

Presentación del libro

Inequality and stagnation: a monetary interpretation

Santiago Capraro, Carlo Panico y Luis Daniel Torres-González

Seminario Universitario sobre la Cuestión Social

UNAM – Posgrado de Economía

11 de septiembre de 2024

Introducción

La desigualdad de ingreso ha crecido en la mayoría de los países desde los años 1980, acompañada de un bajo crecimiento del PIB y una fuerte expansión del sector financiero.

El libro argumenta que estos fenómenos son relacionados entre sí y que la expansión del sector financiero es la causa principal de los otros dos.

Para validar esta interpretación el libro usa un enfoque Clásico-Keynesiano, el cual niega que la economía se caracteriza por la neutralidad a largo plazo del dinero, es decir, por *la falta de influencia monetaria persistente en los niveles de producción y distribución.*

Se argumenta que el dinero, la organización institucional y la política económica juegan un papel clave en la teoría del crecimiento y distribución, ofreciendo la siguiente interpretación de los eventos recientes.

Síntesis de la propuesta interpretativa

Tras el abandono de los Acuerdos de Bretton Woods, la regulación financiera pasó de un enfoque basado en los poderes discrecionales de las autoridades sobre los gerentes de las empresas financieras a uno basado en reglas fijas, como los requerimientos de capital.

Las presiones del sector financiero sobre el mundo político favorecieron este cambio que transformó el sistema *especializado*, que obliga a las empresas financieras a operar en un solo tipo de actividad, en uno *universal*, que les permite actuar en múltiples negocios, como la intermediación crediticia, las operaciones del mercado de capitales y los seguros.

El nuevo enfoque a la regulación ha permitido introducir una amplia gama de innovación financiera y ha hecho que la actividad especulativa predomine sobre la financiación de la producción y del comercio internacional.

Gracias a esto, el crecimiento del sector ha aumentado a tasas superiores a las del resto de la economía y ha elevado su grado de concentración y su capacidad para obtener una legislación favorable a sus intereses.

La expansión del sector financiero ha aumentado su participación en el ingreso nacional y ha intensificado los conflictos distributivos en detrimento de los trabajadores.

Otros efectos han sido una acrecida inestabilidad y el aumento del número de crisis, que han

- obligado a los bancos centrales a reducir las tasas de interés;
- modificado el proceso de coordinación entre las políticas monetaria y fiscal;

- restringido el uso de la política fiscal;
- generado efectos negativos sobre la demanda efectiva y el crecimiento;
- aumentado la inseguridad laboral;
- reducido el poder de negociación de los trabajadores.

Al mismo tiempo, las modificaciones de los mercados financieros han alterado el comportamiento de las empresas corporativas, que han reemplazado una estrategia de *short-period capital gains* por la de *retain and reinvest* adoptada anteriormente.

Este curso de acciones ha incrementado los ingresos de los gerentes y producido efectos negativos en el financiamiento de la inversión, lo que ha contribuido aún más a la disminución de la demanda efectiva y del crecimiento.

Nuestra interpretación monetaria difiere
de aquellas ofrecidas por otra literatura.

Interpretaciones reales

En primer lugar, la interpretación del libro difiere de aquella derivada de los fundamentos teóricos neoclásicos, que acepta la tendencia al pleno empleo y la neutralidad a largo plazo del dinero y hace depender los niveles de las variables distributivas de la escasez relativa de los factores productivos.

Mankiw (2013) adopta la teoría neoclásica y argumenta que el aumento de la desigualdad se debe a la *mayor demanda de los talentos de las estrellas del deporte y de la música.*

Alvaredo, Atkinson, Piketty, Saez (2013) critican a Mankiw presentando información estadística la cual muestra que el grupo que se ha beneficiado más del cambio en la distribución del ingreso no se compone de las estrellas del deporte y de la música, sino de los *managers* de las grandes corporaciones, en particular de las empresas financieras.

La interpretación de Piketty (2014) afirma que la mayor desigualdad ha sido causada por una *reducción exógena e inevitable de la tasa de crecimiento de las economías.*

Acemoglou y Robinson (2015) critican a Piketty (2014) afirmando que su descripción de la *naturaleza exógena* de la dinámica de la tecnología y del crecimiento no logra capturar elementos cruciales del funcionamiento de la economía, ni entender por qué, a lo largo del tiempo, se generan procesos de mayor o menor crecimiento y desigualdad.

Acemoglou y Robinson recuerdan algunos ejemplos en los cuales los aumentos de la desigualdad han causado *reacciones sociales que han modificado los equilibrios políticos y la legislación y han favorecido una mejor distribución del ingreso.*

Sin embargo, cuando Acemoglou y Robinson describen las dinámicas antes mencionadas, se centran en los factores reales como la tecnología, la educación y las instituciones del mercado de trabajo, *pasando por alto la evolución de las instituciones monetarias y financieras y la legislación que la genera.*

Acemoglou y Robinson (2015) han inspirado una amplia literatura, que también ha pasado por alto la evolución de las instituciones financieras.

(véase la reseña de De Loeker, Eeckhout y Unger, 2020)

***Interpretaciones reales que reconocen
el rol de algunos factores monetarios***

Si bien acepta la visión de Acemoglou y Robinson, Rajan (2010) reconoce el rol de las instituciones financieras, pero no admite que el aumento de la desigualdad dependa de las presiones de la industria financiera para obtener una legislación que favorece sus ingresos.

El aumento depende de la inestabilidad que ha dañado también a un sistema que cuenta con instituciones bien conformadas, como el de EUA, porque no se logra evitar que operadores tramposos y públicos oficiales ineptos y corruptos perjudiquen la labor de las fuerzas de mercado que garantizan el buen funcionamiento de una economía competitiva.

Rajan afirma que con la reciente integración de los países emergentes en los mercados internacionales, la presencia de elementos de ineficiencia y corrupción ha incrementado.

Stiglitz (2012), como Rajan, hace referencia a los factores monetarios, pero reconoce el rol de la actividad de *lobbying* para influir en el comportamiento de las autoridades.

Stiglitz (2012: 111-2 y 119-120) acepta el punto de vista neoclásico de que en una economía competitiva el dinero es neutral a largo plazo y las fuerzas espontaneas de mercado producen resultados eficientes que vuelven la política económica innecesaria.

Según él, las *imperfecciones de mercado* son las que generan los problemas de desigualdad que la política económica debe eliminar.

Desafortunadamente, en las últimas décadas los gobiernos han sido más propensos a favorecer los intereses de los grupos ricos y poderosos que la justicia social.

La interpretacion de Stiglitz presenta dos elementos de debilidad.

En primer lugar, *no analiza las motivaciones distributivas* que han influido en el comportamiento de las autoridades.

Segundo, aceptando los fundamentos neoclásicos, *Stiglitz no cuenta con una crítica de coherencia lógica de esta teoría y debe sostener, con análisis empíricos de difícil elaboración*, que los efectos de las imperfecciones son más relevantes que aquellos de los factores reales.

Mankiw (2013: 30) ha evidenciado la debilidad de esta posición, notando que Stiglitz *hubiera tenido que demostrar empíricamente* que los ingresos elevados del 1% más rico son el resultado del operar de las imperfecciones y no reflejan la mayor demanda de los talentos de los que componen este grupo.

En los años 1990 los ensayos de las *New Growth Theories* también afirmaron que, ***cuando los mercados no son competitivos***, la política y la innovación financiera influyen en la desigualdad y en el crecimiento de las economías (véase Greenwood y Jovanovic, 1990; King y Levine, 1993; Pagano, 1993).

La reseña de Demirgüç-Kunt y Levine
(2009) reconoce que esta literatura

subestima el impacto potencialmente enorme de las políticas financieras en la desigualdad ...

La legislación sobre regulación financiera merece un lugar mucho más prominente en el estudio de la desigualdad ...

... Hay buenas razones para creer que la distribución del ingreso da forma a las políticas públicas, incluidas las políticas financieras.

*Así, la comprensión de los canales a través de los cuales la distribución del ingreso moldea el funcionamiento de los sistemas financieros y las políticas financieras son **líneas de investigación extraordinariamente valiosas***

(Demirgüç-Kunt y Levine, 2009: 289-290).

Citando el *Handbook of Income Distribution* de Atkinson y Bourguignon (2000), Demirgüç-Kunt y Levine (2009) concluyen que *la literatura no ha desarrollado estas líneas de investigación.*

Interpretaciones monetarias

Una amplia parte de la literatura crítica evidencia el rol de los factores monetarios proponiendo, desde diversas perspectivas, *puntos de vista similares sobre el funcionamiento de la economía, pero acercamientos metodológicos diferentes.*

Lavoie (2016: 60) afirma que *“las debilidades del capitalismo moderno no se deben a la **rigidez** de los precios o a las **imperfecciones** del mercado, sino más bien a la dinámica intrínseca del sistema’*.

Lavoie (2016: 61) recuerda la *hipótesis de fragilidad financiera* de Minsky y argumenta que ‘*el capitalismo es inherentemente inestable [porque] ... en un mundo de incertidumbre radical ... la euforia especulativa ... es un resultado inevitable*’.

Boyer (2000) se focaliza sobre los cambios en las relaciones entre accionistas, *managers* y trabajadores de las grandes corporaciones, formalizando un modelo de crecimiento *finance-led*, que compite con los *wage-led* y *profit-led* de Bhaduri y Marglin (1990).

Una línea de investigación diferente evidencia que los análisis de los fenómenos monetarios logran tener *sentido teórico* si, en lugar de limitarse a examinar los aspectos técnicos, consideran los conflictos distributivos que dan forma a los acuerdos políticos e influyen en la legislación y en las políticas financieras (Palma, 2009).

Esta línea de investigación se encuentra en el enfoque Clásico-Keynesiano, derivado de los escritos de Keynes y Sraffa, que mueve del grado de liquidez de los activos y argumenta que éste acaba por ser plasmado por la organización institucional de los mercados y la capacidad de las autoridades para controlar la estabilidad.

En la *Teoría General* Keynes (1936: 162) señala que, si los acuerdos políticos establecen una legislación que genera una organización institucional y una regulación bien conformadas, las expectativas se abocan hacia la estabilidad y la economía vive ‘*tiempos normales*’.

En cambio, cuando las presiones de los grupos económicos logran moldear la legislación, la organización institucional debe considerarse ‘mal hecha’ (1936: 154) y la economía vivirá ‘*tiempos anormales*’, durante los cuales el funcionamiento de los mercados se acerca a aquel de un casino.

Según el enfoque Clásico-Keynesiano,
los conflictos distributivos son *elementos*
claves en el análisis de la estabilidad
financiera.

La adopción de este enfoque permite aclarar *cómo* los elementos políticos modelan el *funcionamiento ordinario de una economía competitiva* y permite contar con una crítica analítica de la coherencia lógica de la teoría neoclásica.

Contenido del libro

El libro aborda cuestiones teóricas, históricas e institucionales, derivando de los escritos de Keynes y Sraffa un enfoque que se centra en las interacciones entre acuerdos políticos, variables distributivas y nivel de producción y crecimiento.

Describe cómo la industria financiera ha desempeñado un papel clave en la configuración del comportamiento reciente de la economía, centrándose en las motivaciones de sus presiones sobre la política.

El libro recuerda que en la era Bretton Woods la regulación contribuyó a obtener buenos resultados en términos de estabilidad, crecimiento y distribución y que el enfoque Clásico-Keynesiano evidencia que los acuerdos políticos pueden conducir a niveles más altos o más bajos de igualdad y crecimiento.

Organización de los capítulos:
Parte 1 - Elementos preliminares

La Parte 1 del libro delinea las relacionadas evoluciones históricas de las instituciones financieras y de las teorías monetarias.

Además, presenta información estadística sobre los principales cambios que el dominio de las finanzas ha producido en el funcionamiento de las economías y en la organización y conducción de la política económica.

Se mencionan, en primer lugar, los cambios en la regulación financiera ocurridos después de la ruptura de los Acuerdos de Bretton Woods.

La nueva legislación, promovida por cuantiosos gastos de la industria financiera en actividad de *lobbying*, ha permitido a este sector crecer más que el resto de la economía, lo que ha reforzado su capacidad para influir en la vida económica, social y política.

Entre la información que evidencia la expansión de este sector recordamos que, durante el periodo 1977-2007, la tasa anual de crecimiento de las transacciones financieras internacional, medidas en dólares constantes, fue 18.33%, mientras que el comercio internacional creció al 8.76% y el PIB mundial al 3.12%.

Esta expansión ha sido acompañada por un proceso de concentración del sector.

En 2007 el gigantesco negocio internacional antes mencionado estaba dominado por 17 *mega-banks*; ahora está dominado por 12.

FDIC –	1984	14,261	
	2021	4,236	(- 70%)

Mientras que la industria financiera crecía y se concentraba, la inestabilidad y el número de crisis financieras a nivel mundial aumentaban.

1970-79	35
1980-89	164
1990-99	211
2000-17	130

El gran número de crisis en los años 1990 impuso que los gobiernos nacionales consideraran la estabilidad financiera como objetivo prioritario de la política fiscal.

La austeridad empezó a dominar en la mayoría de los países y las autoridades modificaron la organización de la política económica:

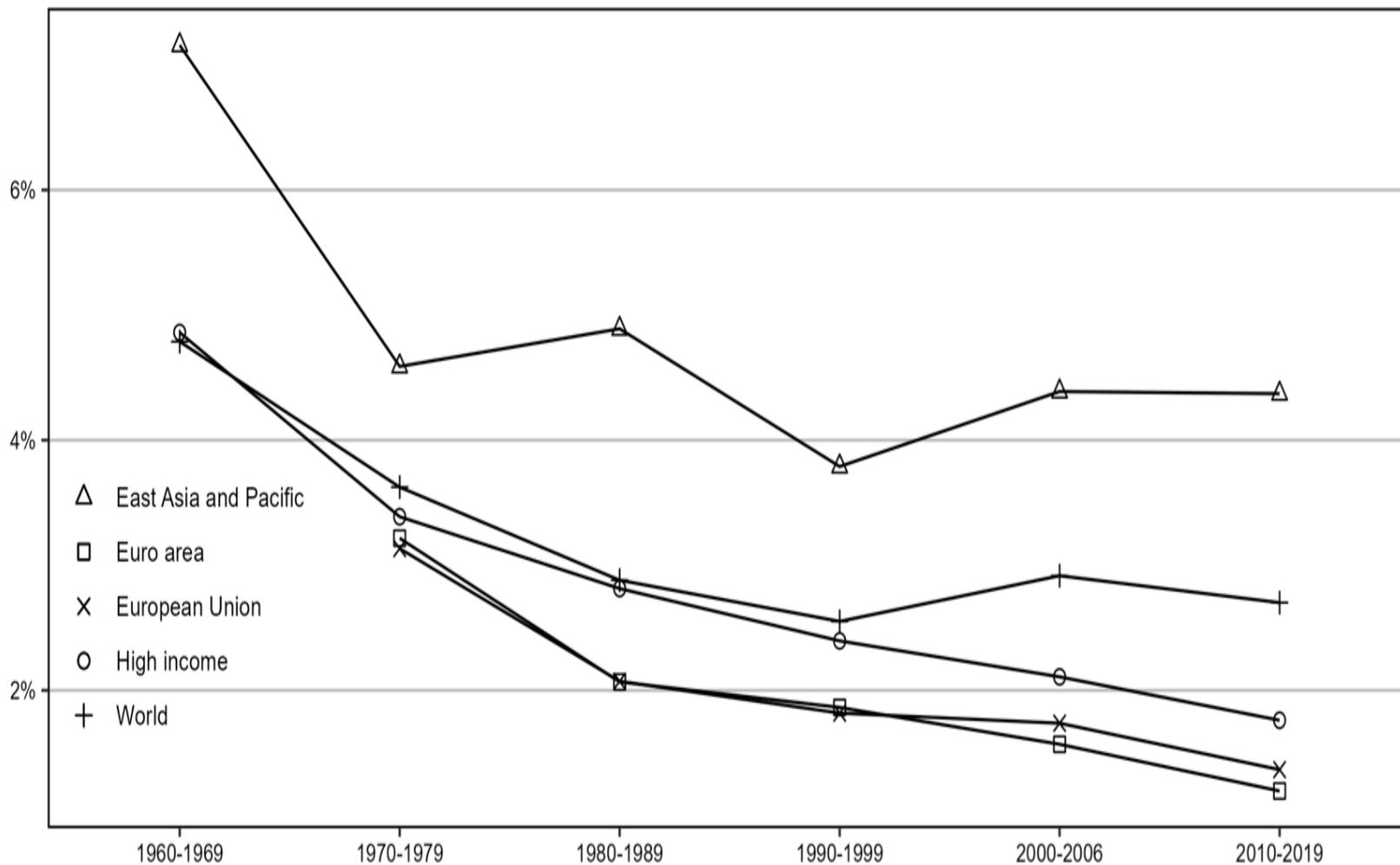
por primera vez en la historia, la política monetaria dominó la política económica y el sector público se convirtió en un gran acreedor del banco central.

La inestabilidad se ha manifestado también a través de la volatilidad cambiaria, que ha modificado la política monetaria de los países menos ricos, imponiendo una gran acumulación de reservas internacionales y operaciones de esterilización que han promovido aún más el uso de políticas fiscales austeras.

En los países más ricos la inestabilidad financiera ha impuesto una política monetaria basada en grandes emisiones de liquidez y bajas tasas de interés.

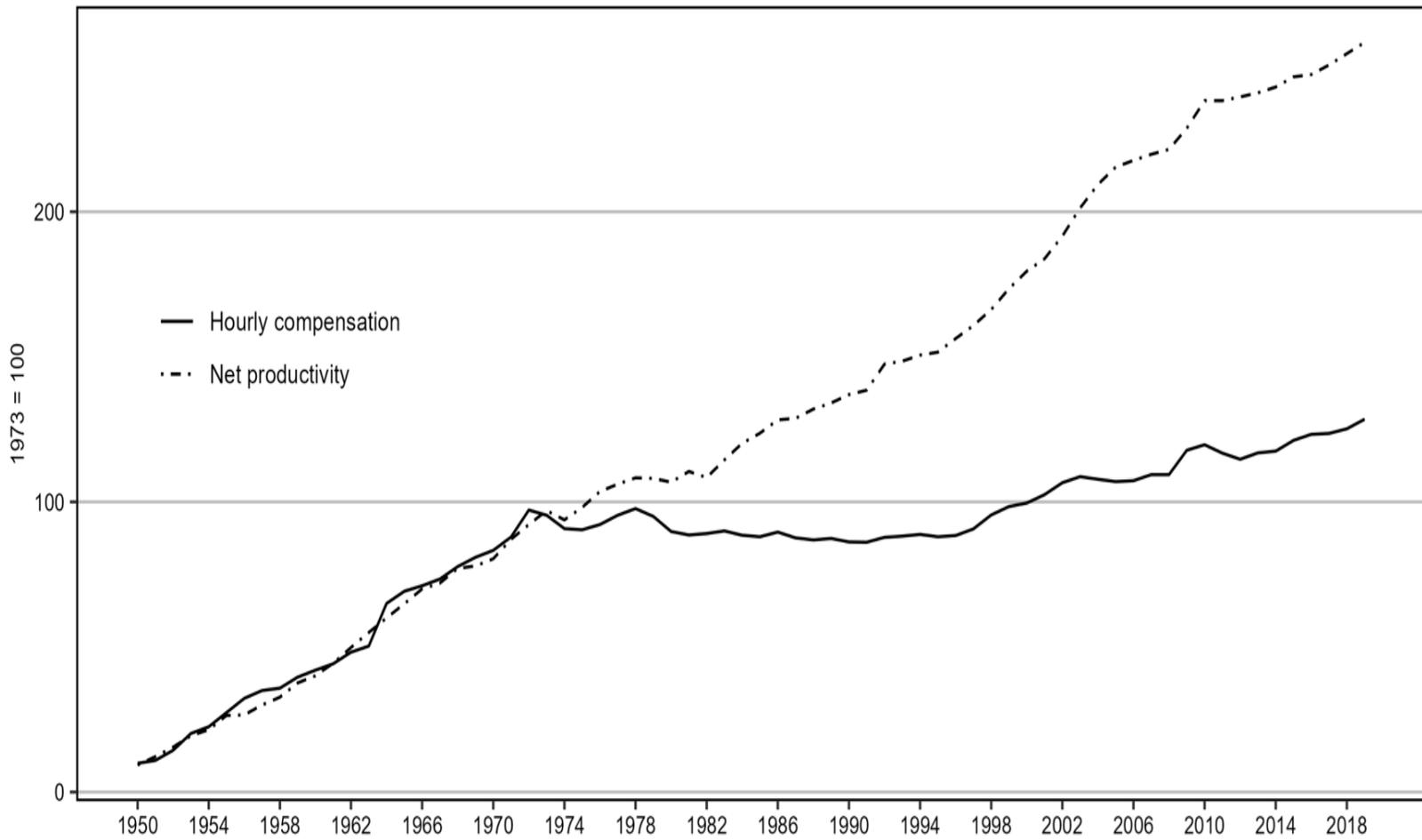
Desde principio de los 1990 se observa una caída persistente y generalizada de las tasas de interés, que ha reducido la tasa de rendimiento de las acciones, causando otros efectos relevantes en la distribución del ingreso.

Estos resultados han sido acompañados por una marcada reducción de la tasa anual de crecimiento del PIB mundial, que ha pasado de valores cercanos al 5% de los años 1960 a valores cercanos al 2% en la década de 2010.



Annual average growth rates of real GDP for selected country groups, 1960-2019.

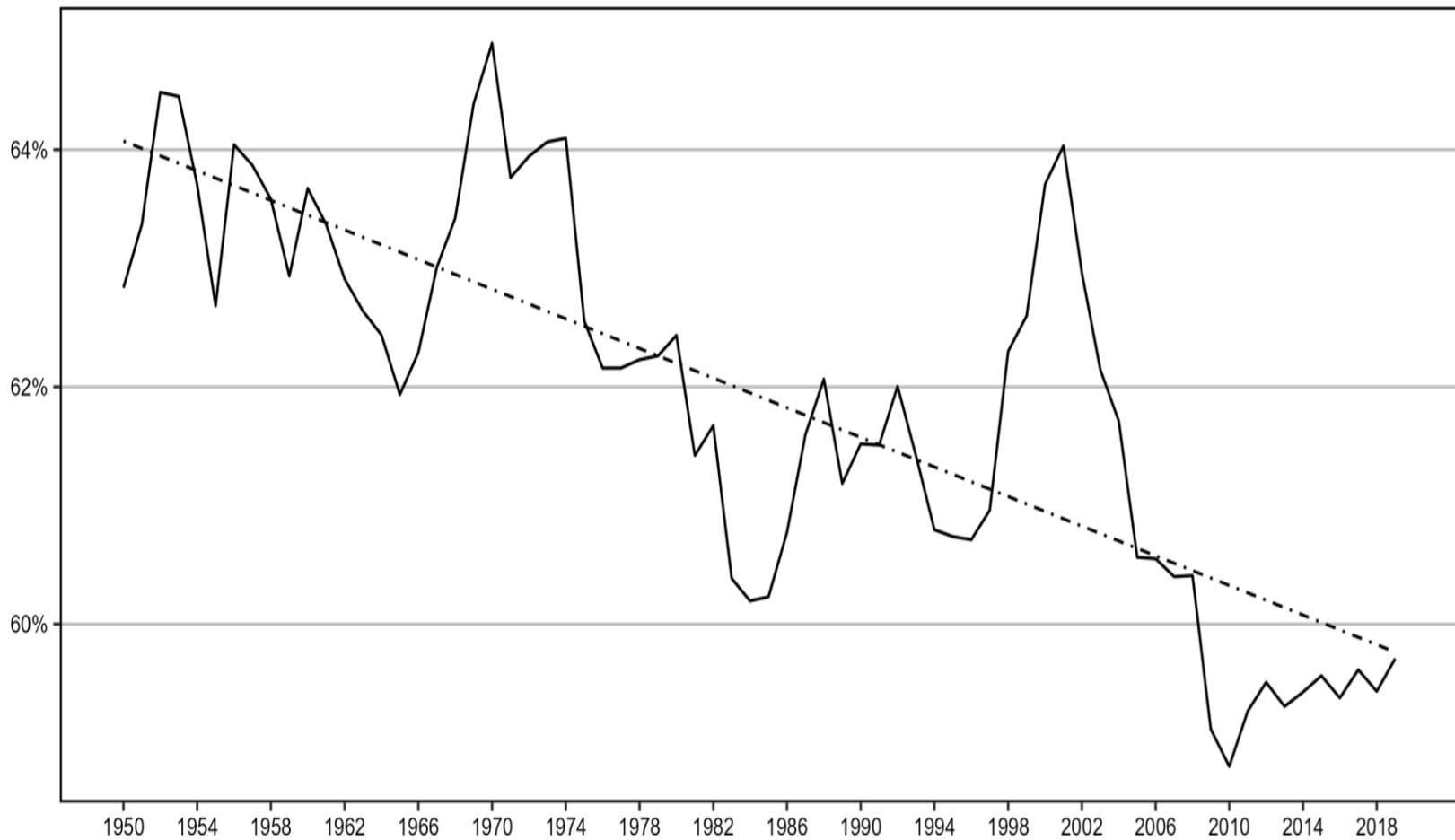
La caída del PIB ha incrementado la inseguridad laboral reduciendo la capacidad de los trabajadores para apropiarse de los aumentos de productividad.



Productivity-compensation gap for the US economy, 1950-2019.

Los limitados aumentos salariales han reducido las tasas de inflación que se esfumó para un periodo largo de tiempo, mientras que la inestabilidad crecía, induciendo a las autoridades a preocuparse más por la segunda y a realizar una política de *financial stability targeting*, en lugar de la anunciada *inflation targeting*.

Los efectos sobre la distribución del ingreso han sido que la participación salarial ha caído, mientras que las remuneraciones de los *managers* de las grandes corporaciones han aumentado marcadamente.



Share of labour compensation in GDP for the US economy, 1950-2019

Aprovechando la dificultad de los trabajadores de apropiarse de los aumentos de productividad y la reducción de las tasas de rendimiento de las acciones, los *managers* han logrado atribuirse la mayor parte de los incrementos de valor añadido de las empresas.

Como indica Piketty (2014: 278, 302–3, 334), en años recientes el 65% de los que componen el grupo del 1% más rico en EUA son *managers* de las grandes corporaciones, principalmente aquellos del sector financiero.

La nueva posición de los *managers* ha generado una elevada distribución de dividendos que ha influido negativamente en el financiamiento de la inversión contribuyendo aún más a la caída de la demanda efectiva y del crecimiento.

Organización de los capítulos:
Parte 2 - Conceptos básicos y análisis.

La segunda parte del libro describe el *estado del conocimiento científico* sobre los fundamentos teóricos de la disciplina económica, destacando que la teoría neoclásica enfrenta *problemas lógicos serios* cuando los análisis asumen que la economía produce más de una mercancía.

La existencia de estos problemas ha sido reconocida por los grandes economistas neoclásicos que han contribuido al tema (Samuelson, Debreu, Hahn) evidenciando la debilidad de las *tradicionales parábolas neoclásicas*, que están todavía a la base de las propuestas de política económica del Nuevo Consenso en Macroeconomía.

Las parábolas en cuestión afirman que

- la escasez relativa de los factores productivos *determina* sus tasas de remuneración;
- las variaciones de los precios de los factores generan una tendencia al pleno empleo que justifica la neutralidad a largo plazo del dinero.

Organización de los capítulos:

Parte 3

***Keynes y Sraffa sobre dinero,
distribución y producción***

La Parte 3 describe cómo Keynes intentó *revolucionar* los fundamentos de la disciplina, proponiendo en la *Teoría General* una teoría monetaria de la producción y distribución, y cómo Sraffa desarrolló su trabajo de investigación para lograr el mismo resultado.

Keynes y Sraffa compartieron una amistad profunda y colaboraron intensa y proficuamente sobre temas monetarios.

Sin embargo, hasta la abertura del archivo *Sraffa Papers* en los años 1990, la literatura ha prestado una atención limitada al trabajo conjunto de estos autores.

El capítulo 7 se centra en el pensamiento de Keynes, mostrando cómo en la *Teoría General* abandonó la visión neoclásica de la integración del dinero en los fundamentos teóricos de la disciplina y planteó una ***revolución científica*** centrada en una teoría monetaria de la producción y distribución.

El capítulo 8 describe el trabajo conjunto de Keynes y Sraffa sobre temas monetarios y sobre el enfoque metodológico que se debe usar para construir una teoría alternativa, argumentando que los dos autores compartían puntos de vista comunes sobre estos temas.

Ambos atribuían a la organización institucional de los mercados y a la política económica un papel clave en el funcionamiento ordinario de la economía y estaban en consonancia con la tradición científica que Marshall había impuesto en Cambridge.

Después de la Segunda Guerra Mundial, Sraffa proporcionó un marco analítico para estudiar cómo los factores monetarios pueden influir persistentemente en la distribución del ingreso y para identificar las debilidades de la teoría neoclásica.

Organización de los capítulos:

Parte 4

***Una interpretación monetaria de la
desigualdad y del estancamiento del
crecimiento***

La cuarta parte describe cómo las presiones de la industria financiera han contribuido a

- modificar el funcionamiento de los mercados,
- alterar la estrategia de las empresas corporativas,

- aumentar la inestabilidad financiera,
- reordenar la conducción y organización de la política económica,
- influir negativamente en la distribución del ingreso y el crecimiento.

El capítulo 9 emplea el enfoque Clásico-Keynesiano para examinar la evolución de la regulación financiera en Estados Unidos.

El análisis de estos cambios abre la Parte 4 porque, sin ellos, *la legislación hubiera prohibido el asombroso crecimiento del sector financiero.*

Con base en el enfoque Clásico-Keynesiano, el capítulo interpreta la evolución de la regulación como el resultado de las presiones de la industria financiera sobre la política.

El capítulo 10 examina las causas del aumento del riesgo sistémico y del número de crisis.

Considera los poderes que la legislación atribuye a las autoridades el *elemento crucial* en el análisis de la estabilidad financiera, destacando que *el estudio de las crisis debe centrarse en la formación de la legislación y de la política monetaria.*

El capítulo argumenta que las fallas de la organización institucional de los mercados financieros pueden desestabilizar las expectativas que determinan el grado de liquidez de los activos y causar problemas de solvencia y crisis.

Además, muestra que las *mismas* fallas de la organización institucional se observan en los periodos que han precedido las crisis de 1929 y de 2007.

Se evidencia que en los años anteriores a los dos crisis se desarrolló el *mismo* conflicto entre la industria financiera y el resto de la sociedad para modificar la regulación y transformar el sistema *especializado* en *universal*.

Además, hubo

- el *mismo* crecimiento asombroso de la industria financiera,
- el *mismo* proceso de concentración,
- la introducción de las *mismas* innovaciones,

- el uso de los *mismos* incentivos a gerentes y ejecutivos del sector,
- la presencia de los *mismos* comportamientos engañosos en el mundo financiero.

Los capítulos 11 y 12 examinan la forma en que el predominio de las finanzas ha afectado la conducción y coordinación de las políticas monetaria y fiscal.

El capítulo 11 propone una interpretación monetaria de la persistente y generalizada tendencia a la baja de los tipos de interés en Estados Unidos.

Examinando los documentos oficiales de la Reserva Federal, el capítulo argumenta que, desde mediados de la década de 1990, el banco central estadounidense ha estado más preocupado por la creciente inestabilidad que por la inflación, la cual se mantenía baja por la incapacidad de los trabajadores para apropiarse de los aumentos de productividad.

El capítulo concluye que en la era del dominio de las finanzas la política de la Reserva Federal se puede describir como *financial stability targeting* y no *inflation targeting*.

El capítulo 12 examina cómo la liberalización de los movimientos internacionales de capital y el crecimiento del sector financiero han modificado la coordinación de las políticas monetaria y fiscal en los países latino-americanos.

Las autoridades de estos países han estado principalmente preocupadas por la estabilidad financiera, sacrificando el crecimiento y la igualdad de los ingresos.

Esta tendencia se ha fortalecido en el nuevo milenio por el incremento en el uso de las divisas de estos países a nivel internacional.

El peso mexicano se ha vuelto la divisa de los países emergentes más usada en el mundo financiero y la variabilidad de su cambio ahora depende más de la volatilidad de los mercados financieros internacionales que de los desajustes macroeconómicos internos.

Por último, el capítulo 13 presenta un análisis formal basado en supuestos relacionados con la interpretación monetaria propuesta anteriormente.

El capítulo propone un modelo lineal de producción, relacionado con el enfoque de cambio estructural de Pasinetti (1993) que considera el *crecimiento desequilibrado de dos sectores agregados*, el industrial y el financiero, tomando en cuenta cómo la mayor expansión del segundo ha modificado el operar de las fuerzas competitivas.

El análisis identifica las condiciones que hacen que la expansión de este sector genere cambios en la distribución del ingreso adversos para los trabajadores y beneficiosos para los *managers*.

Además, muestra cómo estos cambios pueden generar tendencias restrictivas para la demanda efectiva y el crecimiento.

Conclusiones

El análisis presentado aclara que el problema principal que los países deben enfrentar es el *desajuste en las relaciones de poder que el dominio de las finanzas ha generado.*

En cada país, defenderse del poder de la industria financiera requiere, en primer lugar, fortalecer la unidad nacional con el fin de devolver a la política fiscal mayores espacios discrecionales para mejorar la estructura productiva y la competitividad internacional.

En segundo lugar, requiere un consenso amplio sobre la necesidad de reforzar el funcionamiento de la democracia

- mejorando el sistema educativo,
- reformando el financiamiento de los partidos y de las campañas electorales,
- reglamentando los medios de comunicación,
- fortaleciendo las instituciones que garantizan los equilibrios de poderes y el juego democrático.

No es una estrategia política fácil. Sin embargo, es importante considerarla porque los problemas que el dominio de la finanza sigue generando no son sustentables en el tiempo desde el punto de vista económico, social y político.

Gracias

