



Análisis Económico

ISSN: 0185-3937

analeco@correo.azc.uam.mx

Universidad Autónoma Metropolitana

Unidad Azcapotzalco

México

Levy Orlik, Noemi

Financiarización y Modelo de Acumulación: La evolución de las deudas y el sector externo de la economía mexicana

Análisis Económico, vol. XXXII, núm. 79, enero-abril, 2017, pp. 53-75

Universidad Autónoma Metropolitana Unidad Azcapotzalco

Distrito Federal, México

Disponible en: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=41352781004>

- Cómo citar el artículo
- Número completo
- Más información del artículo
- Página de la revista en redalyc.org

redalyc.org

Sistema de Información Científica

Red de Revistas Científicas de América Latina, el Caribe, España y Portugal

Proyecto académico sin fines de lucro, desarrollado bajo la iniciativa de acceso abierto

Financiarización y Modelo de Acumulación: La evolución de las deudas y el sector externo de la economía mexicana

(Financialization and Model of Accumulation: The evolution of the debts and the external sector of the Mexican economy)

(Recibido: 02/junio/2016 –Aceptado: 31/octubre/2016)

*Noemi Levy Orlik**

Resumen

El mundo capitalista ha mutado sus principales arreglos institucionales. Domina un modelo desregulado, globalizado y hojas de balances acrecentadas que responden a nuevas formas de liquidación de pagos y especulación. En los países en desarrollo este modelo adoptó formas diferentes, especialmente en aquellos que no lograron equilibrar sus cuentas corrientes. Este trabajo se enfoca en las economías en desarrollo con cuentas corrientes desequilibradas a partir de lo cual se analizan las modalidades del movimiento de capital, su impacto sobre el sector financiero y productivo, en el marco de la economía mexicana, señalándose que este proceso profundizó los desequilibrios estructurales de estas economías que han impedido un desarrollo económico acelerado y estable.

Palabras clave: Financiarización, Mercados financieros, Impactos macroeconómicos.

Clasificación JEL: B50, E44, F62.

* Profesora de Tiempo Completo, Facultad de Economía, UNAM. Este trabajo fue presentado en el Seminario III Jornadas de Pensamiento Latinoamericano, UAM-A. 7/8 octubre 2015. Agradezco los comentarios de los participantes y a los dictaminadores de la Revista Análisis Económico, dejando claro que contenido de este trabajo es de mi entera responsabilidad. Este trabajo fue realizado en el marco del proyecto PAPIIT- UNAM, IN 303314. Correo electrónico: <levy@unam.mx>.

Abstract

The capital production system modified its institutional arraignments. At present dominates a deregulated and globalized economic model, which expanded the size of the different agents' balance sheet, which respond to the new forms of liquidity payments and speculative activities; adopting new forms in developing economies. In this paper are analyzed capital flow movements into these economies and its impacts on the real and financial sector. This is done in the context of the Mexican economy, where is highlighted that this process has come along with structural disequilibria that limited economic growth and hinder economic development.

Keywords: Financialization, Financial Markets, Macroeconomic impacts.

JEL Classification: B50, E44, F62.

I. Introducción

El modelo neoliberal modificó radicalmente el entorno económico, sin que las crisis de los países desarrollados encabezada por Estados Unidos en 2008 y seguida por Europa desde 2010, hayan modificado radicalmente la organización económica dominante. En este ordenamiento económico, las variables financieras son fundamentales en las decisiones del conjunto de los agentes económicos, desplegándose un modo de producción liderado por el capital financiero que también hemos denominado financiarización.

Los antecedentes de la financiarización se encuentran en los procesos de desregulación y globalización que dieron vida al modelo neoliberal; resaltándose que el termino financiarización tiene la limitación de no contar con una definición específica y una medición particular que indique la presencia de esta categoría en el sistema económico. Ello lleva a los autores que usan el término a definir en cada caso lo que entienden por financiarización, y proponer variables específicas para su medición.

A nivel general se puede utilizar la multicitada definición de Epstein (2005, p. 4) que señala que la “financiarización implica una importancia creciente de los motivos financieros, los mercados financieros, los actores financieros y las instituciones financieras en las operaciones de los mercados domésticos e internacionales”. Añadimos que afecta a los países desarrollados y en desarrollo, aunque de manera diferente, generándose fuertes disensos en torno a su impacto sobre el desarrollo económico, identificándose dos grupos.

Siguiendo la definición antes citada, un amplio grupo de economistas señala que la dominación del capital financiero incrementa el endeudamiento, des-acelera la actividad económica, deprime la acumulación y concentra el ingreso, con base en lo cual postulan la necesidad de limitar el funcionamiento del mercado de capitales, véase Hein (2011), Palley, (2008), Stockhammer (2012), Boyer (2000), Lapavistas (2013).

Otros, analizan la financiarización a partir de las hojas de balance de los principales sectores; específicamente vía la variación de su tamaño, en un contexto de mercados financieros privados y estructuralmente endógenos. O sea, las instituciones (banca central) no pueden controlar el tamaño del mercado financiero; y el mercado de capitales se distingue por tener un comportamiento cíclico, con fases expansivas, con aumentos acelerados de los precios de los títulos (inflación financiera, rotación de los títulos, valor en libros), seguidos por fases de moderación e, incluso por deflación financiera. Por consiguiente, las transacciones financieras y, la consecuente inflación (deflación) que acompaña los balances financieros responden a una combinación de mayores requerimientos de liquidez y operaciones de “cobertura” de los intermediarios financieros y de sus clientes (Grahl y Lysandrou, 2003), Toporowski, 2013) y especulación financiera. A partir de ello se puede suponer que el modo de producción capitalista está en un proceso de mutación que requiere nuevas regulaciones, véase Bellofiore, *et al.* (2016).

Nuestra hipótesis es que la nueva era del capitalismo transformó el funcionamiento del sector financiero, imponiendo un mercado puramente crediticio que por un lado expandió la liquidez, y por otro desplegó actividades de especulación que permitieron la apropiación de ganancias financieras. En América Latina este proceso tuvo lugar a través del sector externo, con la peculiaridad que no generó financiamiento, y ello provocó una creciente circulación de liquidez al margen de los circuitos domésticos. En este trabajo buscamos mostrar que en América Latina, y específicamente en México, este proceso estuvo liderado por el capital externo vía la liberalización de las cuentas financieras y la integración de los mercados monetarios locales al mercado mundial, lo cual incrementó la convertibilidad de las moneda locales, señaladamente México, Brasil, Chile y Perú. Entonces, los países de la región pese a disponer de creciente liquidez y abundancia de recursos externos no crearon procesos de financiamiento, generando estructuras económicas inestables que desplegaron circuitos de producción y circulación al margen del mercado interno.

Este trabajo se organiza en cuatro apartados. Después de esta introducción, en el segundo apartado se discute el concepto de financiarización para mostrar que

el incremento de la liquidez es un proceso complejo necesario para saldar deudas pendientes y se utiliza para realizar actividades de especulación; seguido por un tercer apartado donde se analiza el impacto de la financiarización en países en desarrollo, particularmente, México, argumentando que pese al gran acceso de liquidez internacional no se pudieron crear estructuras robustas para el crecimiento. Finalmente se exponen las conclusiones.

II. ¿Qué es la financiarización?: supuestos comunes y diferentes explicaciones

a) Bases comunes sobre el término de la financiarización

En primer lugar se debe señalar que el concepto de *financiarización* es contrario al planteamiento ortodoxo porque descansa sobre desequilibrios estructurales, carentes de información perfecta y completa, rechazándose la hipótesis de mercados eficientes, Fama (1998). El sistema financiero con base en deudas (depósitos bancarios) que no son neutras ni exógenas al sistema económico, con precios estructuralmente incorrectos. La capacidad ociosa es una constante y no hay mecanismos endógenos que logren el pleno empleo de los factores productivos y reproduce de manera ampliada la apropiación desigual del excedente.

Las limitaciones de este modelo no se explican sobre la base de las fallas de mercado (Stiglitz, 1981), sino que son propias al funcionamiento del sistema capitalista. En este contexto, se rechaza el supuesto de mercados financieros eficientes porque los agentes mantienen en sus hojas de balance liquidez en exceso, lo cual impide alcanzar cualquier tipo de equilibrio.

El término de financiarización se asocia a la teoría marxista y de la demanda efectiva, cuyo punto de partida es un sistema monetario (Keynes, 1933). Un punto central de esta visión es que los valores se expresan en términos monetarios, particularmente las ganancias, independientemente del volumen de la producción, donde el dinero es un símbolo de valor que circula a través de deudas,¹ la tasa de interés es una variable monetaria, con distintas explicaciones sobre su determinación, llegándose a señalar que puede ser administrada.²

¹ Keynes se refirió al dinero como una mercancía “especial” (1936) en un intento para convencer a los teóricos neoclásicos de su periodo que su manipulación podría genera mayor ingreso o especulación, véase Levy (2013).

² Keynes señaló que la tasa de interés es una variable monetaria que se determina en el mercado de capitales, mientras que Minsky resaltó que es semi-endógena y cíclica; y los *circuitistas* señalaron que la tasa de interés es una variable determinada por el banco central, véase Levy (2013).

La peculiaridad del sistema capitalista dominante en la actualidad es que la liquidez no está limitada por ninguna mercancía (el oro se desmonetizó a raíz del rompimiento del Sistema de Bretton Woods). Ello implica que es imposible controlar el monto de las deudas y no es eficiente el arbitraje de las tasas de interés y de los tipos de cambio (economías abiertas). Ello ha generado un gran movimiento de capitales en busca de ganancias financieras, independientemente de los pagos de deudas (cumplir con obligaciones pendientes) o compra de bienes (balances de cuentas corrientes). Desde ésta perspectiva se fortaleció el balance o la “cuenta de flujos” que moviliza recursos para comprar y vender activos nuevos y existentes, véase Minsky (1964). En este contexto se argumenta que pueden aumentar las deudas referenciadas a la producción sin estar limitadas por ella, Avdjiev, et al. (2015) y una gran emisión de títulos financieros ligadas a la apropiación de ganancias, desplegándose profundos procesos de innovación financiera.

El gran reto del análisis sobre la creciente emisión de deudas es diferenciar entre aquellas destinadas a saldar cuentas y las que se emiten para incrementar la especulación y, de esa manera, evitar políticas que limiten la liquidez. En los subsecciones siguientes se discuten dos visiones. La primera descansa sobre el planteamiento del nuevo carácter del mercado monetario mundial dirigido por depósitos bancarios de carácter privado, estructuralmente endógeno, que se distingue por la creciente liquidez para saldar las deudas en un sistema de pagos globalizados, en un ambiente de creciente especulación; y la otra sostiene que la expansión financiera refleja mayor actividad especulativa y limita el desarrollo de los factores productivos, reduce la acumulación y el empleo, por tanto se debe limitar el crecimiento financiero.

b) Ampliación de la hojas de balance y profundización del mercado financiero

La activación del mercado de capitales tuvo lugar a raíz de la transición del capitalismo competitivo al oligopólico que fortaleció las sociedades anónimas, cuya primera crisis tuvo lugar en las primeras décadas del siglo pasado (1929).

A partir del capitalismo oligopólico dominaron las corporaciones (financieras y no financieras) que tuvieron el privilegio de emitir títulos financieros y evitar las restricciones crediticias de los bancos. Este proceso generó liquidez a los activos ilíquidos pero también creó condiciones para la apropiación de ganancias en la esfera financiera, aumentando la capacidad de acumulación de estas entidades. Las limitaciones de este proceso son la dilución de la propiedad o la pérdida de control de las corporaciones, explicado por Kalecki (1939/1954) a través del “riesgo creciente” y retomado por Steindl (1952) capítulo XI.

En las primeras décadas del siglo XX se desplegó una fase de auge liderada por una inflación financiera, interrumpida por una deflación de deudas (1929) que culminó en una recesión económica. La crisis de 1929 se resolvió a través de la intervención pública directa en la economía y la limitación del movimiento de los flujos financieros internacionales privados. Esto provocó la congelación de la organización financiera basada en el mercado de capitales (denominada anglosajona), vía la separación de la actividad financiera bancaria y no bancaria (reflejada en la emblemática Ley Glass-Steagall o Ley Bancaria). En este periodo, el movimiento del capital privado a nivel internacional tuvo lugar vía la inversión extranjera directa que estaba ligada a la expansión productiva; desplegándose un proceso de centralización acompañado de concentración de capital, Lenin (1917/1936).

El mercado de capitales se reanimó en los inicios de la década de 1960,³ logrando su completa desregulación y globalización en los años ochenta y noventa del siglo pasado. La gran diferencia de este periodo, con las primeras décadas del siglo XX, es que en el mercado global dominaron las deudas privadas, imposible de ser controladas por entidades domésticas, generándose una expansión de la liquidez casi ilimitada. Ello, como anteriormente se señaló, situó a los depósitos bancarios privados (deudas) como la vía dominante para saldar cuentas pendientes.

A la luz de estos cambios hubo una transformación en el comportamiento de las corporaciones. Las de carácter no financiero, desarrollaron grandes centros de tesorería, mientras las corporaciones financieras crearon una compleja organización de entidades bancarias y no bancarias que modificaron la forma tradicional de intermediación financiera y fueron la base de las actividades especulativas. Específicamente, las corporaciones no financieras, en el lado de los activos, vieron incrementadas las tenencias de títulos financieros por encima de la emisión de pasivos por pagar, lo cual expandió el tamaño de la “cuenta de flujos” o del “balance de portafolio”, ligadas a promesas de pagos futuros, independiente de los gastos productivos (inversión), Minsky, (1964, p. 235). Ello fue acompañado por una expansión de las deudas típicas de la “hojas de balances” necesarias para saldar pagos de pasivos o activos existentes y la “cuenta de ingreso” que se relacionaron con los flujos necesarios para intercambiar bienes y servicios (Ibidem).

A su vez, los inversionistas institucionales, donde destacan los fondos de pensiones, de cobertura, *non-bank banks* y compañías de seguros, asumieron funciones antes realizadas por los poderes públicos. Ello provocó una concentra-

³ En esos años tuvo lugar una profunda recesión en los países industriales que desplegó un fuerte movimiento de fusiones y adquisiciones para neutralizar la caída de las ganancias de las corporaciones, a partir de lo cual se dinamizó el mercado de capitales, y se abrió la segunda fase financiera del capitalismo.

ción del volumen del ahorro que debía valorizarse, para cumplir con las funciones asignadas. En este contexto, las corporaciones financieras movilizaron grandes flujos de capitales, mientras las corporaciones no financieras se convirtieron en los principales prestamistas del sistema, Seccareccia (2012-2013). A ello debe añadirse el aumento de las actividades de coberturas y reducción de riesgos que tuvo lugar como resultado de la privatización de los servicios públicos que, en conjunto, fueron la base de las actividades relacionadas a la especulación.

Adicionalmente, los bancos comerciales modificaron sus actividades, alejándose de la tradicional organización de “crear y retener” créditos, (véase Mayer, 1997) a la titularización de los créditos y comercio de contratos financieros (derivados). Las familias se convirtieron en sujetos crediticios (para fines de consumo y adquisición de vivienda) y las empresas demandaron crédito para actividades financieras (fusiones y adquisiciones forzadas y títulos financieros –“cuentas al margen”). Se resalta que las operaciones de titularización han tenido como resultado retirar el valor de los créditos de los balances bancarios y, por esa vía reducir /incrementar la capacidad crediticia de esas instituciones, independientemente del pago del créditos; mientras las operaciones de sintéticos se suponía que reducirían los riesgos asegurando el precio de los contratos futuros. Sin embargo, estas operaciones también generaron una gran actividad especulativa, donde destacan los famosos CDO (*credit default obligations*) y CDS (*credit default swaps*).

Los gobiernos también se embarcaron en la emisión de títulos, porque se restringió su acceso a los créditos bancarios, cuyo objetivo estuvo ligado a la estabilidad de precios y también al alargamiento de los plazos de pagos de la deuda, convirtiéndose en mecanismos de valorización de capital extranjero y en una vía alternativa de generar rendimientos para los grandes corporativos (señaladamente los fondos de pensiones).

A partir de lo anterior se puede aseverar que este proceso desplegó un aumento del endeudamiento de todos los agentes: las familias, el gobierno, y las corporaciones, lo cual estuvo aunado a una fase expansiva de crecimiento económico desde mediados de los ochenta hasta la recesión económica de 2008, interrumpidos por varias crisis, donde sólo una tuvo carácter sistémico.⁴ Los precios de los títulos financieros aumentaron de manera desmedida, desplegando una inflación financiera, seguido por el estallamiento de burbujas financieras, causados por reducciones

⁴ En ese periodo tuvieron lugar varias crisis en Estados Unidos, destacándose la ocurrida en el mercado de valores (1987), la crisis “dot.com” (1999-2000), y la *subprime*, 2007. el resto del mundo no estuvo ajeno a estos eventos, resaltándose la crisis mexicana de 1994; seguida por una oleada de crisis en América Latina; Asia, incluyendo Turquía y Rusia.

de los flujos al mercado financiero, cuyo resultado fue menor crecimiento de los precios de los títulos financieros, mayor incertidumbre, y reducciones en el crecimiento económico. En este contexto se enmarca la recesión de Estados Unidos, Europa y Japón.

Las deudas privadas que dominaron el mercado financiero internacional a partir del rompimiento del Sistema Bretton Woods debilitaron los controles nacionales sobre la oferta monetaria, provocando la completa *endogeneización* de los signos monetarios. La apertura de la cuenta de capitales se convirtió en un mecanismo para crear liquidez casi ilimitada sobre la base de símbolos de valor en diferentes denominaciones (euro, libras, reales, pesos) en sistemas financieros completamente convertibles, BIS (2013).

La limitante del mercado financiero global es que los gobiernos domésticos deben asumir la función de garante de última instancia de la deuda externa, independientemente de si fue contraída por el sector público. Los gobiernos, para mantener una posición de solvencia en la arena internacional deben renegociar las deudas con agencias internacionales (FMI) o vía préstamos puentes con otros gobiernos (la banca central autónoma no es sujeta de créditos de otros gobiernos). Segundo, en la arena internacional domina la tasa de interés estadounidense debido a que dicho mercado se convirtió en el centro global de operaciones financieras, porque la emisión de títulos se hace con base en el signo de valor internacional (dólares estadounidenses), altamente líquida que funciona como depósito de valor, demandada por los principales agentes y economías, amparadas por políticas monetarias tendientes a garantizar el piso de los precios de los títulos financieros, Bernanke, (2005).

Resumiendo, este proceso modificó la forma en que opera el capitalismo porque la actividad productiva requiere de mercados financieros globales profundos, desapareciendo la era de los mercados financieros locales. Se incrementó la necesidad de liquidez para la producción, la cual, empero, fue acompañado de una gran especulación financiera que inmovilizó el sistema.

c) Financiarización como limitante estructural del crecimiento económico

El argumento principal de este planteamiento es que hay un crecimiento desmedido de la actividad financiera frente a las variables “reales” que genera una inestabilidad estructural en el sistema financiero, provocando un *crowding out* de la inversión, baja actividad productiva y empleo, e incrementa la concentración del ingreso. De manera alternativa, esta visión, puede ser resumida, resaltando el dominio del capital financiero sobre el productivo (no financiero), cuyo objetivo es maximizar el valor financiero de las corporaciones, lo cual ralentiza el proceso de acumulación

y concentra el ingreso. En palabras de Palley (2008, p. 3) la *financiarización* se caracteriza por “elevar el peso del sector financiero sobre el sector real, transferir ingreso desde el sector real hacia el financiero, acompañado de una distribución del ingreso desigual, que provoca estancamiento en los salarios”.

A partir de esta idea se desarrolló la discusión sobre las condiciones de dominación de capital financiero y las formas en que se relaciona con la actividad productiva. Aparecieron dos posturas: *financial led capitalism*, Boyer, (2000) y *finance dominant regime*, Stockhammer (2012). Esta última supone un patrón de acumulación dominado por las actividades financieras que modifican el funcionamiento micro y macroeconómico, el comportamiento de los principales sectores y agentes económicos (familias, empresas, sector financiero, gobierno y sector externo) con diferentes comportamientos al interior del bloque de países desarrollados y en desarrollo, Stockhammer (2008).

Esta última visión dominó a la corriente heterodoxa. El predominio del capital financiero generó diferentes variantes de capitalismo dominados por el capital financiero. En unos países, organizados sobre la base de mercados anglosajones, el motor del crecimiento fue el consumo financiado por créditos; convirtiéndose las familias en los principales demandantes crediticios. Sobre esta base Lapavistas (2013) considera que los bancos ejercen una apropiación directa de excedentes sobre las familias.

Otros planteamientos, contruidos alrededor del concepto de la “maximización accionaria de las empresas”, Lazonick y O’Sullivan (2000), señalan que esta práctica está sustentada por la recompra de títulos y distribución de los excedentes entre los accionistas (dividendos) a fin de mantener alto el valor financiero de sus empresas y evitar compras forzadas, lo cual provoca drenaje de liquidez. El resultado de este proceso es la reducción del gasto de inversión, del ingreso, así como del empleo y los salarios. Sobre esta base se argumenta que se despliega una nueva organización de trabajo, conocida bajo el nombre de “empequeñecer y distribuir” (que contrapuso a la modalidad de “crear y retener”), véase Lazonick y O’Sullivan (2000), que rompió los procesos de producción sustentados en encadenamientos hacia atrás o adelante, Milberg, (2008); aumentó la apropiación de ganancias por parte del capital financiero, generándose procesos de centralización sin concentración, Bellofiore *et al.* (2011).

Hay una nueva división de trabajo a partir de la cual Krippner (2005) señaló que las ganancias pueden ser generadas en el sector financiero, definiendo a la financiarización “como un patrón donde las ganancias se generan primariamente a través de los canales financieros en vez del comercio y producción de mercancías. ... (la autora aclara) por financieros entiendo las actividades relacionadas a la provisión (o transferencia) de recursos líquidos a cambio de expectativas futuras de intereses, dividendos o ganancias por capital” (pp. 174-175).

Palley (2008, p. 7) plantea la existencia de tres conductos en los modelos de financiarización, los cuales son la estructura y las operaciones de los mercados financieros, el comportamiento de las corporaciones financieras y, la política económica que impide el despliegue del sistema financiero.

Resumiendo, este planteamiento sugiere que debe limitarse el funcionamiento de las instituciones financieras y acotar su tamaño, poniéndolo al servicio del capital productivo; sin reconocer que el crecimiento de las grandes corporaciones se ha realizado sobre la base de los mercados financieros globales que requiere de mayor liquidez para funcionar. Por consiguiente las regulaciones se concentraron en limitar la liquidez sin reconocer que el sistema de pagos es mucho más complejo.

III. Financiarización en países en desarrollo: La experiencia de México

En esta sección se discute las vías de financiarización de la economía mexicana señalando que se desplegó a partir de la apertura del mercado de capitales sobre la base de crecientes volúmenes de deudas. La financiarización modificó el sistema financiero y la canalización de financiamiento al sector no financiero; y quizás lo más relevante de estos cambios estructurales es que modificó la estructura productiva, imponiendo un modelo de acumulación liderado por las exportaciones que caracterizamos como fallido. En este modelo dominaron las multinacionales de origen transnacional y se desarrollaron con capital doméstico (Bimbo, Cemex, Comerci, entre otras), que no se distinguieron por el típico comportamiento de sobre-capitalización, Domínguez (2015).

La nueva división internacional del trabajo fue un factor importante que modificó la organización productiva mexicana. En este contexto, en 1986, se levantaron las barreras al comercio exterior (GATT, en español Acuerdo General sobre Comercio y Aranceles) y, en 1994, se impuso el TLCAN (Tratado de Libre Comercio con América del Norte); en 1993 y 2013⁵ se levantaron las restricciones a la inversión extranjera directa, abriéndose el mercado de valores a la inversión extranjera de portafolio en 1990. Las exportaciones se volvieron la actividad más dinámica del ingreso que reprodujeron los desequilibrios externos de manera bastante peculiar.

A fin de entender el impacto de los cambios estructurales sobre la estructura económica haremos una breve digresión sobre el papel de América Latina (México en particular) en la división internacional del trabajo; para después analizar la tendencia y la composición de las deudas y, finalmente, se discute las limitaciones de la economía mexicana para alcanzar un crecimiento económico equilibrado.

⁵ En 1993 se permitió la inversión extranjera en casi todos los sectores productivos, exceptuando el petróleo y la energía que, en 2013, con las reformas estructurales fue completamente liberado.

a) América latina y México en el nuevo ordenamiento mundial

La globalización y la desregulación mundial generaron crecientes desequilibrios a nivel mundial. Estados Unidos se especializó en la actividad financiera, achicando su plataforma manufacturera, que la convirtió en la locomotora de la demanda mundial. Ello provocó fuertes déficits en su cuenta corriente, cuya contraparte fue atraer flujos de capital del resto de las economías, y asumir la función de valorizar los excedentes del resto del mundo.

La estructura financiera sustentada sobre el mercado de capitales se volvió dominante, creándose centros financieros muy sofisticados, señaladamente en Estados Unidos, apoyados por su desarrollo tecnológico en la transmisión de información y conocimiento, Boyer, (2014) y su supremacía política, que le permitió emitir dinero de cuenta internacional. Específicamente, en 1979, Estados Unidos, incrementó su tasa de interés, recobrando el control sobre el sistema financiero mundial. A partir de ello, el mercado financiero estadounidense pudo garantizar precios mínimos en los títulos financieros, lo cual, se explica a partir de que el dólar (su moneda nacional) retuvo la función de unidad de valor internacional, volviéndose depósito de valor, bajo condiciones de turbulencia internacional.⁶

El resto de las economías actuaron como proveedores de bienes, especialmente de manufactura, organizados sobre la base de cadenas globales, cuyos actores tenían fuertes diferencias tecnológicas. Los países desarrollados (Alemania y Japón) dominaron las innovaciones tecnológicas y el *know how*, asegurándoles la dirección de las cadenas globales. Los países en desarrollo, especialmente asiáticos (China y del Sureste de Asia) se engarzaron a estas cadenas globales situándose, inicialmente, en los eslabones inferiores, escalando a sectores con mayor complejidad de producción a medida que desarrollaron su infraestructura y sus gobiernos invirtieron en tecnología, acompañados por crecientes gastos de inversión fija. Esta organización productiva profundizó los desequilibrios externos de Estados Unidos, volviéndose importadores netos de bienes y deudores del resto del mundo, mientras los demás países se convirtieron en exportadores netos de mercancías y acreedores netos de capital. Los excedentes externos de los países productores se canalizaron al mercado financiero estadounidense, a partir de lo

⁶ En plena crisis del sistema financiero estadounidense (2008) los capitales internacionales se refugiaron en bonos del tesoro pese a que pagaron tasas de interés negativas. Este movimiento se conoce como el movimiento “*flight to security*”.

cual se robusteció la demanda de títulos, base de la innovación financiera y la expansión crediticia estadounidense.

La región latinoamericana fue la gran perdedora. A pesar que activó el sector exportador, en el mejor de los casos generó balances comerciales reducidos, con cuentas corrientes estructuralmente deficitarias. Ello obligó a estas economías abrir sus cuentas de capitales, manteniendo su histórica posición de deudores internacionales netos. Una de las grandes limitaciones de esta región es que las exportaciones no tenían mucho valor añadido, dominaron las materias primas y procesos de ensamblajes en las manufacturas, con la ausencia de desarrollos (y transferencias) tecnológicas. La competitividad de las exportaciones descansó sobre salarios reducidos, desplegando un modelo *extractivista*; con industrias manufactureras dominada por trasnacionales.

El modelo de acumulación dominante descansó sobre condiciones macroeconómicas “favorables” para atraer la inversión extranjera en un entorno de inserción monetaria internacional que garantizó completa movilidad al capital, tipos de cambio estables (sobreevaluados), apertura de los sectores estratégicos (extranjerización de todos los sectores económicos), políticas impositivas benéficas al capital trasnacional, contención salarial y control de la inflación; acompañado de políticas fiscales pro-cíclicas. Se renunció a las intervenciones gubernamentales directas en la economía, porque el eje rector de la política económica fue la estabilidad de los precios y del tipo de cambio.

Las trasnacionales no tuvieron la obligación de traspasar tecnologías a las economías locales, ni encadenarse con la industria doméstica, lo cual aisló a las empresas pequeñas y medianas de la actividades dinámica y canceló las políticas destinadas a desarrollar el sector productivo nacional, así como la canalización de financiamiento a sectores estratégicos, reduciéndose de manera significativa el gasto público de capital fijo, Levy (2016).

b) Apertura de la cuenta de capitales, sector financiero y financiamiento

Un elemento característico de la economía mexicana fue la desregulación y la globalización del mercado financiero, cuyo momento culminante fue la década de 1990 con la apertura del mercado de valores (entrada de inversión extranjera de portafolio), la liberalización de los sectores productivos a la inversión extranjera directa (1993), y a partir del TLCAN (1994) la profundización del libre comercio y la adecuación del sistema financiero mexicano al estadounidense, el cual, posteriormente se extranjerizó.

Estos cambios catapultaron la entrada de flujos externos bajo la forma de bonos y acciones, acompañados de activos en poder de residentes mexicanos. En promedio, a lo largo de los ochenta, el monto de pasivos fue alto debido a la crisis de la deuda externa y se manifestó mediante deudas externas bancarias. En los noventa estos pasivos continuaron siendo altos, aunque su composición cambió, dominando la inversión extranjera. Se resalta que en 1995, a raíz de la crisis financiera, los créditos externos se dispararon para hacer frente a la deuda pendiente. En los 2000s cayeron los pasivos externos debido a la menor demanda de créditos, con la peculiaridad que crecieron de manera acelerada después de la crisis del 2008, alcanzando niveles históricos entre 2010-14, específicamente, la inversión extranjera, con notoria participación del mercado de bonos, véase cuadro 1.

Cuadro 1
Composición de los activos y pasivos externos respecto al PIB (%)

	1960-69	1970-79	1980-89	1990-99	2000-09	2010-14
Cta. Corriente	-2.9	-3.6	-1.5	-3.3	-1.5	-1.5
Cta. Capital	0.8	0.6	2.9	4.1	2.4	4.7
Pasivos	1.2	1.4	4.1	4.7	3.7	7.3
Deudas (pasivos)	0.5	0.6	2.7	1.7	0.5	2.5
Deudas Bancarias	-0.1	-2.0	1.5	0.4	-0.1	0.8
Edeudamiento Público No bancario	0.1	1.9	1.5	0.3	-0.4	0.8
Edeudamiento Privado no Bancario	0.5	0.7	-0.2	1.0	0.2	0.9
Pidiriegas	0.0	0.0	0.0	0.1	0.8	0.0
IE (pasivos)	0.7	0.8	1.4	2.9	3.2	4.8
IED	0.7	0.8	1.3	2.0	2.8	2.3
IEP				1.0	0.4	2.6
M. Accionario				0.9	0.0	0.1
M. Deuda				0.1	0.3	2.5
Activos	-0.4	-0.8	-1.2	-0.6	-1.3	-2.7
En bancos fuera de México			-0.8	-0.2	-0.3	-1.3
IED			0.0	0.0	-0.5	-1.2
Créditos fuera de México			-0.2	0.0	0.0	0.0
Como garantías			0.0	-0.2	0.1	0.0
Otros activos			-0.1	-0.1	-0.7	-0.2
Errores y omisiones	2.2	3.2	-1.2	-0.3	-0.2	-1.4
Reservas Netas	0.1	0.2	0.2	0.6	0.7	1.7

Fuente: Elaboración propia con base en información de Banxico, Balanza de Pagos. Se anualizaron los flujos trimestres y se obtuvo un promedio por cada década.

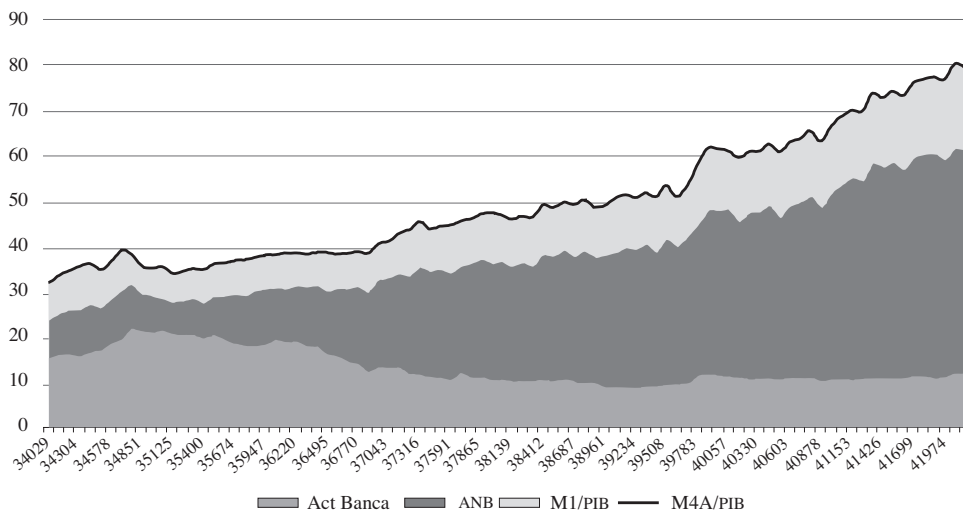
<<http://www.banxico.org.mx/Sieinternet/cosultarDirectorioInternetAction.do?accion=consultarCuadroAnalitico&idCuadro=CA3§or=1&locale=es>>.

Fecha de consulta: 15/05/2015.

La composición de los pasivos y la variación de reservas netas también revelan una relativa autonomía del capital financiero internacional a las necesidades de flujos financieros externos. El incremento de las reservas netas del Banco de México se triplicó entre los noventa, y después de la crisis del 2008, véase cuadro 1.

La relación entre la apertura del mercado de capitales y la profundización financiera es directa. Los agregados monetarios amplios (incluyendo el sector público) se duplicaron entre 1993 y 2015; particularmente los instrumentos no bancarios, donde se incluyen valores públicos en poder de residentes, valores privados, en poder de Siefors, FICORCA (Fideicomiso de Riesgo Bancario), valores públicos en poder de no residentes, véase gráfica 1.

Gráfica 1
Evolución y composición de los agregados monetarios con respecto al PIB (%)



Agregados monetarios incluyen al sector público

ANB: activos no bancarios

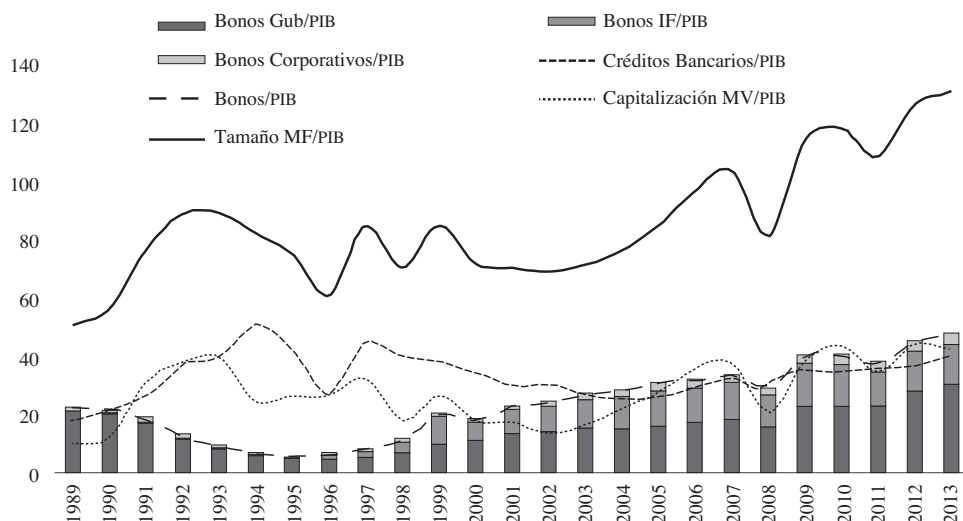
Fuente: Banxico, estadísticas, agregados monetarios.

Fecha de consulta: 21/09/2015.

La modificación del sistema financiero fue más traumática. Como resultado de la apertura del mercado de capitales, entre 1990 y 2007, se duplicó el tamaño del sistema financiero, que aceleró su crecimiento después de la crisis de 2008, véase gráfica 2. Lo más interesante de este fenómeno es el aumento de la participación del

mercado de bonos que tiene lugar a fines de 1990, y el crecimiento acelerado de los bonos financieros y públicos desde 2005 en adelante, con menor incremento de los bonos de carácter corporativo. Desde mediados de la década del 2000, el mercado financiero se reparte en proporciones casi iguales entre el mercado de bonos, accionario y de capitales, asemejándose a un mercado anglosajón, véase Gráfica 2.

Gráfica 2
Composición del sector financiero
(en términos del PIB)



MF: Mercado Financiero, IF: Intermediarios Financiero, MV: Mercado de Valores.

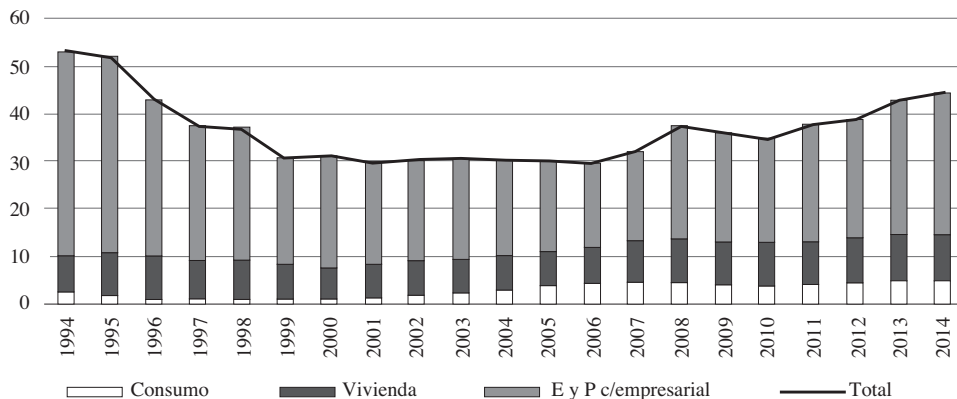
<<http://datos.bancomundial.org/>> y <<http://www.bis.org/statistics/>>.

Fuente: Elaboración propia con datos de Banco Mundial y Banco de Pagos Internacionales.

Fecha de consulta: Marzo 2015.

La paradoja de este modelo es que la modificación de la composición del sector financiero redujo el financiamiento total al sector privado no financiero, afectando de manera más notable a las empresas y las personas físicas con actividad no empresarial que, en 1994 representaron el 40% con respecto al PIB, cayendo a 23% en 2000, 17% en 2006; sin recuperarse plenamente en 2014. Los préstamos para el consumo se duplicaron, pero su monto con respecto al producto no fue relevante (osciló entre el 3% y 5% del PIB), y el financiamiento a la vivienda se mantuvo relativamente constante, véase Gráfica 3. Este patrón de financiamiento no responde a las crisis *subprime* de los países desarrollados o de las economías menos desarrolladas de Europa (Portugal, Irlanda, España).

Gráfica 3
Financiamiento total al sector privado no financiero con respecto al PIB (%)



Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico, estadísticas, financiamiento bancario y fuentes alternativas de endeudamiento, financiamiento al sector privado no financiero.

EyP c/empresarial: empresas y particulares con actividad empresarial.

Las instituciones que se concentraron en los préstamos al consumo fueron la banca, con un promedio 68%, que alcanzó 84% en los años 90s, descendió a 70% en los 2000, con un promedio de 60% entre 2010-2014, aumentando la participación de los intermediarios no financieros del país (tarjetas no bancarias). La vivienda fue financiada por entidades semi-públicas (FOVISSTE e INFONAVIT) en montos que van del 30% en los noventa a 60% en la década del 2000 y posterior a la crisis, seguidos por la banca como segundo suministrador de financiamiento, (con información de Banco de México, Financiamiento Total al Sector Privado no financiero).

Finalmente, encontramos cambios drásticos en las fuentes de financiamiento de las empresas y las personas físicas con actividades empresariales. A nivel doméstico, los principales proveedores fueron la banca, con una participación promedio de 51% con respecto al PIB en los noventa, que cayó a 30% entre 2000-09 y 2010-14. Los pasivos no bancarios y el financiamiento externo en promedio aportaron el monto restante, véase cuadro 2. Esto indica una gran concentración de capital en la economía mexicana, con poca inserción de la pequeña y mediana empresas que no puede emitir bonos ni acceder a financiamiento externo, quedando a disposición de la empresa pequeña y mediana el crédito bancario que es mucho más costoso y depende de la disponibilidad de los bancos a acomodar la demanda de este sector.

Cuadro 2
Encuesta crediticia (%)

	<i>Esperan demandar créditos</i>		<i>Recibieron nuevos créditos</i>		<i>No recibieron nuevos créditos</i>		<i>Fue rechazada la solicitud de créditos</i>		<i>No solicitaron créditos</i>	
	<i>Media</i>	<i>CV</i>	<i>Media</i>	<i>CV</i>	<i>Media</i>	<i>CV</i>	<i>Media</i>	<i>CV</i>	<i>Media</i>	<i>CV</i>
Total	36.7	0.1	24.6	0.1	75.4	0.0	1.4	0.3	68.8	0.0
Hasta 100	31.5	0.2	16.3	0.2	83.7	0.0	2.5	0.5	75.4	0.1
Más de 100	40.2	0.1	29.2	0.1	70.8	0.0	0.8	0.7	65.0	0.0
Manufacturas	37.5	0.2	28.1	0.1	71.8	0.1			66.9	0.1
Servicios y comercio	37.9	0.1	22.0	0.2	78.0	0.0			70.9	0.1

*MEDIA Comprende el periodo 2009-2015.

CV: coeficiente de variabilidad.

Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico, Financiamiento e información financiera de intermediarios financieros. Resultados de la encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio.

Fecha de consulta: 22/09/2015.

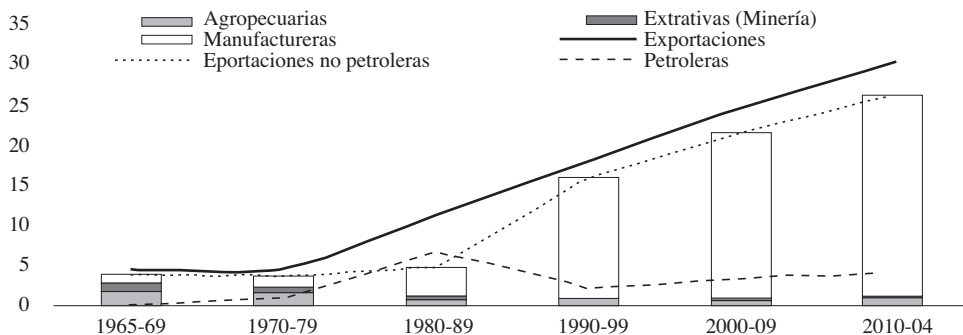
A partir de la información anterior no cabe duda que en la economía mexicana se incrementaron los pasivos con la apertura del mercado de capitales, adquiriendo gran dominación el mercado de bonos, sin que éste participara en el financiamiento a la producción. El gobierno fue uno de los agentes que más se financiarizó, emitiendo grandes volúmenes de bonos para estabilizar el tipo de cambio y esterilizar la entrada de capital externo no relacionada a la actividad productiva.

b. El sector productivo y la nueva actividad dinámica: las exportaciones

El TLCAN fue el punto de quiebre del cambio estructural de la actividad productiva. Las exportaciones se convirtieron en el motor de crecimiento del PIB con coeficientes superiores a la formación bruta de capital, con alta participación de la construcción, aunque se amplió la participación de la maquinaria y equipo, véase Gráfica 4. El dinamismo de las exportaciones no fue acompañado por elevadas tasas de crecimiento medio del producto y tuvo profundas caídas, asociadas a salidas de capital (1994 y 2008).

El dinamismo de las exportaciones mexicanas inició en la década de los ochenta, con un gran esfuerzo por diversificar la composición de las exportaciones, aumentando su participación en el sector manufacturero. La crisis de 1994 y la puesta en vigor del TLCAN aceleraron las exportaciones de la manufactura en niveles cercanos a las petroleras. La gran diferencia entre ambos sectores es que el sector de la manufactura mantuvo un déficit comercial permanente, véase gráficas 4 y 4a.

Gráfica 4
Composición de las exportaciones

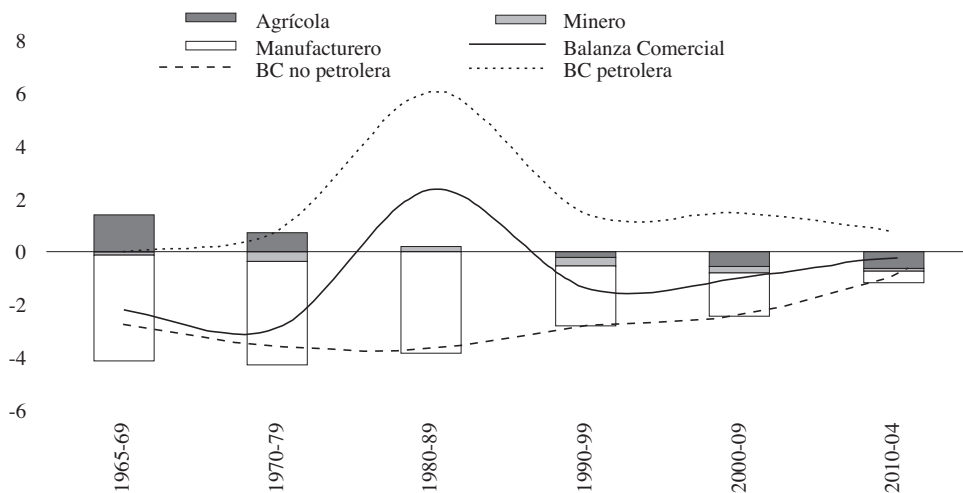


Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico, cuenta corriente, miles de dólares, presentación anterior.

<<http://www.banxico.org.mx/estadisticas/index.html>>.

Fecha de consulta 15/mayo/2015.

Gráfica 4a
Composición de la balanza comercial



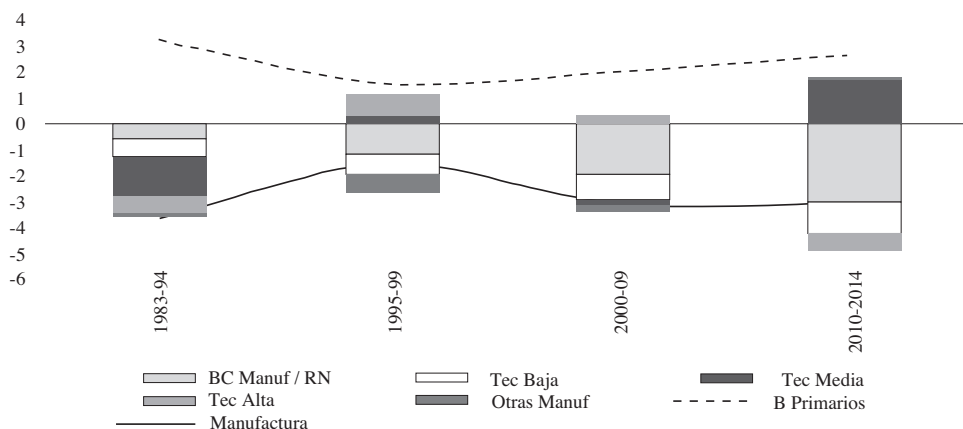
Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico, cuenta corriente, miles de dólares, vieja presentación.

<<http://www.banxico.org.mx/estadisticas/index.html>>.

Fecha de consulta 15/mayo/2015.

Una mirada más detenida a la balanza comercial de las manufacturas con base en la intensidad tecnológica indica que los crecientes déficits provienen de las manufacturas producidas a partir de recursos naturales y de las manufacturas de baja intensidad tecnológica, lo cual refleja la desindustrialización de la economía mexicana. Los sectores manufactureros de alta y mediana tecnología lograron exiguos superávits, lo cual puede explicarse por las reglas de origen que exigen contenidos mínimos del país exportador (México) para poder venderse en el mercado estadounidense sin pagar impuestos, véase Gráfica 5.

Gráfica 5
Balanza comercial según intensidad tecnológica



Fuente: Elaboración propia de acuerdo con la Clasificación por Intensidad Tecnológica Incorporada de Lall (2000).

Datos de Base de Datos Estadísticos de Comercio Exterior, Comisión Económica para América Latina y el Caribe.

Fecha de Consulta: Mayo 2015.

BC Munuf/RN: Balanza comercial de manufacturas basadas en recursos naturales.

Manufactura: Balance comercial del sector de manufacturas.

Tec Alta: Balanza comercial de las manufacturas de alta tecnología.

Tec Baja: Balanza comercial de manufacturas con baja tecnología.

Otras Manuf: Balanza comercial de otras manufacturas.

B Primarios: Balanza comercial de bienes primarios.

Conclusiones

El monto de las deudas del sistema financiero se ha incrementado, de eso no cabe la menor duda y, en parte, ello parece responder a una nueva forma de operar del sistema financiero, modificado a partir de la conformación de un mercado financiero global que está organizado alrededor de una estructura eminentemente crediticia, ligada a economías abiertas. Recordamos que una de las principales características del mercado monetario mundial es el carácter privado de las deudas y su *endogeneidad* estructural, que genera liquidez a partir de la convertibilidad de sus monedas. Entonces, el aumento de las deudas es una combinación de crecientes deudas relacionadas a instrumentos financieros con fines de reducción de riesgo, cobertura y estabilidad de precios, aunada a una gran actividad especulativa, así como a la nueva estructura de pagos que adquiere liquidez a través de la convertibilidad de las deudas en monedas nacionales en unidades de valor internacional. Por consiguiente, la regulación al capital financiero deberá considerar estas nuevas características del sistema financiero.

En los países en desarrollo de América Latina, la financiarización entró vía la apertura del mercado financiero externo a través de la inversión extranjera. Los países que adecuaron sus sistemas financieros al nuevo entorno mundial tuvieron amplio acceso a la liquidez internacional; siendo ese el caso de Chile, Brasil, Colombia, México y Perú, entre otros. Argentina siguió ese proceso hasta la crisis del 2000, deteniéndose con la ruptura de la “caja de compensación” y el conflicto de los bonos buitres. Se destaca que la apertura del mercado financiero de la región fue resultado de los desequilibrios estructurales de las cuentas corrientes externas que no lograron superávits robustos ni prolongados, pese a la adopción de un modelo liderado por las exportaciones.

En México la apertura del mercado de capitales incrementó la profundización financiera y modificó radicalmente la organización financiera, excluyendo del financiamiento a las pequeñas y medianas empresas. Dominó el financiamiento directo externo en conjunto con los instrumentos de deuda que redujo la participación de los créditos bancarios, cuyos costos de préstamos son más altos que en el mercado de bonos y acciones, y los únicos disponibles a la pequeña y mediana empresa. Fue notoria la ampliación del mercado accionario y de bonos sin que esta participara de manera notable en el financiamiento al sector no financiero, siendo importante el financiamiento externo.

En el marco de la nueva división del trabajo internacional, uno de los cambios más drásticos de la desregulación y globalización fue producir manufacturas para el mercado internacional, experiencia fallida en América Latina, porque fue

encabezado por las materias primas o grandes consorcios internacionales, desligados de las empresas domésticas y del sector financiero interno.

Referencias

- Avdjiev, R., McCauley y H. Song (2015), "Banking free if the triple coincidence in international finance", Bank for International Settlements, *Working paper* 534.
- Bellofiore, R, F. Garibaldi and M. Mortagua, (2016), "A structural and monetary perspective of the euro crisis", in Levy N. y E. Ortiz (editors), *Response to Economic Disequilibria European and Latin American Experiences*, Edward Elgar, pp. 15-33.
- Bellofiore, R. (2011), "Crisis Theory and the Great Recession: A Personal Journey, from Marx to Minsky", in *Revitalizing Marxist Theory for Today's Capitalism. [Research in Political Economy]*, vol.27, Emerald Group Publishing Limited, pp. 81-120
- Bernanke, B. (2005), 'The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit', conference given at Homer Jones, St. Louis, Missouri, USA. March 10.
- Back for International Settlements (2013), Triennial Central Bank Survey, foreign exchange turnover in April, 2013: preliminary global results, Monetary Economic Department, September, <www.bis.org>.
- Boyer, R (2000), "Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis" *Economy and Society* 29 (1), pp. 111-145.
- Boyer R. (2014), "Is more equality possible in Latin America? A Challenge in a word of constrained of contrasted but interdependent inequality regimes" en Ortiz E. (editor) *Los falsos caminos al desarrollo. Las contradicciones de las políticas de cambio estructural bajo el neoliberalismo: concentración y crisis*, UAM-Xochimilco, CSH, México, pp. 33-98.
- Domínguez C. (2015), "Financiarización y las corporaciones no financieras de México: Un análisis a partir de la estructura de sus activos, pasivos e ingresos, 1996-2013", en Levy, N., Domínguez, C. y C. Salazar (editores) *Crecimiento Económico, Deudas y Distribución del Ingreso: Nuevos y crecientes desequilibrios*, Facultad de Economía, UNAM, México, pp. 303 - 334
- Epstein, G. A, (2005), "Introduction" en *Financialization and the world economy* in Financialization and the world economy, G. Epstein (editor), Edward Elgar Publishing Limited, pp. 3-16
- Fama E. (1998), "Market Efficiency in Terms Returns and behavioral finance", *Center for Research in Security Prices Working Journal of Financial Economics*, Volume 49, Issue 3, 1 September 1998, pp. 283-306

- Grahl, J. y P. Lysandrou (2003), "Sand in the wheels or spanner in the works? The Tobin tax and global finance", *Cambridge Journal of Economics*, Vol 27(3) pp. 597-621
- Hein, E. (2011), "Financialisation, re-distribution, and the financial and economic crisis: a Kaleckian perspective", en T. Niechoj, Ö. Onaran, E. Stockhammer, A. Truger and T. van Treeck (eds.), *Stabilising an Unequal Economy? Public Debt, Financial Regulation, and Income Distribution*, Marburg, Metropolis
- Kalecki, M. (1939/1954), "Entrepreneurial capital and investment", reprinted in *Selected Essays on the Dynamics of the capitalist economy, 1933-1970*, Cambridge University Press, 1971, pp. 105-109.
- Keynes, J.M., [1933/1973], 'A Monetary Theory of Production' reprinted in Donald Moggridge (ed.) *The Collected Writings of John Maynard Keynes* Volume XIII The General Theory and After Part 1 Preparation edited by Donald Moggridge. London: Macmillan for the Royal Economic Society
- Krippner, G. (2005), "The financialization of the American economy" *Socio-Economic Review* 3: 173-208.
- Lall, S (2000), "The technological structure and performance of developing country manufactured exports, 1985-98", *Oxford Development Studies*, Vol. 28, N. 3, pp. 337-369
- Lapavistas, C. (2013), *Profiting without producing: How finance exploits us all*, Verso: London and New York
- Lazonick y O'Sullivan (2000), "Maximizing shareholder value. A new ideology for corporate governance", *Economic and Society* 29 (1), pp. 13-35
- Lenin V. I. (1917/1936), *El imperialismo, fase superior del capitalismo*, Progreso, Moscú
- Levy N. (2013), *Dinero, Estructuras Financieras y Financiarización: Un Debate Teórico Institucional*, México, Facultad de Economía, Editorial Itaca, México
- Levy, N. (2016), La política fiscal y desequilibrios económicos: el impacto de la composición del gasto público sobre el crecimiento de la economía mexicana", *ECONOMÍAUNAM*, vol. 13 (39), pp. 83-105.
- Mayer, M. (1997), *The bankers. The next generation*, Penguin Group, New York
- Milberg, W. (2008), "Shifting sources and uses of profits: sustaining US financialization with global value chains" *Economy and Society*, 37, (3), pp. 20-451.
- Minsky H. (1964), "Financial Crises, Financial Systems, and the Performance of the Economy", *Private Capital Markets* (Englewood Cliffs, N.J.: Prentice Hall, pp. 173-380
- Palley, T. (2008), 'Financialization: what it is and why it matters', in E. Hein, T. Niechoj, Spahn, P. Truger, A. (editores): *Finance-led Capitalism? Macroeconomic Effects of Changes in the Financial Sector*, Metropolis, Marburg.

- Seccareccia, M. (2012/2013), “Financialization and the Transformation of Commercial Banking: Understanding the Recent Canadian Experience before and during the International Financial Crisis”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 35(2): 277-300.
- Steindl, J. (1952 [1976]), *Maturity and Stagnation in American Capitalism*, Monthly Review Press, New York, US
- Stiglitz, J (1981), “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, *American Economic Review*, vol. LXXI (3).
- Stockhammer, E. (2008), “Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime”, *Competition and Change* 12, (2), pp. 189-207.
- Stockhammer E. (2012), “Financialization, Income Distribution and the Crisis”, *Investigación Económica*, Facultad de Economía, UNAM, vol. LXXI, 279, pp. 39-70
- Toporowski, J. (2012), *International Money and Macroeconomic Imbalances: lectures for the department of economics*, University of Bergamo, Italy.
- Toporowski, J. (2013), “International credit, financial integration and the euro”, *Cambridge Journal of Economics* , 571–584.