, Martin H. (1994). **Financial Crises. Understanding the Postwar U.S. Experience**. Nueva York, M.E. Sharpe, Armonk, Nueva York y Londres. 269 p.