

1. EL CAPITALISMO FINANCIARIZADO

Crisis y expropiación financiera*

Costas Lapavitsas

LOS MÚLTIPLES ASPECTOS DE LA FINANCIARIZACIÓN

La tormenta que gradualmente sepultó a la economía mundial a partir de agosto de 2007 es una crisis, en todo el sentido del término, del capitalismo financiarizado. Ésta no surgió directamente de problemas en la producción, aunque ya ha causado un enorme trastorno en la acumulación de capital. Se precipitó por las deudas de vivienda entre los trabajadores estadounidenses más pobres, un hecho sin precedentes en la historia del capitalismo. Por lo tanto, la crisis es el resultado de la financiarización de la renta personal, sobre todo del gasto en vivienda, aunque también en educación, salud, pensiones, seguros y consumo.

La crisis se volvió mundial debido a la transformación de los bancos y demás instituciones financieras durante el proceso de financiarización. Los bancos comerciales se distanciaron cada vez más del capital industrial y comercial, al mismo tiempo que adoptaban las prácticas de la banca de inversión y volvían la mirada hacia el ingreso personal como fuente de ganancias. La combinación de los bancos de inversión y la financiarización del ingreso personal resultó en una burbuja

* Versiones previas de este trabajo fueron presentadas en un taller en la Universidad de Kadir Has, en marzo de 2008, así como en una conferencia en la Escuela de Estudios Orientales y Africanos (SOAS, por sus siglas en inglés) en mayo de 2008. Agradezco los comentarios, principalmente a los miembros de la Investigación en dinero y finanzas de SOAS. También a muchos otros, demasiados para mencionarlos individualmente.

enorme en Estados Unidos y otros países de 2001 a 2007, llevando finalmente al desastre.

Durante el periodo de la burbuja, se hizo evidente que la fuente de las ganancias financieras había cambiado significativamente a medida que la financiarización se generalizaba en las economías capitalistas desarrolladas. La extracción de las ganancias financieras directamente de los ingresos de los trabajadores y otros individuos ha adquirido una enorme importancia y se puede considerar como expropiación financiera. Tales ganancias pueden rivalizar con los ingresos financieros obtenidos a partir de las prácticas de banca de inversión, sobre todo en forma de honorarios y comisiones y mediante la comercialización de la cartera propia. En cierto grado, su origen es también el ingreso personal, de manera particular por el manejo de los ahorros masivos.

Los beneficios procedentes de la expropiación financiera y las actividades de banca de inversión corresponden a cambios en la estructura social. Dichos beneficios se han acumulado para los administradores de finanzas y de la industria, así como para los funcionarios de las finanzas, tales como abogados, contadores y analistas técnicos. La financiarización parece habernos traído de vuelta al rentista, pero el rentista moderno obtiene sus ingresos tanto de la posición que ocupa en relación con el sistema financiero como del recorte de cupones. Esas rentas suelen tener forma de remuneraciones (como salarios, primas y opciones sobre acciones). Los rentistas contemporáneos son el producto de la financiarización, no su fuerza impulsora.

Además, en el transcurso de la financiarización, las instituciones encargadas de elaborar la política económica cambiaron de manera significativa. Apoyados en la independencia legal y práctica, los bancos centrales ocupan ahora un lugar preeminente. Ven con buenos ojos el exceso de especulación financie-

ra, mientras movilizan los recursos sociales para rescatar de la crisis a los organismos financieros; pero los límites de su poder también se pusieron de manifiesto en el transcurso de la crisis, por lo que tuvieron que requerir la intervención del Estado.

La financiarización también alteró las relaciones entre los países en el mercado mundial, poniendo de nuevo sobre la mesa la cuestión del imperialismo. La expansión de los flujos internacionales de capital forzó a los países subdesarrollados a mantener enormes reservas internacionales. El resultado fue que los países pobres han prestado en términos netos a los países ricos. Por una parte, entraba capital privado en los países subdesarrollados, proporcionando ganancias considerables; pero, por otra parte, fluían cantidades aún mayores desde los países subdesarrollados hacia los desarrollados, aunque con pocas ganancias. El mayor beneficiario de ese flujo anárquico de capital ha sido Estados Unidos, como emisor del principal medio de pago internacional, aunque dicho flujo también contribuyó a la burbuja de ese país del periodo de 2001 a 2007.

Por último, la financiarización ha permitido que la ética, la moral y la forma de pensar de los financieros penetraran hasta el fondo de la vida social e individual. El concepto de “riesgo” —que a menudo no es más que una formalización banal de las prácticas financieras— se convirtió en la estrella del discurso público. La transformación de la vivienda y las pensiones en “inversiones” generó auténticas olas de codicia que arrastraron a los particulares a participar en las burbujas financieras. Por supuesto, hubo también resistencias y búsqueda de opciones sociales; pero las finanzas han impuesto sus condiciones en todo el mundo.

Con este trabajo se avanza en el análisis de la financiarización y la crisis subsiguiente. Está inspirado en la obra de Marx y en los debates marxistas clásicos sobre el imperialismo a principios del siglo XX. Comienza con una breve discusión

en el primer apartado sobre la burbuja financiera en Estados Unidos y su estallido. Se demuestra que se trató de un acontecimiento sin precedentes, causado por la financiarización de la renta personal en combinación con el auge de la banca de inversión para, más adelante, obtener una mejor comprensión de las raíces de la crisis, en el segundo apartado se abordan brevemente los antecedentes históricos e institucionales de la financiarización.

Sobre esa base, en el tercer apartado se analiza el proceso mediante el cual la extracción de beneficios financieros llevó al trastorno económico mundial. Se demuestra que la interacción de la expropiación bancaria con las actividades de la banca de inversión exacerbó las tensiones de liquidez y solvencia para los bancos comerciales. En realidad, varios de los más grandes quebraron y, por lo tanto, paralizaron la acumulación real. El análisis se centra en Estados Unidos como lugar de origen de la crisis, pero se demuestra la presencia de tendencias estructurales más amplias en las principales economías capitalistas. En el cuarto apartado se abordan las consecuencias de la financiarización para la composición de las clases mediante un análisis de los rentistas contemporáneos. En el último apartado se concluye el trabajo mediante la consideración de la pertinencia del concepto marxista de capital financiero para el periodo actual.

1. BREVE ANATOMÍA DE LA CRISIS DE LA FINANCIARIZACIÓN

VIVIENDA, TITULIZACIÓN Y CRECIMIENTO DE LA BURBUJA

Las causas inmediatas de la crisis actual se encuentran en el mercado estadounidense de la vivienda de los trabajadores, en el que los préstamos hipotecarios aumentaron rápidamente de 2001 a 2003; más tarde disminuyeron, pero se mantuvieron muy altos hasta 2006.

Cuadro 1. Préstamos hipotecarios en EU, 2001-2006
(en miles de millones de dólares)

<i>Año</i>	<i>Nuevas concesiones de hipotecas</i>	<i>Tasa de titulación de las nuevas hipotecas (%)</i>	<i>Concesiones de "hipotecas basura"</i>	<i>Hipotecas subpreferenciales tituladas</i>	<i>Tasa de titulación de las hipotecas subpreferenciales (%)</i>	<i>HIV (ARM)*</i>
2001	2215	60.7	160	96	60.0	355
2002	2885	63.0	200	122	61.0	679
2003	3945	67.5	310	203	65.5	1034
2004	2920	62.6	530	401	79.8	1464
2005	3120	67.7	625	508	81.3	1490
2006	2980	67.6	600	483	80.5	1340

Fuente: En el interior de las finanzas hipotecarias.

* A fondo: indicadores de concesión de hipotecas; concesiones de nuevas hipotecas, clasificación por productos; tasas de titulación de las hipotecas para vivienda.

La demanda de vivienda proveniente de los hogares con altos ingresos provocó el estallido de los préstamos hipotecarios del 2001 al 2003. Cuando la demanda se sació, el otorgamiento de crédito hipotecario de alto riesgo aumentó rápidamente (en especial durante el periodo 2004 a 2006) y ascendió a 1.75 billones de dólares, 19.5% del total de las emisiones de hipotecas. Los prestatarios procedían de las capas más pobres de la clase trabajadora estadounidense, a menudo mujeres negras o latinoamericanas [Dymsky, 2009]. Era natural que se les ofreciera una hipoteca con tipo de interés variable (ARM), normalmente con un tipo de interés bajo al principio que se ajustaba al alza más tarde. De 2004 a 2006, la emisión de ese tipo de hipotecas ascendió a 4.3 billones de dólares, 47.6% del total.

Así, durante el periodo de la burbuja, la financiarización del ingreso personal llegó a los sectores más pobres de la clase trabajadora estadounidense. En la época, parecía ser una "democratización" de las finanzas, que los bancos empezaban a dar marcha atrás en la discriminación que antes habían ejercido contra los pobres; pero, a la postre, el hecho de resolver los problemas de la vivienda mediante las finanzas privadas

resultó ser un desastre, puesto que puso a millones de personas en riesgo de quedarse sin ella.

A pesar de su crecimiento, el mercado estadounidense de hipotecas de alto riesgo no es lo suficientemente grande como para amenazar directamente las finanzas de Estados Unidos y, mucho menos, las del mundo en general; pero ha tenido un efecto generalizado debido al crecimiento paralelo de la banca de inversión, particularmente por medio de la titulización de las hipotecas durante el periodo de 2004 a 2006: el cual alcanzó 1.4 billones de dólares, 79.3% del total. La tasa es considerablemente superior a la del total de hipotecas emitidas, que fue de 63.9% durante el mismo periodo. Dicho simplemente, la titulización significa el empaquetamiento de las hipotecas en pequeñas cantidades que luego se integran en conjuntos o lotes mayores que se venden como nuevos activos financieros. Consecuentemente, esos lotes de deuda de alto riesgo formaron parte de títulos que fueron vendidos a las instituciones financieras de todo el mundo.

A partir del auge de la vivienda, hubo una intensificación de otras formas de financiarización del ingreso personal. Sobre todo, el aumento del precio de las viviendas animaba a sus propietarios a volver a hipotecar la suya y usar ese dinero adicional para otros fines. La llamada “extracción de capital” fue una característica clave de la burbuja y de la financiarización en general.

La refinanciación de las hipotecas y el creciente endeudamiento de los particulares llevaron al colapso del ahorro per-

Cuadro 2. Refinanciamiento de hipotecas en EU, 2000-2007

<i>Año</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>
Nuevas concesiones (billones de dólares)	1.1	2.2	2.9	3.8	2.8	3.0	2.7	2.3
Refinanciamientos (%)	20.5	57.2	61.6	66.4	52.8	52.0	48.6	49.8

Fuente: Asociación de la Banca Hipotecaria; cifras de nuevas hipotecas concedidas, actualizadas al 24 de marzo de 2008.

sonal, que se redujo a casi cero como porcentaje de la renta disponible (véase el cuadro 3). El descenso del ahorro personal es un aspecto de largo plazo de la financiarización que refleja la creciente participación de los particulares en el sistema financiero y el consiguiente aumento de sus deudas. El ahorro personal, que en la década de los setenta y principios de los ochenta representaba entre 9 y 10% de la renta disponible, descendió continuamente a lo largo de todo el periodo; pero lo más sobresaliente es que en Estados Unidos cayó hasta 0.4%, una cifra sin precedentes en un país capitalista maduro (véase el cuadro 3).

Cuando el ahorro se hundió, el déficit de la balanza comercial estadounidense, que ya entonces era muy grande, alcanzó nada menos que los 762 000 millones de dólares en 2006. Tales eran los cimientos del aparente periodo de crecimiento y prosperidad de Estados Unidos de 2001 a 2007 (véase el cuadro 4).

Cuadro 3. Ahorro personal en EU, 2000-2007

<i>Año</i>	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ahorro (miles de millones de dólares)	168.5	132.3	184.7	174.9	181.7	44.6	38.8	42.7
Ahorro como % de la renta disponible	2.3	1.8	2.4	2.1	2.1	0.5	0.4	0.4

Fuente: Banco de la Reserva Federal, flujo de fondos, varios números.

Cuadro 4. Déficit de la balanza comercial de EU, 2000-2007
(miles de millones de dólares)

<i>Año</i>	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
	379.5	367.0	424.4	499.4	615.4	714.6	762.0	708.6

Fuente: Banco de la Reserva Federal, Flujo de Fondos, varios números.

EL CRÉDITO HINCHÓ LA BURBUJA

La política monetaria contribuyó directamente a hinchar la burbuja y a su estallido. Los tipos de interés influyeron en bue-

na medida sobre el periodo de la burbuja de la vivienda y su explosión. Tras la burbuja de las nuevas tecnologías de 1999 a 2000, la Reserva Federal (Fed) bajó rápidamente los tipos de interés y así los mantuvo. El aumento gradual de éstos después de 2004 finalmente hizo estallar la burbuja (véase el cuadro 5).

Con todo, lo que alimentó la burbuja no fue sólo el crédito barato de la Fed: varios países desarrollados y subdesarrollados tuvieron grandes superávits comerciales a mediados de la década de 2000 (exceso de ahorro interno en comparación con la inversión nacional). Sus contrapartidas fueron el déficit comercial y la escasez de ahorro en relación con la inversión en EU y Reino Unido (algo menos en Francia, Italia y otros países) véase el cuadro 6).

Para defender la estabilidad del tipo de cambio de su moneda y protegerse de repentinas salidas de capital extranjero, los países con superávit se vieron forzados a acumular reservas en dólares para utilizarlas como cuasi dinero mundial. Además, las organizaciones internacionales, sobre todo el Fondo Monetario Internacional (FMI), también impusieron a los países subdesarrollados la estrategia de la acumulación de reservas. El resultado fue la acumulación de reservas en divisas en todo el mundo, incluso en los empobrecidos países de África¹ (véase el cuadro 7).

Dado que las reservas internacionales consisten de manera fundamental en dólares estadounidenses, ello significó que los bancos centrales tuvieron que comprar títulos públicos de ese país. Así fluyó hacia EU una gran parte de los excedentes comerciales, a pesar de sus relativamente bajos tipos de interés y de la posibilidad de pérdidas de capital en caso de una caída del dólar. Por lo tanto, los países subdesarrollados se convirtieron en

¹ Véase Panceira [2009, cap. VII], Rodrik [2006], presenta una estimación acerca del costo social de las reservas.

proveedores netos de capital de Estados Unidos, contribuyendo a que ese país mantuviera una abundante cantidad de capital prestable de 2005 a 2006, exactamente la época en que la Fed comenzó a endurecer las condiciones del crédito.

Cuadro 5. Tipo de interés de los fondos federales de efectivo, 2000-2007

<i>Año</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>
	6.24	3.88	1.67	1.13	1.35	3.22	4.97	5.02

Fuente: Banco de la Reserva Federal, tipos de interés, varios números.

Cuadro 6. Exceso de ahorro sobre la inversión como % del PIB

<i>Año</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>
EU	-4.2	-5.1	-5.5	-6.0	-5.9	-5.1
Reino Unido	-1.6	-1.3	-1.6	-2.5	-3.9	-4.9
Alemania	2.0	1.9	4.3	4.6	5.0	5.6
Japón	2.9	3.2	3.7	3.6	3.9	4.8
Países en desarrollo de Asia	2.4	2.8	2.6	4.1	5.9	6.8
Comunidad de Estados Independientes	6.4	6.3	8.3	8.6	7.4	4.5
Cercano Oriente	4.8	8.3	11.8	19.7	20.9	19.8
África	-1.7	-0.4	0.1	1.8	2.8	0.3

Fuente: FMI, Observatorio/Outlook Económico Mundial, 2008

Cuadro 7. Acumulación de reservas, países y áreas subdesarrollados seleccionados (miles de millones de dólares)

<i>Año</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>
Total, de los cuales:	800.9	895.8	1072.6	1395.3	1848.3	2339.3	3095.5	4283.4
China	168.9	216.3	292.0	409.0	615.5	822.5	1069.5	1531.4
Rusia	24.8	33.1	44.6	73.8	121.5	156.5	296.2	445.3
India	38.4	46.4	68.2	99.5	127.2	132.5	171.3	256.8
Cercano Oriente	146.1	157.9	163.9	198.3	246.7	351.6	477.2	638.1
África subsahariana	35.0	35.5	36.0	39.9	62.3	83.0	115.9	144.9

Fuente: FMI, Observatorio Económico Mundial, 2008

LA EXPLOSIÓN DE LA BURBUJA Y LA FALTA DE LIQUIDEZ

La crisis surgió después de que llegara a su fin el auge de la vivienda en 2006 y sus precios cayeran entre 5 y 10% en 2007, la cual se aceleró a lo largo de 2008. En el último trimestre de ese año había 2.1 millones de morosos. El epicentro del colapso fueron las hipotecas de alto riesgo de interés variable, que, aunque eran sólo 7% del total, representaban 42% de las ejecuciones de hipotecas. Las hipotecas de interés variable preferenciales (*prime*) también eran vulnerables: 15% del total y 20% de ejecuciones. En el segundo trimestre de 2008, la tasa de ejecuciones hipotecarias se elevó a grados sin precedentes: 6.63% de las subpreferenciales y 1.82 de las preferenciales de interés variable.² Así, la crisis del mercado de la vivienda comenzó por las hipotecas subpreferenciales, pero luego se extendió al sector de las preferenciales. La mecánica del colapso fue muy clara: los crecientes tipos de interés, junto con la caída del precio de las viviendas, provocaron que, finalmente, un número creciente de titulares de las hipotecas de interés variable no pudieran seguir pagando.

Desde el punto de vista analítico, la característica más importante del estallido de la burbuja fue el reforzamiento recíproco de los problemas de liquidez y solvencia para los bancos, que provocó el agravamiento progresivo de la crisis. Ello fue un resultado directo de la combinación de la financiarización del ingreso personal con la diseminación de la banca de inversión. La tensión entre la liquidez y la solvencia se tornó grave para los bancos comerciales debido a la adopción en gran escala de las prácticas de la banca de inversión, mientras los bancos de inversión independientes sucumbían en masa ante las presiones.

² Mortgage Banker Association; National Delinquency, varios números.

La agitación financiera comenzó en el mercado monetario interbancario en agosto de 2007 en forma de escasez de liquidez y de manera gradual se transformó en una crisis de solvencia.³ Ello se debió a que los bancos estadounidenses y de otros países eran tenedores de grandes volúmenes de valores con respaldo hipotecario o se vieron obligados a respaldar a las instituciones financieras que lo eran. A medida que aumentaba el impago de las hipotecas, esos valores se fueron volviendo invendibles, por lo que también pusieron en duda la solvencia de los bancos. Éstos preferían atesorar fondos líquidos, en lugar de prestarlos a otros.

La escasa liquidez se manifestaba también en una creciente divergencia entre los tipos de interés del mercado de dinero. Normalmente, el LIBOR (el tipo de interés al cual ofrecen los bancos sus fondos a los demás en el mercado de Londres, el más importante) y el tipo de interés a tres meses de las permutas financieras indexadas diariamente (OIS, del inglés Overnight Indexed Swaps, el más importante para las transacciones interbancarias de derivados financieros) son prácticamente iguales, pero, después de agosto de 2007, ambos tipos comenzaron a distanciarse significativamente y el LIBOR superó al OIS en 1% o más en septiembre y diciembre de 2007 y en marzo de 2008 [Mishkin, 2008]; con todo, la diferencia era por completo nula si se compara con las que se produjeron en septiembre y octubre de 2008.

La explosión de la burbuja creó una aparente paradoja que obligó a esforzarse a los periodistas expertos en la “meteorología” de la economía: los mercados rebosaban de capital, pero tenían escasez de liquidez. Ahora bien, el fenómeno no es paradójico ni nuevo. En una crisis financiera, el dinero se convierte en lo más importante de todo: aunque la economía

³ Para un análisis del mercado de dinero desde el punto de vista de la economía política marxista, véase Lapavitsas [2003, cap. 4, y 2007].

capitalista esté repleta de valores mercantiles, sólo funciona el valor en forma de dinero, que no aparece por ninguna parte debido precisamente al atesoramiento.⁴ Eso fue justamente lo que predominó en el sistema financiero de 2007 a 2008: el capital prestable era abundante, pero había escasez de medios líquidos —es decir, dinero— para hacer frente a las obligaciones, porque lo estaban atesorando las instituciones financieras.

LA SOLVENCIA BANCARIA Y LA INTERVENCIÓN DEL ESTADO

Los bancos centrales encabezaron los esfuerzos para hacer frente a la persistente escasez de liquidez. La Fed y otros bancos centrales adoptaron métodos extraordinarios, como operaciones en el mercado abierto (compras de títulos), préstamos en la ventanilla de descuento (préstamo financiero a los bancos con garantía de títulos de renta variable), la subasta de créditos a plazo (*term auction facilities*, un nuevo mecanismo para subastar sumas preestablecidas de crédito con garantía de títulos de renta variable), los préstamos directos a los bancos de inversión, el intercambio de valores con respaldo hipotecario por títulos del Estado y la compra de efectos comerciales a sociedades anónimas industriales y comerciales. En el caso de algunos de esos préstamos se aceptaron garantías colaterales frágiles, con lo que se transfirieron los riesgos crediticios a los bancos centrales. Al mismo tiempo, los tipos de interés de los bancos centrales se redujeron durante todo 2008, acercándose a 0% en Estados Unidos. La disminución de los tipos de interés opera como un subsidio a los bancos, porque reduce el costo de los fondos.

Con todo, las inyecciones de liquidez por sí mismas no permitían hacer frente a la agravación del mal funcionamiento del ingreso financiarizado y de la banca de inversión. En 2008,

⁴ Véase Marx, 1975, tomo I, vol. I, sec. 1, cap. 3.

la crisis alcanzó dos picos resultantes de la tensión entre la liquidez y la solvencia, mostrando también los límites de la intervención del Estado; el primero fue el colapso, en el mes de marzo, de Bear Sterns, un banco de inversión gigantesco que en agosto de 2007 poseía 12.1 billones de dólares de valor nacional en instrumentos derivados no liquidados [Bear Sterns, 2007: 55]. Para el banco resultó imposible tomar prestado en el mercado monetario y sus activos con respaldo hipotecario lo hicieron insolvente. Para manejar el colapso del banco, la Fed y el Tesoro estadounidenses forzaron su absorción por J. P. Morgan, que recibió un préstamo de 29 000 millones con ese fin. Un aspecto crucial de la absorción fue que los titulares de obligaciones y otros acreedores del banco recuperaron su dinero.

La bancarrota de Bear Stern fue típica del fracaso al combinar la banca de inversión con la financiarización de los ingresos personales. El gobierno logró controlar el colapso del banco, pero no supo evaluar el marcado fracaso de los mecanismos de la financiarización. El declive sostenido de los mercados de acciones después de diciembre de 2007 agravó ese proceso, porque los compradores de acciones finalmente se dieron cuenta de lo que pasaba. El Dow Jones permaneció en aproximadamente 11 300 puntos en agosto de 2008, por debajo de los 13 300 de diciembre de 2007. A medida que sus acciones se colapsaban, para los bancos era cada vez más difícil obtener capital privado para soportar las pérdidas en títulos con respaldo hipotecario y otros. La combinación de los problemas de liquidez y solvencia resultó ser fatal para los bancos.

El segundo auge ocurrió en septiembre-octubre de 2008, periodo que ya quedó registrado en los anales de la historia de la banca capitalista. Los acontecimientos se sucedieron vertiginosamente a partir del colapso casi total de Fannie Mae y Freddie Mac, los dos grandes organismos del mercado estadounidense de la vivienda financiados por el gobierno. Esas

instituciones realizan aproximadamente la mitad de las transacciones anuales de títulos con garantía hipotecaria y sólo compran normalmente los preferenciales; sin embargo, durante la burbuja emprendieron actividades de banca de inversión más arriesgadas, por ejemplo, la emisión de hipotecas de alto riesgo, lo que obligó al Estado a nacionalizarlas. Unos cuantos días después, Lehman Brothers, otro gigante de la banca de inversión estadounidense, se vio en una situación parecida a la de Bear Sterns. En esa ocasión, con la complicidad de la Fed, el Tesoro autorizó la bancarrota del afligido banco, lo que ocasionó que tanto los accionistas como los acreedores perdieran su dinero.

Tal decisión fue un error colosal, porque acabó con todo vestigio de confianza entre los bancos. Efectivamente, quienes participan en el mercado del dinero operan bajo la premisa tácita de que lo que es válido para uno lo es para todos y, puesto que los acreedores de Bear Sterns recibieron su dinero y los de Lehman Brothers no, los cimientos de los préstamos interbancarios se desvanecieron; y, lo que es peor aún, el colapso de Lehman confirmó sin dejar lugar a dudas que combinar la banca de inversión con la financiarización de los ingresos de los particulares había sido un rotundo fracaso. Lehman pudo haber sido muy arriesgado, pero no había hecho nada que fuese cualitativamente distinto de lo que hicieron otros bancos.

Las consecuencias de la conmoción que provocó Lehman no fueron sorprendentes, pero su magnitud fue histórica: la liquidez se desvaneció por completo, las acciones de los bancos se colapsaron y en los mercados financieros se difundió un auténtico pánico. La divergencia entre el LIBOR y el OIS se acercó incluso 4%, lo que hizo que fuera totalmente imposible para los bancos realizar negocio alguno. Los bancos de inversión estadounidenses que sobrevivieron, es decir, Merrill Lynch, Goldman Sachs y Morgan Stanley, no estuvieron más de ma-

nera independiente. Los rescates y las absorciones forzados de bancos se multiplicaron en Estados Unidos y en Europa y, por una vez, no era exagerado decir que el sistema financiero mundial tenía la mirada fija en el abismo.

La conmoción que provocó la bancarrota de Lehman mostró que la intervención del Estado en las finanzas no es ni omnipotente ni omnisciente: acicateado por teorías erróneas e intereses creados, puede cometer errores garrafales. Ante el desastre, el gobierno estadounidense modificó rápidamente su postura y protegió de manera efectiva a los bancos de un fracaso aún mayor, lo cual implicó el otorgamiento de fondos públicos para resolver el problema de la solvencia bancaria. Para finales de 2008, Estados Unidos ya había adoptado el Programa de Rescate de Activos Problemáticos (Troubled Asset Relief Program, TARP), comprometiendo 700 000 millones de dólares, mientras el Reino Unido y otros países adoptaban planes similares.

Pese a ello, en esa época ya era claro que en todo el mundo se gestaba una recesión de grandes dimensiones: la contracción del crédito por parte de los bancos y los mercados obligó a las empresas a disminuir la producción y el empleo; el consumo se redujo, al tiempo que los trabajadores endeudados en exceso ajustaban sus gastos; los mercados de exportación se colapsaron, en especial el de los automóviles y el de los artículos electrónicos; y los países en desarrollo también se vieron afectados, porque los flujos de capital se volvieron problemáticos y requirieron préstamos de emergencia. Una crisis que se había iniciado como un *shock* financiero se había convertido en una recesión mundial.

Recapitulemos, en 2007 comenzó una crisis de la financiarización en toda la extensión de la palabra. A diferencia de las principales crisis capitalistas del pasado, tuvo su origen en la financiarización del ingreso personal, sobre todo en los préstamos hipotecarios a los trabajadores estadounidenses, incluso

los más pobres. Ello se combinó con la generalización de las prácticas de la banca de inversión entre las instituciones financieras, sobre todo la titulización. La crisis paralizó el sistema financiero y progresivamente interrumpió la acumulación real. La intervención de los bancos centrales fue importante, pero no decisiva, lo cual obligó a la intervención directa de los gobiernos para rescatar a los bancos y atenuar la recesión.

Con todo, independientemente de las causas inmediatas de la crisis, es necesario estudiar la transformación del sistema financiero en el contexto del desarrollo capitalista de los últimos años; ello nos permitirá especificar el contenido de la financiarización. Para emprender tal análisis, la economía política marxista necesita desarrollar sus conceptos y ampliar su enfoque. La discusión anterior ha demostrado que la crisis no surgió debido a una de capital, aunque ya está forzando una reestructuración del capital a gran escala; antes bien, la actual es una crisis inusual que tiene que ver con el ingreso, los préstamos y el consumo de los trabajadores, así como con la transformación de las finanzas en los últimos decenios. En resumidas cuentas, se trata de una crisis de la expropiación financiera y de los mecanismos asociados con ésta. En los apartados que siguen se analizan las tendencias y las relaciones económicas pertinentes.

2. LA FINANCIARIZACIÓN EN UNA PERSPECTIVA HISTÓRICA

La financiarización es un resultado de la nueva era de cambios que comenzó con la primera crisis del petróleo de 1973 a 1974. La crisis señaló el fin del largo auge de la posguerra y trajo consigo una persistente tendencia a la baja, salpicada con crisis económicas recurrentes.⁵ Durante ese periodo tuvo

⁵ Hay una amplia literatura sobre este tema; en el área de la economía política, la más reciente y discutida es la de Brenner [1998 y 2002], que sostiene

lugar una revolución tecnológica en el campo del procesamiento de la información y las telecomunicaciones que ha tenido grandes repercusiones en la esfera de la circulación.⁶ Además, durante el mismo periodo, tuvieron lugar profundos cambios institucionales y políticos, sobre todo la desregulación de los mercados de trabajo y del sistema financiero y el reemplazo del keynesianismo, característico del largo auge, por el neoliberalismo.⁷

Hay tres aspectos de esos procesos que están relacionados de manera pertinente con la financiarización. Primero, el aumento de la productividad fue problemático desde mediados de los años setenta hasta mediados de los noventa, especialmente en Estados Unidos.⁸ Durante 20 años, las nuevas tecnologías no generaron aumentos significativos de la productividad, pero, después de 1995, sí hubo aumentos importantes en la industria de los microprocesadores y, finalmente, se echaron los amplios cimientos para el aumento más rápido de la productividad en toda la economía estadounidense,⁹ lo cual ocurrió incluso en los servicios, como muestra el caso del sector

ne que la desaceleración se debe a un aumento de la competencia mundial y al estancamiento de la rentabilidad. Para ver una crítica detallada, cf. Lapavistas y Milonakis [1999].

⁶ La literatura en economía política sobre estos temas es bastante amplia e incluye el debate sobre la especialización flexible, así como el del posfordismo relacionado con la escuela regulacionista francesa.

⁷ Dos contribuciones prominentes recientes de la economía política que explican el auge del neoliberalismo se encuentran en Dumenil y Levy [2004], y Glyn [2006].

⁸ La medición de la productividad es un campo conceptual minado, sobre todo en el caso de los servicios: en este artículo se utilizan las principales medidas como puntos de referencia para el debate.

⁹ Ha habido un intenso debate en la literatura de la corriente dominante sobre este tema, pero ha surgido un consenso en ese sentido; véanse Oliner y Sichel [2000 y 2002], Jorgenson y Stiroh [2000], y Gordon [1999 y 2004].

financiero (aunque no el de la banca);¹⁰ con todo, durante la burbuja de los años 2001 a 2007, el aumento de la productividad pareció haber perdido impulso. Además, otras economías capitalistas importantes, como la del Reino Unido, no registraron aumentos similares. En consecuencia, la relación entre las nuevas tecnologías y el aumento de la productividad todavía es poco clara.

Segundo, el proceso de trabajo se ha transformado, en parte debido al cambio tecnológico y los que conlleva en su regulación y en parte gracias a alzas repentinas del desempleo en momentos clave del periodo. El trabajo temporal y el ingreso de las mujeres a la fuerza de trabajo han tenido un fuerte efecto en la práctica laboral.¹¹ Es probable que se haya producido un nuevo equilibrio entre el trabajo pagado y el que no, mientras que las tecnologías de la información han alentado la invasión del tiempo privado por el trabajo, así como el aumento de las prácticas del trabajo a destajo y la subcontratación. En términos marxistas, es probable que el trabajo se haya intensificado y aumentado el trabajo no pagado. De la extensa literatura sobre satisfacción en el trabajo, por ejemplo, se desprende que la intensificación del trabajo asociada con las nuevas tecnologías es una causa importante de insatisfacción en los países desarrollados, como también lo es la pérdida de la libertad para elegir el trabajo que se desea desempeñar [Green 2004a y 2004b; Green y Titsianis, 2005].

Tercero, la producción y el comercio mundiales han quedado bajo el dominio de empresas multinacionales creadas en sucesivas olas de fusiones y adquisiciones. El grueso de la inver-

¹⁰ La literatura sobre este tema es menos extensa. Véase Triplett Bosworth [2001 y 2003].

¹¹ La corriente principal tiene una amplia literatura sobre la relación entre las nuevas tecnologías y el trabajo. Véase, de forma muy selectiva, Brynjolfsson y Hitt [2000 y 2003], y Autor, Levy y Murnane [2003].

sión extranjera directa (IED) se da entre países desarrollados, pero desde mediados de los noventa también ha habido flujos sustanciales hacia los países subdesarrollados que han aumentado significativamente a partir del año 2000 [Banco Mundial, 2006]. La competencia en el mundo se ha intensificado, pero sin carteles formales ni zonas de derechos exclusivos de comercio e inversión. El aumento de las multinacionales se ha visto acompañado por un desplazamiento desde Occidente hacia lugares de crecimiento más dinámico, sobre todo China; incluso han aparecido flujos considerables de inversión extranjera directa Sur-Sur [UNCTAD, 2006]. Por supuesto, Alemania y Japón siguen disfrutando de grandes excedentes industriales; sin embargo, en Occidente, especialmente en Estados Unidos y el Reino Unido, se ha producido un desplazamiento general de la actividad capitalista hacia el sector financiero y otros servicios.

La financiarización tiene que analizarse en ese triple contexto de dudoso aumento de la productividad, prácticas laborales alteradas y desplazamientos mundiales de la capacidad productiva. Desde finales de los años setenta, la acumulación real ha tenido un aumento mediocre y precario, pero el sector financiero ha crecido de manera extraordinaria en lo que respecta a empleo, utilidades y tamaño de las instituciones y los mercados; ha habido desregulación, cambio tecnológico e institucional, innovación y expansión mundial. El sector financiero está ahora presente en todos los aspectos de la sociedad de los países desarrollados, aunque también se ha expandido ampliamente en el mundo en desarrollo. Aun cuando la acumulación real ha tenido resultados que no son ni buenos ni malos, la clase capitalista ha encontrado nuevas fuentes de ganancias en los mecanismos financieros modernizados; pero quizás el cambio más significativo a ese respecto haya sido el aumento de la expropiación financiera de los trabajadores y otras capas de la población.

Más adelante examinaremos los parámetros de esa compleja transformación, centrándonos principalmente en la banca comercial, el eje del sistema crediticio. El análisis se desarrolla en el marco de la economía política marxista que deriva fundamentalmente del trabajo de Marx; sin embargo, la aportación de la economía política marxista posterior, en especial la de Hilferding, es, al menos, igual de importante y, en algunos aspectos, superior.

3. ASPECTOS ECONÓMICOS DE LA FINANCIARIZACIÓN: EXPROPIACIÓN FINANCIERA Y BANCA DE INVERSIÓN

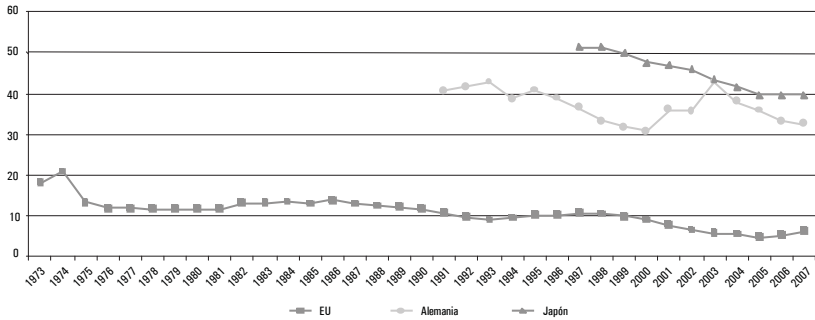
LOS BANCOS COMERCIALES VUELVEN LA MIRADA HACIA EL INDIVIDUO: EL SURGIMIENTO DE LA EXPROPIACIÓN FINANCIERA

Los bancos comerciales se transformaron en gran medida en el transcurso de la financiarización. La fuerza motriz de su transformación ha reducido la dependencia de las grandes sociedades anónimas del financiamiento bancario. Las de los países desarrollados han financiado la inversión (en términos netos) principalmente mediante la retención de utilidades [Corbett y Jenkinson, 1996 y 1997]. En cuanto al financiamiento exterior, han confiado cada vez más en los préstamos directos en los mercados abiertos. Considérese lo siguiente para los casos de Estados Unidos, Japón y Alemania (véase la gráfica 1).

A ese respecto, hay diferencias entre los países; por ejemplo, las empresas estadounidenses dependen en mayor medida de la emisión de bonos; diferencias que no hacen sino reflejar el carácter de los sistemas financieros alemán y japonés, basados en la banca, en contraste con el estadounidense, que lo hace en el mercado, lo cual se desarrolla brevemente en el quinto apartado; pero la tendencia es indudable.

Desde el punto de vista marxista, los monopolios se han vuelto menos dependientes del crédito bancario para financiar

Gráfica 1. Préstamos bancarios, como porcentaje de la deuda financiera de las sociedades por corporaciones



Fuente: Contabilidad de flujos de fondos (EU, Japón y Alemania).

el capital fijo. Por otra parte, el capital circulante sigue apoyándose en el comercio y el crédito bancario; sin embargo, aún en este último caso, los monopolios han recurrido cada vez más directamente a los mercados financieros, en especial mediante la emisión de efectos de comercio. Por esa razón, los monopolios se han implicado cada vez más en las finanzas, incluso al grado de mantener departamentos separados para las operaciones de crédito comercial y títulos financieros; es decir, se han financiarizado, a la vez que dependen menos de los bancos.

Las razones de fondo de tal evolución fundamental se relacionan probablemente con la naturaleza de la tecnología de la información y las telecomunicaciones y la correspondiente acumulación (o no) del capital fijo. De igual manera son importantes los cambios en la estructura organizativa interna de las sociedades anónimas modernas, así como las variaciones en los ciclos de rotación. Independientemente de estas razones, las oportunidades clásicas que tienen los bancos de prestar a las sociedades anónimas se han reducido.

El proceso de desregulación financiera que se inició en los años sesenta se basó en la distancia, cada vez mayor, entre las grandes

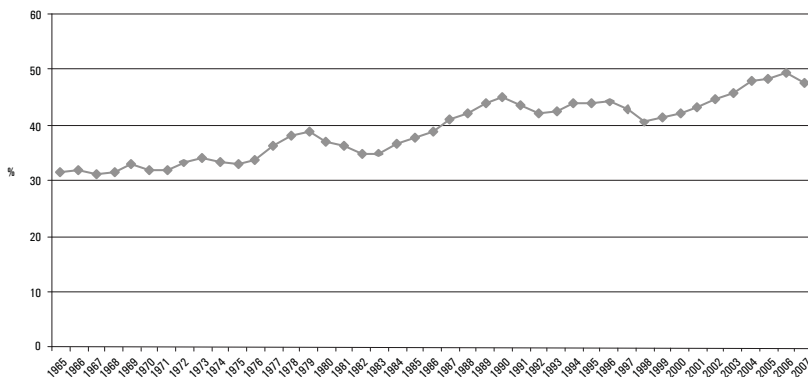
sociedades anónimas y los bancos. Las primeras, fomentaron la apertura de los mercados financieros, al evitar activamente los controles sobre los tipos de interés y las cantidades de crédito y preparar el terreno para la desregulación. Una vez que se produjo la desregulación, los bancos comerciales perdieron los depósitos cautivos que habían sustentado sus actividades. El ámbito de la banca comercial convencional se estrechó aún más.

Las respuestas de los bancos a la disminución de las vías tradicionales para obtener utilidades han sido múltiples; sin embargo, aquí nos interesan sobre todo dos tipos de respuesta: en primer lugar, los bancos se volvieron hacia la renta personal de los trabajadores y el resto de la población como fuente de utilidades y, en segundo, se dedicaron a la intermediación en los mercados financieros, es decir, adoptaron cada vez más las funciones de la banca de inversión. Ambas respuestas están estrechamente relacionadas entre sí; la primera se analiza en este apartado y la segunda en el siguiente.

El giro de los bancos hacia los ingresos personales como fuente de rentabilidad varía de manera significativa. Hay diferencias importantes entre los países industrializados, según su propio desarrollo histórico e institucional, pero la tendencia general es indiscutible (véanse las gráficas 2, 3 y 4)

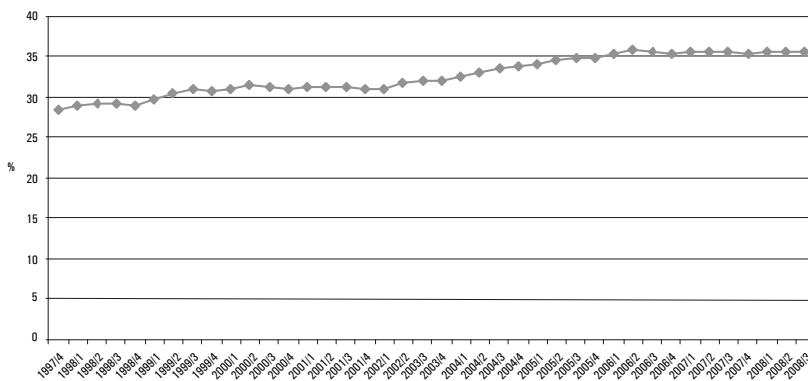
La tendencia general presupone la participación creciente de los trabajadores en los mecanismos de las finanzas con el propósito de satisfacer sus necesidades elementales, como vivienda, educación, salud y ahorro para el retiro; sólo entonces pueden los bancos extraer utilidades significativas directamente de los ingresos personales. Por supuesto, las diferencias a ese respecto entre los países desarrollados son muy grandes y reflejan su historia, sus instituciones y la simple costumbre; sin embargo, la creciente financiarización de los ingresos del trabajador es evidente, tanto desde el punto de vista de los pasivos (sobre todo los préstamos hipotecarios)

Gráfica 2. Préstamos al consumo e inmobiliarios, como proporción del préstamo bancario total (EU)



Fuente: Contabilidad de Flujos de Fondos, Reserva Federal.

Gráfica 3. Préstamos a particulares como proporción del préstamo bancario total (Japón)

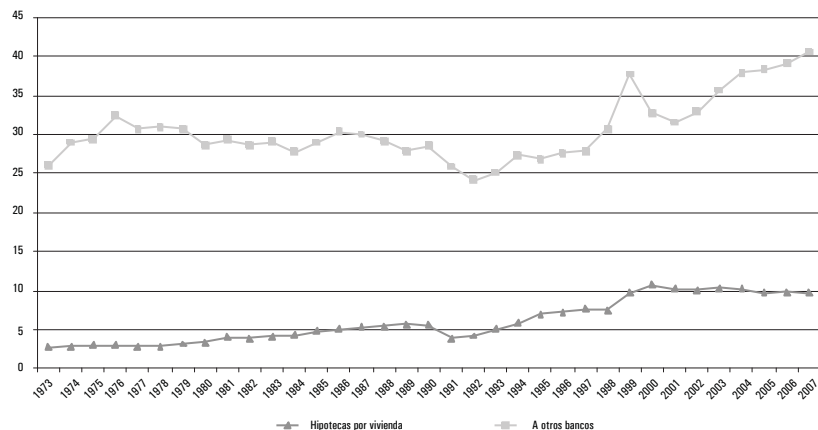


Fuente: Banco de Japón, activos y pasivos de las instituciones financieras

como de los activos (más que nada de las pensiones y seguros) (véanse las gráficas 5 y 6.

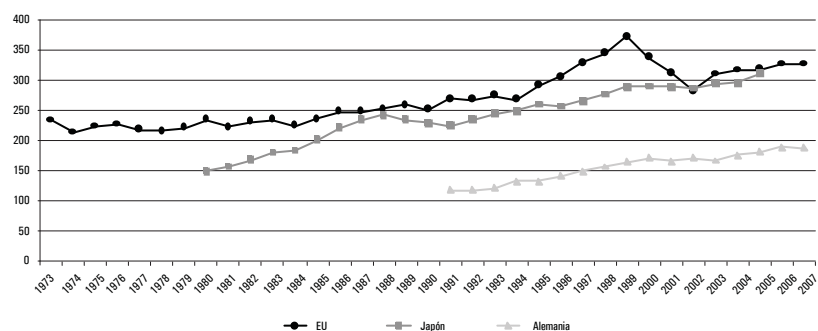
La participación directa de los trabajadores en los mecanismos de las finanzas es la base de la expropiación financie-

Gráfica 4. Préstamos hipotecarios para vivienda y a otros bancos como proporción del préstamo total (Alemania Occidental)



Fuente: Cuentas financieras de Alemania.

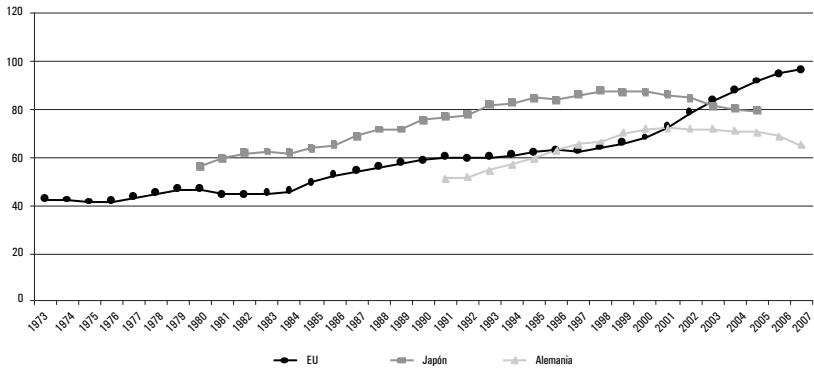
Gráfica 5. Activos financieros de los hogares como proporción del PIB



Fuente: Cuentas de flujo de fondos en los EU, Cuentas financieras de Alemania, OCDE.

ra; sin embargo, la proporción del ingreso de los trabajadores de que se apoderan los bancos y otras instituciones financieras es difícil de medir en escala agregada. Con todo, desde la perspectiva de los grandes bancos, no hay duda alguna de que los préstamos a los particulares han llegado a ser cada vez

Gráfica 6. Deudas de los hogares como proporción del PIB



Fuente: Cuentas de Flujos de Fondos en los EU, Cuentas Financieras de Alemania, OCDE.

más importantes para las utilidades de la banca [Dos Santos, 2009]. Por lo demás, Estados Unidos muestra algunos indicios respecto a las tendencias recientes en el nivel agregado:

Por lo tanto, la extracción directa de beneficios financieros a partir de la renta personal de los trabajadores es una fuente de expropiación financiera que surgió sistemáticamente durante las últimas décadas. No debe confundirse con la explotación que tiene lugar de manera sistemática en la producción y que es la piedra angular de las economías capitalistas contemporáneas. La expropiación financiera es más bien una fuente adicional de utilidades que tiene su origen en la esfera de la circulación. En cuanto a la renta personal, moviliza flujos existentes de dinero y valor, antes bien que nuevos flujos de plusvalor; ahora, a pesar de que tiene lugar en la circulación, dado que se produce de manera sistemática y mediante procesos económicos, también tiene un aspecto de explotación.¹²

¹² En las versiones previas de este artículo, se utilizaban los términos de explotación directa o financiera en lugar de expropiación financiera; sin embargo, este último término expresa de manera más adecuada la función fundamental de los mecanismos financieros, al mismo tiempo que evita la

En la teoría marxista, la esfera de la circulación no es el terreno natural para la explotación, pues el intercambio de mercancías tiene normalmente como premisa el intercambio de equivalentes, *quid pro quo*. Sólo puede haber explotación en la circulación si una de las partes del intercambio está mal informada sobre su valor o interviene en él alguna fuerza extraeconómica, lo cual sería diferente de la típica explotación capitalista, que es a la vez de naturaleza sistemática y económica. Ahora bien, las transacciones financieras se refieren al dinero y al capital dinero prestable, no a las mercancías producidas. Consisten normalmente en un intercambio de promesas y obligaciones basadas en la confianza, no en un *quid pro quo* directo. La transferencia de valor que se produce al final entre las partes de una transacción financiera depende del marco institucional y legal, los flujos de información e incluso el poder social.

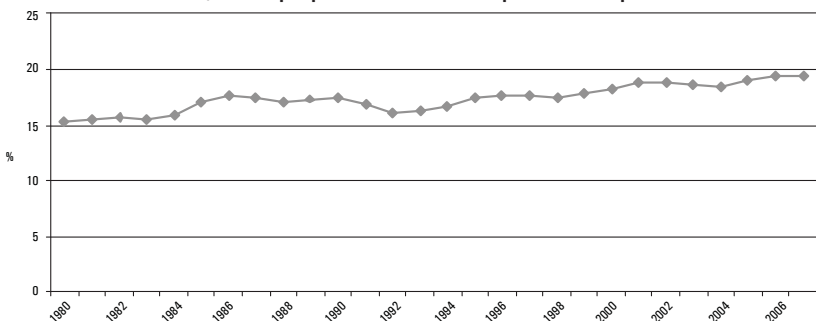
Las ventajas que tienen las instituciones financieras en lo referente a la información y a su poder les permiten negociar de manera distinta con los particulares que con las empresas capitalistas. Estas últimas tienen un fácil acceso a la información y no van a la zaga de los bancos en cuanto al poder social y económico se refiere. Los servicios financieros que obtienen son necesarios para la producción y circulación del valor y el plusvalor. Y lo que se paga por esos servicios está normalmente dentro de los límites determinados en cada periodo por la disponibilidad de capital prestable y la rentabilidad de la acumulación real. Si no fuese así, las empresas capitalistas podrían, en principio, prescindir de los mecanismos financieros que hay y recurrir más, por ejemplo, al crédito comercial o al establecimiento de mecanismos alternativos creados de cabo a rabo. Dicho de otra manera, los usuarios capitalistas del sector

confusión con la explotación en el lugar de la producción; con todo, lo anterior no excluye la presencia de los procesos explotadores en la circulación.

financiero realizan un cálculo económico dictado por la lógica del circuito de su propio capital. Como resultado, la remuneración media de las empresas financieras en su intercambio con las empresas productivas y comerciales se somete a los dictados del capital social total.

En cambio, cuando se relaciona con la renta personal, el sector financiero juega con las necesidades básicas de los trabajadores y demás particulares, es decir, con la vivienda, las pensiones, el consumo, los seguros, etc., lo cual difiere cualitativamente del que se orienta a la producción y a la circulación del capital. Los particulares se interesan por los valores de uso, mientras que las empresas tienen como objetivo la expansión del valor. La actividad financiera de los particulares y de las empresas se guía por diferentes objetivos y motivaciones, cantidades de información y disponibilidad de alternativas y una diferente capacidad para “economizar”. Además, los trabajadores y los particulares que pretenden cubrir sus necesidades básicas por medio del sector financiero –en especial, en un contexto de escaso gasto social por parte del Estado– tienen muy

Gráfica 7. Pagos por préstamos hipotecarios de consumo, para automóviles y otros préstamos, más pagos por el seguro de la vivienda y otros pagos relacionados, como proporción de la renta personal disponible (EU)



Fuente: Ratios del servicio de la deuda de los hogares y de obligaciones financieras, Banco de la Reserva Federal.

pocas opciones para prescindir de los mecanismos del sistema financiero o sustituirlos. Por consiguiente, la renta personal puede ser objeto de expropiación financiera.

Las ganancias que se obtienen por medio de la expropiación financiera recuerdan los beneficios del usurero. Históricamente, éste fue haciéndose presente a medida que se mercantilizaba la producción y, por lo tanto, los productores (no capitalistas) empezaron a depender del dinero como medio de pago;¹³ y también se hizo presente cuando los consumidores (en especial de mercancías de lujo) dependieron cada vez más del dinero como medio de pago. El interés que recibía el usurero procedía de los ingresos monetarios de los productores y los consumidores e incluso podía provenir del mínimo necesario para la reproducción de estos últimos. Ello difiere del interés que reciben actualmente las instituciones financieras por los préstamos que otorgan a los capitalistas productivos, que proviene del beneficio que genera de manera sistemática la producción. De la misma forma, las instituciones financieras modernas son diferentes de los usureros, aunque en tiempos de crisis puedan convertirse en usureras y obtener más intereses del capital de los prestatarios que de los beneficios producidos [Marx, 1894, p. 734].

En el capitalismo financiarizado, las condiciones normales de los trabajadores están cada vez más en el punto de mira del sistema financiero. La dependencia de los particulares respecto del dinero como medio de pago (no sólo como medio de cambio) ha crecido a medida que la provisión del sector público se ha retirado de las esferas de la vivienda, las pensiones, el consumo, la educación, etc. El acceso al dinero determina cada vez más la capacidad de obtener bienes básicos, al tiempo que

¹³ Marx analizó las utilidades del usurero en varias obras, por ejemplo, 1861-1863, pp. 14-19, y 1894, cap. 36.

también racional la oferta. En ese contexto, se ha fortalecido el aspecto usurario de las instituciones financieras modernas, con la única diferencia de que sus beneficios son ahora el resultado, no sólo del interés, sino también de las comisiones.

Cuanto más obligados se han visto los trabajadores a depender de las instituciones financieras, tanto más aprovechan éstas sus lógicas ventajas de información, poder y motivación para inclinar la balanza en su favor en cada transacción. En esas relaciones aparecen elementos de dominación y subordinación como los que Marx consideraba consustanciales a la explotación económica, pero no pueden compararse con la explotación que tiene lugar en la producción;¹⁴ sin embargo, la expropiación financiera se alimenta de la desigualdad fundamental que hay entre las instituciones financieras y los trabajadores que recurren a ellas.

LA ORIENTACIÓN DE LOS BANCOS HACIA LA INTERMEDIACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS: EL AVANCE DE LA BANCA DE INVERSIÓN

El crecimiento de los mercados financieros abiertos, en los que intervienen esencialmente las acciones, las obligaciones y los instrumentos derivados, ha proporcionado a los bancos más oportunidades para obtener ganancias. Los precios de las acciones y las obligaciones resultan del descuento de pagos futuros basado en el tipo de interés (ajustado para el riesgo) como punto de referencia.¹⁵ Marx denominó ese proceso como la formación de “capital ficticio”, lo que marcó la diferencia con respecto a la creación de valor en la producción [Marx, 1894, cap. 29]. Los mercados de instrumentos derivados per-

¹⁴ Marx, 1876, p.1027, consideraba dichos elementos como fundamentales para la explotación.

¹⁵ Hilferding [1981, cap. 8], elaboró el análisis original y más avanzado de los precios de las acciones en la economía política marxista.

miten a los participantes apostar al manejo del riesgo o, simplemente, especular.¹⁶ Sus precios tienen un elemento ficticio, pero eso se deriva de las prácticas institucionales y de las normas del comercio. El auge del modelo de *black and scholes* (o sus variantes) durante la financiarización ha dado a los precios de los instrumentos derivados una apariencia de realidad objetiva.¹⁷

Los mercados financieros abiertos son un terreno natural para los bancos de inversión, que difieren sustancialmente de los bancos comerciales.¹⁸ Los bancos de inversión son intermediarios de los mercados financieros que movilizan fondos a corto plazo para invertir en valores; no reciben depósitos pequeños y sus pasivos no funcionan como dinero; de igual modo, están fuera del marco regulador de los bancos comerciales, que incluye los seguros de depósito y la adecuación del capital. Los bancos de inversión obtienen ganancias de las comisiones y gastos bancarios para facilitar las transacciones con los títulos de deuda (proporcionan información acerca de las contrapartidas, colocan los títulos entre los compradores, reducen los costos de las transacciones, suscriben valores, etc.)

¹⁶ En los textos de la economía política marxista existen pocas referencias a los instrumentos derivados. Bryan y Rafferty dieron algunos pasos en la formación de un marco analítico en 2007, pero, de manera equivocada, trataron los instrumentos derivados como dinero.

¹⁷ MacKenzie [2003], y MacKenzi y Millo [2003], por ejemplo, elaboraron unos análisis sociológicos muy perspicaces sobre dicho proceso en una serie de trabajos.

¹⁸ También son terreno natural para las compañías de seguros, fideicomisos de dinero, fondos mutuos, de inversión, de cobertura y de pensión. Esos intermediarios difieren drásticamente de los bancos porque sus pasivos no son en dinero y no prestan directamente con fines de producción. En los últimos años han crecido en parte debido a que el Estado ha abandonado la función de proveedor de bienestar, en especial en lo que se refiere a las pensiones. Toporowski [2000], denominó acertadamente su crecimiento como “capitalismo de los fondos de pensiones”.

y con los negocios de su propia cartera. Tales actividades pueden agruparse bajo la denominación de intermediación de los mercados financieros.

Las ganancias de la banca de inversión plantean serios problemas a la economía política: Hilferding sugería que eran parte de la ganancia del “promotor” o el “fundador”, es decir, del valor de las acciones descontado al tipo de interés menos su valor descontado a la (más alta) tasa de ganancia [Hilferding, 1981: 128-129]. Esa diferencia, según postulaba, es la ganancia futura de la empresa acumulada como suma única a tanto alzado para el vendedor de las acciones en el momento de una oferta pública de adquisición; sin embargo, el análisis de Hilferding debe repensarse, puesto que difícilmente se pueden aplicar distintas tasas de descuento al mismo flujo de rentabilidades esperadas sin una segmentación de los mercados financieros; más aún, las ganancias futuras de una empresa se acumularían para quienes siguieran manejándola, no para los vendedores de las acciones.

Es más probable que las ganancias de la banca de inversión resulten de la división del capital dinero prestable (y del dinero a secas) movilizado mediante los mercados financieros abiertos. La presencia de dinero ocioso disponible se moviliza ya sea de manera indirecta por medio de los bancos o directamente por los mercados financieros abiertos;¹⁹ sin embargo, la movilización directa es facilitada por los bancos y otras instituciones financieras, que son remunerados mediante una parte de las cantidades que son objeto de transacción. Dado que el proceso se desarrolla con base en precios ficticios, se presta a la manipulación e influyen en él los sentimientos y los rumores.

Dos tendencias fundamentales han alentado la adopción de las funciones de banca de inversión por parte de los ban-

¹⁹ Para un análisis más detallado véase Lapavitsas [2000].

cos comerciales desde finales de los años setenta. En primer lugar, las olas sucesivas de fusiones y adquisiciones que han tenido lugar entre las sociedades anónimas “financiarizadas”. Los mercados de acciones no han sido una fuente significativa de financiamiento para las inversiones en capital fijo en los últimos años, pero sí han facilitado sin lugar a dudas la concentración y la centralización del capital mediante las ofertas públicas iniciales, las compras apalancadas y otras transacciones similares.²⁰

En segundo lugar, los ahorros de los trabajadores y otros han sido encauzados hacia los mercados financieros abiertos por medio de la política del Estado. La introducción en 1978 de la norma 401K en Estados Unidos puso los ahorros para pensiones a disposición de la inversión en el mercado de acciones. En el Reino Unido se han desarrollado procesos similares mediante los planes de ahorro en acciones (PEP), los planes de ahorro especiales exentos de impuestos (*tax-exempt special savings accounts*, TESSA) y las cuentas de ahorro individuales (*individual savings accounts*, ISA), que son elementos integrantes de la “financiarización” del ingreso de los trabajadores.

La orientación de los bancos comerciales hacia la intermediación de los mercados financieros en Estados Unidos fue confirmada y promovida por la abolición de la Ley Glass-Steagall en 1999, lo cual estuvo en vigor desde la gran crisis del 29 e impedía a los bancos comerciales participar en actividades de banca de inversión. La separación formal de funciones re-

²⁰ Este tema ha suscitado importantes debates sobre la gobernanza de las sociedades anónimas y el “interés de los accionistas”; a ese respecto, véanse Lazonick y O’Sullivan [2000]. Es un debate con una larga historia, originado en parte en la literatura marxista, especialmente Marx [1894], pp. 512-514, y Hilferding [1981], cap. 7; sin embargo, dado que en este artículo centramos nuestra atención en los bancos, no es necesario desarrollarlo en detalle.

flejaba la diferencia inherente a los requerimientos de liquidez y solvencia entre los dos tipos de banca: en lo que respecta a la liquidez, los bancos comerciales se apoyan en una masa de depósitos tipo dinero, mientras que los bancos de inversión piden préstamos considerables en los mercados abiertos. De manera análoga, los bancos comerciales necesitan capital para enfrentar las pérdidas derivadas de los créditos a proyectos productivos, mientras que la banca de inversión necesita, por lo general, menos capital porque invierte en valores que posee durante periodos relativamente cortos.

La mezcla de los dos tipos de banca podría resultar desastrosa, en especial porque los titulares de los depósitos podrían asustarse y retirar sus fondos de los bancos comerciales que han emprendido actividades de banca de inversión. Esa fue una de las causas que contribuyeron a la gran depresión de los años treinta. De una manera similar, que exponemos más adelante, también ha contribuido a la crisis actual.

EXPROPIACIÓN FINANCIERA Y BANCA DE INVERSIÓN: UNA MEZCLA LETAL

La destructiva interacción entre liquidez y solvencia que ha marcado la crisis actual tiene sus raíces en las tendencias antes expuestas. Los bancos comerciales son intermediarios que, en esencia, toman prestado a corto plazo para prestar a largo plazo (se dice que están fuertemente “apalancados”); por lo tanto, necesitan mantener una cantidad razonable de activos líquidos para hacer frente a los retiros de depósitos; además, deben mantener unas entradas constantes de pasivos líquidos para financiar sus propios préstamos; por último, deben poseer un capital propio considerable para hacer frente a las pérdidas sobre los préstamos y para evitar impagos. Esos imperativos

resultan costosos y obligan a los bancos comerciales a caminar sobre el filo de la navaja, entre la liquidez y la solvencia.²¹ La financiarización ha trastornado profundamente ese proceso.

Considérese primero el aspecto de la banca relacionado con los préstamos, o los activos. Para los bancos comerciales, participar en la expropiación financiera significa ante todo otorgar préstamos hipotecarios y créditos al consumo; pero, dado que, por lo general, las hipotecas son a largo plazo, una preponderancia de ellas habría provocado que los balances de los bancos mostraran una falta de liquidez insoportable. La respuesta fue la titulación, es decir, la adopción de las técnicas propias de la banca de inversión. Las hipotecas se emitían, pero no se conservaban en el balance, sino se transferían a sociedades instrumentales (*special purpose vehicles*, SPV) creadas por los bancos y entonces esas sociedades emitían títulos de deuda con respaldo hipotecario.

La solvencia de dichos títulos de deuda era establecida por las instituciones evaluadoras y también estaban garantizados (“mejoramiento del crédito”) por aseguradoras especializadas en los créditos. Una vez vendidos los títulos, los bancos recibían el anticipo original de la hipoteca y podían comprometerse en el otorgamiento de nuevos préstamos. Los pagos de las hipotecas se acumulaban en forma de intereses para los tenedores de los títulos de deuda, mientras todas las demás partes, incluyendo a los emisores de las hipotecas, ganaban comisiones.

²¹ Este tema es tan antiguo como la propia banca y ha sido de interés para la economía política clásica. Steuart [1767], libro IV, parte I, cap. I, por ejemplo, hizo hincapié en la solvencia porque consideraba que los bancos otorgaban préstamos a largo plazo y de muy poca liquidez. Smith [1789], libro II, cap. II, por otra parte, insistió en la liquidez porque consideraba a los bancos como proveedores de fondos que circulaban a corto plazo. El equilibrio lo determinan, en cada periodo histórico, las necesidades de la acumulación, la estructura de las instituciones, las leyes y las prácticas habituales de los bancos.

En consecuencia, para los bancos comerciales, la adopción de las prácticas de la banca de inversión significó transformar los préstamos (para obtener intereses) en intermediación de la circulación de los valores (para ganar comisiones). La titulización se extendió de manera natural a otros activos, tales como adeudos de tarjeta de crédito, préstamos para la compra de automóvil, créditos sobre el valor de la vivienda, etc. En el mismo orden de cosas, los bancos de inversión independientes crearon las obligaciones de deuda colaterales (*collateralised debt obligations*, CDOs) mediante la titulización de una amplia mezcla de activos fundamentales, tales como hipotecas, créditos al consumo, bonos ordinarios e incluso títulos de deuda con respaldo hipotecario. Los bancos parecían haber encontrado una forma de mantener el rubro de los activos de su balance en permanente liquidez, a la vez que de manera constante otorgaban más créditos. A ese maravilloso descubrimiento se le llamó el modelo bancario de “prestar y vender”.

Los bancos comerciales y de inversión habrían podido evitar lo peor si hubiesen sido capaces de no beber ellos mismos el brebaje que preparaban y vendían a los demás; pero, durante la burbuja, los títulos de deuda con respaldo hipotecario daban altos rendimientos y el crédito era barato, por lo que los bancos comenzaron a establecer instrumentos de inversión estructurada (*structured investment vehicles*, SIV), es decir, compañías financieras que acopiaban fondos en el mercado dinerario para comprar activos titulizados, incluidas las obligaciones de deuda colaterales; además, también prestaban (o las establecían) a un gran número de instituciones financieras (entre ellas, los fondos de cobertura) con el mismo fin.

Finalmente, los activos bancarios aumentaron debido a la práctica de la banca de inversión de comerciar con las permutas financieras de incumplimiento crediticio (*credit default swaps*, CDS), las cuales consisten en instrumentos derivados en

Cuadro 8. Derivados sobre créditos fallidos / Permutas de cobertura por riesgos crediticios / cds, monto notional / teórico pendiente de pago (miles de millones de dólares)

<i>Junio 2005</i>	<i>Diciembre 2005</i>	<i>Junio 2006</i>	<i>Diciembre 2006</i>	<i>Junio 2007</i>
10 211	13 908	20 352	28 650	42 850

Fuente: BIS: varios.

los que una parte (el vendedor) promete reembolsar totalmente a la otra parte (el comprador) el valor de cierta deuda básica, siempre y cuando el comprador pague regularmente una prima. Cuando la burbuja llegó a su máxima expansión, el crecimiento de esos instrumentos fue pasmoso (véase el cuadro 8).

Las cds se asemejan a los contratos de seguro y, por lo tanto, parecen ofrecer a los bancos una cobertura para sus activos en expansión, pero también son excelentes vehículos para la especulación si, digamos, la deuda básica es una obligación de una compañía de la que el banco piensa que podría ir a la bancarrota. La especulación se convirtió en el principal propósito del comercio con las cds, contribuyendo a la fuerza destructiva del derrumbamiento. Considérense ahora las implicaciones de tales prácticas para el rubro de los pasivos en los balances de los bancos. Para sostener la expansión mediante la titulización, los bancos necesitaban tener acceso a una liquidez total, es decir, a tomar prestado en el mercado del dinero. Los bancos de inversión independientes encabezaron la tendencia al apoyarse aún más en la emisión de papel en el mercado dinerario, en lo que inevitablemente los siguieron los bancos comerciales.²² Por esa razón, la crisis estalló primero en el mercado del dinero.

Las implicaciones para la solvencia fueron igualmente profundas. Los bancos de inversión han operado tradicionalmente con requerimientos de capital inferiores a los de los bancos comercia-

²² Los bancos japoneses fueron muy afortunados, porque apenas habían comenzado a adoptar las nuevas prácticas cuando estalló la burbuja; por eso mantuvieron un flujo importante de depósitos en comparación con sus activos.

les en virtud de la distinta naturaleza de sus negocios. Durante la burbuja redujeron sus capitales a niveles extremadamente bajos, basados en la falsa creencia de que sus activos en expansión estaban a salvo por razones que exponemos en el siguiente apartado. Esa situación fue muy provechosa mientras duró, pero a fin de cuentas contribuyó a su ruina porque no pudieron hacer frente a las pérdidas que de manera inevitable sufrieron.

Por otra parte, los bancos comerciales mantuvieron ratios de capital en general más elevados, los cuales también son objeto de una regulación rigurosa. Las regulaciones de Basilea I, formalizadas en 1988, estipulaban que los bancos con actividades internacionales debían mantener un capital propio igual a 8% de sus activos como mínimo. Basilea II, que comenzó a definirse a finales de los noventa, permitía a los bancos que utilizaban los métodos modernos de administración de los riesgos (que se exponen en el siguiente apartado) mantener un ratio más bajo si algunos de sus activos tenían un peso de riesgo menor. Las regulaciones tenían como objetivo claro fortalecer la solvencia de los bancos, pero el resultado fue exactamente lo opuesto.

La razón fue que, para los bancos, resulta caro tener capital y, por ello, los bancos comerciales hicieron todo lo posible por evadir las regulaciones, al eliminar activos de sus balances y comerciando con CDS, lo cual reducía el peso del riesgo de sus activos. En consecuencia, Basilea II realmente fomentó la titulización. Al adoptar prácticas propias de la banca de inversión, los bancos comerciales podían hacer rotar en exceso de manera constante su capital y aparentar mantenerse dentro de los límites de la regulación, a la vez que aumentaban sus activos dentro y fuera de sus balances. En ese mundo maravilloso, los bancos parecían garantizar su solvencia, al tiempo que adquirían una mayor liquidez.

Al explotar la burbuja hipotecaria, se hizo evidente que tales prácticas habían provocado una amplia difusión de los pro-

blemas de solvencia para los bancos. A medida que los activos con respaldo hipotecario perdían su valor, los bancos de inversión estadounidenses independientes caían efectivamente en bancarrota debido a sus ratios de capital que eran muy bajos; y los bancos comerciales se vieron en una situación sumamente precaria por el mismo motivo. Peor aún, cuando la crisis se desató, las regulaciones de Basilea obligaron a los bancos a restaurar sus ratios de capital en el momento preciso en que las pérdidas iban en aumento y el capital fresco era sumamente escaso.

Ahora es más fácil ver las raíces del desastre que azotó a la economía mundial: los verdaderos titulares de las hipotecas en Estados Unidos eran trabajadores, con frecuencia los de menores recursos; además, los salarios reales no habían aumentado de manera significativa durante la burbuja, ni siquiera para los asalariados de mayores ingresos, de tal manera que la fuente de valor que en última instancia debía validar tanto las hipotecas como los activos con respaldo hipotecario era de una fragilidad patética. Sobre esa precaria base, el sistema financiero había construido una enorme superestructura de endeudamiento, minando así drásticamente su propia liquidez y solvencia.

Una vez que los impagos de las hipotecas de alto riesgo se declararon seriamente en 2006, los activos titulizados se volvieron muy riesgosos debido a que no podían venderse de manera fácil y, por ende, sus precios declinaron. Para los SIV y los fondos de cobertura, ello significó un empeoramiento de los precios y la calidad de sus activos, impidiéndoles pedir prestado en el mercado dinerario. Enfrentados a la bancarrota, tuvieron que recurrir a los bancos que los habían creado y, como consecuencia, los bancos empezaron a cargar con las pérdidas, viéndose forzados a realimentar su capital y restringir su crédito. Naturalmente, también se volvieron muy renuentes a prestarse unos a otros en el mercado del dinero, restringiendo aún más la liquidez. El temor condujo a la caída de los mercados de

acciones, lo que hizo que la solvencia de los bancos se tornara todavía más precaria. La interacción destructiva de la liquidez y la solvencia llevó a la bancarrota, el colapso del crédito, la disminución de la demanda y la aparición de la recesión.

EL MAL MANEJO DEL RIESGO O ¿CUÁL ES EL PAPEL DE LOS BANCOS EN EL CAPITALISMO FINANCIARIZADO?

El desastroso funcionamiento de los bancos durante la burbuja plantea interrogantes más amplias relacionadas con su papel en el capitalismo financiarizado. Los clásicos del marxismo pensaban que los bancos cumplían una función integradora en la economía capitalista al recopilar información, transferir recursos mediante la sociedad y facilitar la nivelación de la tasa de ganancia;²³ pero la financiarización cambió las cosas de manera drástica.

Resulta claro que los bancos necesitan información acerca de sus prestatarios para evaluar los riesgos y mantener niveles adecuados de capital. La economía dominante sostiene que los bancos adquieren información por métodos cualitativos (“suaves”) y cuantitativos (“duros”):²⁴ los primeros, se basan en un contacto regular con los clientes, relaciones personales, visitas a las instalaciones donde opera el prestatario y la instalación de personal en los consejos de las sociedades; los segundos, implican el análisis de datos cuantitativos sobre las compañías, los mercados y la economía en general.

La apropiación financiera combinada con la banca de inversión ha desplazado el foco de atención de los bancos de los

²³ Lenin [1964], p. 223, pensaba que los bancos se habían convertido en instituciones con un verdadero “carácter universal” en la sociedad capitalista, mientras que Hilferding [1981], p. 368, imaginaba que la economía alemana podía ser controlada por “seis grandes bancos berlineses”.

²⁴ Éstos son términos torpes, pero su significado es claro. Véase Berger y Udell [1995], y Berger, Klapper y Udell [2001].

métodos “suaves”, “de relación”, a las técnicas “duras”, regidas por las estadísticas. De manera específica, para otorgar créditos hipotecarios y al consumo, los bancos han adoptado la “evaluación crediticia”, es decir, técnicas “distantes” de recopilación de datos numéricos (ingresos, edad, activos, etc.) que se traducen en un puntaje individual y pueden ser objeto de manipulaciones estadísticas [Mester, 1997]. El préstamo se otorga siempre y cuando la persona que lo solicita supere cierto umbral; y las hipotecas de alto riesgo eran precisamente créditos para los que éste era bajo.

Los bancos también empezaron a estimar el riesgo de mora de sus activos mediante la aplicación de modelos matemáticos basados en el historial de las tasas de impagos. Tales estimaciones son en gran medida extrapolaciones de tendencias pasadas sometidas a pruebas de estrés dentro de los límites que indican los datos. De igual manera, los bancos aprendieron a aplicar los métodos de valor en riesgo, que se apoyan en correlaciones entre los precios de los activos (estimados históricamente) y la volatilidad (estimada a partir de los precios del mercado de acciones).²⁵

Sobre esa base, los bancos calculan su ingreso diario de riesgo (*daily earnings at risk*, DEAR), es decir, la probabilidad de que el valor de sus activos disminuya por debajo de cierto nivel de un día a otro. De esa forma pueden reajustar la mezcla de sus activos con el fin de situar el DEAR en límites aceptables. Con ese propósito, los activos de los bancos deben reflejar las valoraciones de mercado actuales, más que los precios históricos y, por esa razón, la práctica contable del “ajuste al mercado” ha prevalecido durante la financiarización.

Las técnicas de administración del riesgo con un uso intenso de los modelos computarizados y basadas en la inferencia

²⁵ Para un análisis general, véanse Saunders y Allen [2002], pp. 84-106, y Duffie y Singleton [2003], pp. 31-42.

parecen “duras” y tienen la apariencia de ser científicas, además de que casan bien con las funciones de banca de inversión que han adquirido los bancos comerciales.²⁶ Durante la burbuja se afirmaba universalmente que los bancos se habían vuelto expertos en “rebanar, empaquetar y poner precio” al riesgo. Mediante la titulización, al parecer permitían que quedara en manos de quienes realmente lo querían, aumentando así la estabilidad financiera.²⁷

La administración del riesgo basada en la inferencia puesta en práctica por los bancos ha resultado ser una calamidad. Primero, se basa en precios pasados para calcular correlaciones, lo cual difícilmente funciona en los tiempos de movimientos correlativos sin precedentes de los precios que caracterizan a las crisis. Además, esas técnicas pudieron haber aumentado la homogeneidad de la toma de decisiones de los intermediarios financieros, exacerbando así las oscilaciones de los precios y la inestabilidad general [Persaud, 2002].

De manera más esencial, esas técnicas parecen haber llevado al fracaso del conjunto del sistema financiero en recopilar adecuadamente la información necesaria para evaluar el riesgo.²⁸ Los créditos hipotecarios se otorgaban con base en la “calificación crediticia” y en el entendimiento de que rápidamente serían titulizados. Los valores con respaldo hipotecario eran evaluados por organismos calificadores del crédito paga-

²⁶ Allen y Santomero [1998 y 1999], afirmaban que esos cambios mostraban que la función fundamental de los bancos en el capitalismo contemporáneo consistía en administrar formalmente el riesgo.

²⁷ Huelga decir que ese cambio habría sido imposible si los bancos no hubiesen adoptado masivamente las tecnologías de la información, véanse Lapavitsas y Dos Santos [2008].

²⁸ Decir que ha sido “subestimar el riesgo” es una expresión poco convincente de Goodhart [2008]; el verdadero problema ha sido la incapacidad sistemática para aprehender completamente el riesgo.

dos por los bancos y, por lo tanto, interesados en atribuir excelentes puntajes a los títulos de deuda con el fin de garantizar su rápida venta. Además, su evaluación del riesgo también se desarrollaba con técnicas basadas en la inferencia, con lo que los compradores adquirirían los nuevos títulos con una confianza ciega en que todo estaba en perfecto orden.

En ningún punto del proceso se tuvo la debida y verdadera diligencia con los créditos originales y las titulizaciones subsecuentes. Los bancos se imaginaban que por medio de la titulización estaban transfiriendo el riesgo a otros y, de hecho, simplemente estaban dando otra forma al riesgo mediante los préstamos a los SIV, los fondos de cobertura, etc. Cuando comenzaron las ejecuciones hipotecarias, se hizo evidente la verdadera dimensión del riesgo y los bancos ya estaban en la ruina.

Dicho en otras palabras, la orientación de los bancos hacia la expropiación financiera y la intermediación de los mercados financieros tuvo como resultado la pérdida de capacidad para recabar información y evaluar el riesgo sobre una base “de relación”. Los bancos adquirieron parte de las características del corredor de bolsa y perdieron un poco las del intermediario financiero, lo que ha dificultado la evaluación de la solvencia de los prestatarios de una manera socialmente válida, porque, en una economía capitalista, esa tarea se ha realizado de manera tradicional mediante interacciones que en parte son “de relación” entre los bancos y otras instituciones y los mercados del sistema financiero [Lapavitsas, 2003, cap. 4].

El paisaje que se presenta a los bancos comerciales es lúgubre: ya no son proveedores importantes de finanzas de inversión para las sociedades de capital; su capacidad para recabar información y evaluar el riesgo se ha puesto en entredicho; y su intermediación de las necesidades de los trabajadores ha sido catastrófica; pero, entonces, ¿cuál es su futuro en la economía capitalista? Desde luego, siguen cumpliendo una función vital

en la creación de moneda y la operación de los mecanismos de pago; sin embargo, no se trata de una actividad específica de la banca, otras instituciones podrían encargarse de ella, por ejemplo, el correo. ¿Tienen acaso los enormes bancos del capitalismo financiarizado una función bancaria futura? Este es uno de los problemas más complejos que plantea la crisis actual, y la respuesta está muy lejos de ser obvia. Huelga decir que plantea de inmediato la cuestión de la propiedad y el control público de los bancos, una vieja demanda socialista.

4. LOS ASPECTOS SOCIALES DE LA FINANCIARIZACIÓN.

¿VIVIMOS UNA NUEVA ERA DEL RENTISTA?

Como antes se demostró, la crisis actual es el resultado de la financiarización, que consiste en la transformación sistémica de la economía capitalista, la cual gira en torno al sistema financiero e implica la creación de nuevas fuentes de ganancias. En el resto de este trabajo se llevará el análisis a un contexto más amplio en el que se tomarán en consideración los aspectos sociales y políticos de la financiarización. Uno de ellos es la nueva prominencia adquirida por los rentistas, a quienes se asocia a menudo con las rentas y la riqueza acumuladas por medio del sector financiero y que contribuyeron al notable crecimiento de la desigualdad durante el periodo estudiado. ¿Es la financiarización una nueva era del rentista?; y, si es así, ¿en qué sentido?

En mucho de lo que se escribe sobre la financiarización en los últimos tiempos se supone (a veces tácitamente) que el ascendente del rentista ocioso es una característica del capitalismo contemporáneo.²⁹ Ese es el meollo del enfoque keynesiano,

²⁹ Muy selectivamente, Stockhammer [2004], Crotty [2005], Epstein y Jaydev [2005], Polin [2007], y Orhangazi [2008].

que destaca que el rentista priva al capitalista activo de los fondos que necesita o, bien, los encarece, lo que disminuye el ritmo de la acumulación de capital; sin embargo, el ascenso de los rentistas contemporáneos no puede analizarse correctamente mediante la contraposición del rentista ocioso al capitalista activo.

También la economía política marxista tiene su análisis del rentista, con alguna referencia directa ocasional proveniente del propio Marx;³⁰ sin embargo, el mayor efecto procede del análisis que hace Lenin de los “rentistas parásitos” en su teoría clásica del imperialismo [Lenin, 1964: 276-285]. Lenin tomó la idea de Hobson, el crítico liberal del imperialismo [Hobson, 1938, cap. 4], aunque el grueso de su análisis económico se basa en Hilferding, en cuyo trabajo no hay mención alguna al “rentista parásito”. Hilferding no relacionó las finanzas con los rentistas, sino arguyó, basándose en Marx, que el sistema financiero surge necesariamente de la acumulación real. Con base en la experiencia del capitalismo alemán, tampoco quiso saber nada de la idea de que la acumulación real tropieza con dificultades porque los industriales activos se vean obstaculizados por los rentistas ociosos.

Las ideas marxistas sobre el rentista se basan en el concepto de “capital que devenga interés” (o capital prestable);³¹ sin embargo, a pesar de la importancia de este concepto, el análisis que hace Marx de su origen es ambiguo. En varios pasajes de *El capital*, lo trata como si perteneciera a los capitalistas “dinerarios”, un subconjunto de la clase capitalista.³² Los “capitalistas dinerarios” eluden las complicaciones de la gestión empresarial. En vez de eso, prestan capital a otros y se conforman con un interés, que es una parte de los beneficios futuros. Aunque Marx

³⁰ Por ejemplo, 1894, cap. 22.

³¹ Introducido por Marx en 1894, parte 5.

³² Por ejemplo, 1894, caps. 21- 24.

no usó el término en ese contexto, los capitalistas “dinerarios” son esencialmente rentistas, en contraposición a los capitalistas activos, que piden capital prestado para generar beneficios.

Ahora bien, en otras partes de *El capital*, Marx sugiere que el capital prestable procede del dinero ocioso generado en el curso normal del funcionamiento del capital industrial y comercial.³³ De ello se sigue que el capital prestable no pertenece a un subconjunto específico de la clase capitalista, sino que es constantemente recreado en el curso de la acumulación real. A la vista de esto, la función principal del sistema crediticio es movilizar los fondos ociosos que genera la rotación del capital, transformarlos en capital dinero prestable y encauzarlos de nuevo hacia la acumulación. En concordancia con ello, Hilferding detalla cuidadosamente las fuentes del dinero ocioso y las diferentes y complejas vías por las que se convierte en capital prestable [1981: 70-81].

El enfoque anterior tiene el mérito de zanjar algunas confusiones que rodean el debate actual sobre los rentistas y la financiarización. En primer lugar, la renta de los rentistas que se puede categorizar como contemporáneos no procede meramente de la posesión y préstamo de su capital prestable. Los administradores de fondos especulativos (*hedge funds*), por ejemplo, obtienen normalmente enormes rentas en comisiones, así como una gran proporción de los beneficios anuales. Aunque proceden del uso que se hace del dinero ajeno para especular con los activos financieros, esos ingresos recuerdan las rentas de los terratenientes y toman frecuentemente la forma de activos financieros que producen ganancias de capital y permiten evadir impuestos. Asimismo, los directivos de las empresas obtienen grandes rentas en forma de opciones a la

³³ Por ejemplo, 1885: 165,203, 248-261, 355-359, 423 y 569; y 1894, caps. 30- 32.

compra de acciones y mecanismos financieros similares, frecuentemente disfrazados como salarios. Por último, los contadores, abogados y demás profesionales que proporcionan el apoyo técnico necesario para la titulización y otras transacciones obtienen rentas en pago de sus servicios.

Tales rentas financieras se deben más a la posición y función que tiene en el sistema financiero quien las recibe que a la propiedad de capital dinero prestable o incluso de dinero ocioso. En otras palabras, los rentistas modernos no son simples poseedores de dinero que rehúyan el sucio negocio de la producción. Frecuentemente son, por supuesto, propietarios de capital prestable, pero la posibilidad que tienen de obtener rentas extraordinarias también está mediada por su posición relativa al sistema financiero. A ese respecto, ni siquiera tienen que formar parte del sistema financiero, por ejemplo, como administradores industriales o comerciales.

La limitada relevancia actual del rentista, en cuanto propietario de capital prestable que se enfrenta al capitalista industrial, es más evidente aun en el caso de los inversionistas institucionales. Los fondos de pensiones, compañías de seguro, fondos de inversión, etc., se nutren de dinero ocioso procedente de la renta personal de amplias capas de la población trabajadora. Esos intermediarios se dedican a la inversión financiera con el fin de obtener grandes ganancias para quienes son, en última instancia, los propietarios de los fondos. Por la misma razón, los rendimientos financieros que generan no se distribuyen acto seguido entre un grupo social de rentistas bien delimitado; por el contrario, se paga con ellos a particulares “financiarizados” de todas las clases sociales.

Finalmente, es un error ver en los beneficios agregados de las instituciones financieras una medida de los ingresos del rentista. Las instituciones financieras, sobre todo los bancos, no son parásitos que vivan del flujo de beneficios de los ca-

pitalistas productivos empeñosos. En principio, son empresas capitalistas que ofrecen servicios necesarios en la esfera de la circulación. En consecuencia, están sometidas a la competencia y tienden a ganar la tasa de ganancia promedio. La financiarización las ha reorientado hacia la explotación de la renta personal y la intermediación en el mercado financiero; pero, para analizar todo ello correctamente, hay que evitar considerar los beneficios de las instituciones financieras como una forma del ingreso de los rentistas.

En resumen, la renta, la función y la influencia de los rentistas en la era de la financiarización derivan del desarrollo del sistema financiero. Los rentistas contemporáneos han conseguido extraer unas rentas extraordinarias gracias a su posición en relación con el sistema financiero, así como de la propiedad de capital prestable. Su capacidad para extraer ingresos similares a las rentas mediante distintas técnicas financieras es una consecuencia de la transformación del sistema financiero, antes que su fuerza impulsora. El auge de las finanzas tiene orígenes sistémicos, mientras que sus resultados son mucho más complejos que el que los industriales sean supuestamente exprimidos por los rentistas. Por la misma razón, oponerse a la financiarización no significa apoyar a una industria que trabaja duro en contra de un sector financiero ocioso.

6. CONCLUSIÓN

¿ES LA FINANCIARIZACIÓN UNA NUEVA ERA DEL CAPITAL FINANCIERO?

El último aspecto de la financiarización que también merece un análisis es su analogía con el ascendiente de las finanzas a finales del siglo XIX y principios del XX. Por supuesto, también fue analizado en los debates marxistas clásicos sobre el

imperialismo.³⁴ Hilferding hizo una contribución decisiva al proponer el concepto de capital financiero para reflejar el cambio histórico resultante de la alteración de la relación entre el capital productivo y el bancario [Hilferding, 1981: 225]. Para él, al aumentar la escala de la producción, el capital monopólico industrial depende cada vez más de los bancos monopólicos para su inversión en las finanzas, hasta que uno y otros forman una amalgama en la que los bancos son el elemento predominante. En eso consiste el capital financiero, el cual domina la economía, restringe progresivamente la competencia y “organiza” las cuestiones económicas para que sirvan a sus propios intereses.

El análisis de Hilferding echó los cimientos sobre los que más tarde Lenin edificó su formulación canónica del imperialismo. Bauer ya había señalado que los carteles exigían aranceles muy altos a fin de asegurarse zonas comerciales exclusivas [Bauer, 2000]. Hilferding argumentó que los carteles también exportaban capital dinero a los países menos desarrollados para aprovechar lo bajo de los salarios. Ello representó el fin del capitalismo británico del *laissez-faire*, que fue reemplazado por el capital financiero de Alemania y Estados Unidos. Para contribuir al ascenso del capital financiero, esos países, desarrollados más tarde, se apoyaron en el poder del Estado, fomentaron por lo tanto el militarismo y el imperialismo, así como el consiguiente racismo. La teoría de Lenin ponía más el acento en el monopolio, refiriéndose también a los rentistas parásitos y al nuevo reparto territorial del mundo entre las potencias imperialistas, pero la economía fundamental provenía de Hilferding.³⁵

³⁴ Incluidos Hilferding [1981], Lenin [1964], Luxemburgo [1951 y 2000], y Bujarin [1972].

³⁵ En contraste con Rosa Luxemburgo [1951], que ignoró el capital financiero en su análisis del imperialismo.

Los análisis de Hilferding y Lenin sobre el capital financiero y el imperialismo son obras maestras de la economía política que arrojaron luz sobre el ascendente de las finanzas y sus consecuencias para la economía, la sociedad y la política; sin embargo, dichos análisis perdieron una parte de su fuerza durante el largo auge de la posguerra, debido a que se regularon de manera firme las actividades financieras, el imperialismo de EU relegó a segundo plano sus discrepancias con otras potencias para hacer frente común contra la Unión Soviética y una ola de movimientos de liberación destruyó los viejos imperios. Con todo, el ascenso de la financiarización parece haber inyectado nueva vida a sus análisis. ¿Representa la financiarización una vuelta al capital financiero? La respuesta rápida es que no, pero la analogía arroja luz sobre el periodo actual. Veamos.

Primero, no puede decirse que los bancos y las grandes empresas industriales y comerciales se hayan aproximado entre sí en los últimos decenios ni tampoco hay indicios de que los primeros lleven la voz cantante en sus relaciones con la industria. Como hemos visto, las grandes sociedades anónimas se han distanciado más de los bancos, aunque participen de forma independiente en las actividades financieras. Los bancos buscan beneficios mediante la expropiación financiera de las rentas de los particulares “financiarizados” y con la mediación en los mercados financieros abiertos.

Segundo, la creciente autonomía de las finanzas ha transformado el carácter de los sistemas financieros hasta hacerlos incompatibles con la teoría del capital financiero. Todos los sistemas financieros tienen elementos comunes; sin embargo, el equilibrio entre unos y otros —y, por lo tanto, la perspectiva global del sistema— depende de la fase de desarrollo, la historia, la estructura institucional y el sistema legal y político de cada país. Una distinción típica es la que hay entre el sistema

financiero anglo-americano, basado en el mercado, y el germano-nipón, basado en la banca.³⁶ A grandes rasgos, en el primer tipo de sistemas, el peso de los mercados financieros libres es mayor y los bancos mantienen relaciones más distantes con la industria. En cambio, los sistemas basados en la banca se caracterizan por sistemas de crédito más prominentes y una estrecha relación entre la banca y la industria, como reflejan el frecuente intercambio de personal entre ambas y las participaciones cruzadas de acciones entre una y otra.

La teoría del capital financiero de Hilferding es uno de los primeros análisis de los sistemas financieros basados en la banca. Sostenía implícitamente que, a medida que fuera en aumento el capital financiero, los sistemas financieros se basarían cada vez más en la banca; sin embargo, el aumento de los libres mercados financieros y la nueva orientación bancaria de las últimas décadas hacia la expropiación financiera y la intermediación no concuerdan con esa tendencia, por el contrario, ha habido un cambio mundial hacia los sistemas basados en el mercado, siguiendo el modelo estadounidense, aunque no han desaparecido, ni mucho menos, los que se basan en los bancos.

Tercero, tanto Hilferding como Lenin resaltaron la creación de zonas de comercio exclusivas y el consiguiente surgimiento de imperios territoriales; pero el capitalismo financiarizado no ha producido ese tipo de fenómenos; por el contrario, ha habido presiones para la reducción de los aranceles y la homogeneización del marco institucional del comercio internacional. El proceso ha sido desigual y contradictorio y, como es costumbre, ha implicado la discriminación de los países subdesarrollados. También se ha usado al Estado para crear barreras

³⁶ También usado en la corriente dominante, por ejemplo, Alan y Gale [2001].

al comercio en el mundo desarrollado, sin excluir a EU. Finalmente, se han creado bloques comerciales —la Unión Europea y el NAFTA, sobre todo— pero en general no han sido exclusivos. No ha habido nada comparable con la imposición competitiva de aranceles que caracterizó la época del capital financiero.

Cuarto, la teoría de Hilferding tiene poco qué decir sobre la intervención sistemática del Estado en la esfera financiera, a pesar de su predilección por el capitalismo “organizado”;³⁷ pero el Estado ha sido central para el surgimiento de la financiarización, ya que, por una parte, ha proseguido con la desregulación financiera y, por otra, es el poder que respalda al banco central: mantiene los pasivos de este último con sus propios títulos y los declara de curso legal. Sin el apoyo del Estado, los bancos centrales habrían sido incapaces de intervenir eficazmente en la crisis de la financiarización; y, de manera más general, el Estado se ha establecido como el garante en última instancia de la solvencia de los grandes bancos y de la estabilidad del sistema financiero en su conjunto.

Quinto, la financiarización vino acompañada de la extraordinaria turbulencia del sistema monetario internacional. El oro —el dinero mundial en la época de Hilferding y Lenin— se ha vuelto marginal en el sistema monetario internacional, convertido en reserva de última instancia. A falta de un ancla genuina, el dólar estadounidense se erigió poco a poco en el cuasi dinero mundial. Ya antes se vio que, en los últimos años, los países subdesarrollados fueron obligados a acumular sumas enormes de reservas internacionales, lo cual benefició básicamente a Estados Unidos, porque los países pobres terminaron abasteciéndolo de capital y sosteniendo sus enormes déficit comerciales; pero el país imperialista líder tuvo que pa-

³⁷ Lo mismo aplica en el caso de Bujarin [1972], a pesar de su fuerte posición en el capitalismo “organizado”.

gar un precio a medida que la burbuja de la vivienda crecía y, al reventar, se conducía a la crisis actual.

En resumen, la financiarización no se reduce al dominio de los bancos sobre el capital industrial y comercial; antes bien, significa la creciente autonomía del sector financiero. Los capitales industriales y comerciales pueden pedir prestado en el mercado financiero libre, a la vez que participan ampliamente en las transacciones financieras. Por su parte, las instituciones financieras han buscado nuevas fuentes de rentabilidad en la expropiación financiera y en la banca de inversión. Mientras tanto, los trabajadores recurren cada vez en mayor medida al financiamiento privado para satisfacer sus necesidades básicas, como la vivienda, el consumo, la educación, la salud y los recursos para la jubilación. Hemos vivido un periodo de crecimiento bajo e inestable, de salarios reales estancados y frecuentes burbujas financieras. La crisis actual constituye una gigantesca concatenación de los desequilibrios, tensiones y aspectos explotadores del capitalismo financiarizado que pone de manifiesto la necesidad de una organización económica alternativa libre de crisis y que sirva a los intereses de la clase trabajadora.

BIBLIOGRAFÍA

- Allen, Franklin y David Gale [2001], *Comparative financial systems: A survey*, Wharton: Centre for Financial Institutions, working paper 01-15.
- Allen, Franklin y Antony Santomero [1998], “The theory of financial intermediation”, *Journal of Banking and Finance*, 21: 1461-1485.
- [1999], “What do financial intermediaries do?”, *Journal of Banking and Finance*, 25: 271-294.

- Autor, David; Frank Levy, y Richard Murnane [2003], “The skill content of recent technological innovation: An empirical investigation”, *Quarterly Journal of Economics*, 118, 4: 1279-1333.
- Bauer, Otto 2000 [1906], *The Question of Nationalities and Social Democracy*, Minneapolis, University of Minnesota Press.
- Bear Sterns [2007], *Form 10-Q*, United States Securities and Exchange Commission, http://www.bearsterns.com/includes/pdfs/investor_relations/proxy/3q_10q_07.pdf
- Berger, Allen y Gregory Udell [1995], “Relationship lending and lines of credit in small firm finance”, *Journal of Business*, 68, 3: 351-381.
- Berger, Allen; Leora Klapper, y Groegort Udell [2001], “The ability of banks to lend to informationally opaque small business”, *Journal of Banking and Finance*, 25: 2127-2167.
- Brenner, Robert [1998], “The economics of global turbulence”, *New Left Review*, 1/229/mayo-junio, pp. 1-264.
- Brenner, Robert [2002], *The boom and the bubble: The US in the world economy*, Londres, Verso.
- Bryan, Dick y Mike Rafferty [2007], “Financial derivatives and the theory of money”, *Economy and Society*, 36, 1: 134-158.
- Brynjolfsson, Erik y Lorin Hitt [2000], “Beyond computation: Information technology, organizational transformation and business performance”, *Journal of Economic Perspectives*, 14, 4: 23-48.
- [2003], “Computing productivity: Firm-level evidence”, *MIT-Sloan Working Paper*, 4210-01.
- Bukharin, Nikolai, 1972 [1915], *Imperialism and World Economy*, Londres, Merlin.
- Corbett, Jenny y Tim Jenkinson [1996], “The financing of industry, 1970-1989: An international comparison”, *Journal of the Japanese and International Economies*, 10, 1: 71-96.

- Corbett, Jenny y Tim Jenkinson [1997], “How is investment financed? A study of Germany, Japan, the United Kingdom and the United States”, *Papers in Money, Macroeconomics and Finance, The Manchester School Supplement*, LXV: 69-93.
- Crotty, James [2005], “The neoliberal paradox: The impact of destructive product market competition and “modern” financial markets on nonfinancial corporation performance in the neoliberal Era”, en Epstein Gerry (ed.), *Financialization and the world economy*, Northampton, MA., Edward Elgar.
- Dos Santos, Paulo [2009], “On the content of banking in contemporary capitalism”, *Historical Materialism*, 17(2): 180-213 .
- Duffie, Darrell y Kenneth Singleton [2003], *Credit Risk*, Princeton, Princeton University Press.
- Dumenil, Gerard y Dominique Levy [2004], *Capital resurgent: Roots of the neoliberal revolution*, Cambridge, Mass., Harvard University Press.
- Epstein, Gerald y Arjun Jayadev [2005], “The rise of rentier incomes in OECD Countries: financialization, central bank policy and labor solidarity”, en Epstein Gerry (ed.), *Financialization and the world economy*, Northampton, MA., Edward Elgar.
- Fine, Ben; Costas Lapavitsas, y Dimitris Milonakis [1999], “Analysing the world economy: Two steps back”, *Capital and Class*, 67: 21-47.
- Froud, Julie, Suhav Johal; Andrew Lever, y Karel Williams [2006], *Financialization and strategy: Narrative and numbers*, Londres, Routledge.
- Hilferding, Rudolf, 1981 [1910], *Finance Capital*, Londres, Routledge & Kegan Paul.
- Hobson, John [1938], *Imperialism*, 3^{era} ed., Londres, George Allen & Unwin.

- Glyn, Andrew [2006], *Capitalism unleashed: Finance, globalization and welfare*, Oxford, OUP.
- Goodhart [CAE 2008], “The background to the 2007 financial crisis”, *International Economics and Economic Policy*, 4: 331-346.
- Gordon, Robert [1999], “Has the “New Economy” rendered the productivity slow-down obsolete?”, working paper, Northwestern University, mimeo.
- [2004], “Why was Europe left at the station when America’s productivity locomotive departed?”, working paper 10661, NBER.
- Jensen, Michael y William Meckling [1976], “Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs, and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, 3: 305-60.
- Jorgenson, Dale y Kenneth Stiroh [2000], “Raising the speed limit: US economic growth in the information age”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 125-211.
- Lapavitsas, Costas [2000], “On Marx’s analysis of money hoarding in the turnover of capital”, *Review of Political Economy*, 12 (2): 219-235.
- Lapavitsas, Costas [2003], *Social Foundations of Markets, Money and Credit*, Routledge, Londres.
- [2007], “Information and trust as social aspects of credit”, *Economy and Society*, 36 (3): 416-436.
- y Paulo dos Santos [2008], “Globalization and contemporary banking: On the impact of new technology”, *Contributions to Political Economy*, 27: 31-56.
- Lazonick, William y Mary O’Sullivan [2000], “Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance”, *Economy and Society*, 29 (1): 13-35.
- Lenin, Vladimir, 1964 [1916], “*Imperialism, the highest stage of capitalism*”, *Collected Works*, vol. 22, Moscú, Ed. Progreso.

- Luxemburg, Rosa, 1951 [1913], *The Accumulation of Capital*, Londres, Routledge & Kegan Paul.
- MacKenzie, Donald [2003], “Long-Term capital management and the sociology of arbitrage”, *Economy and Society*, 32 (3): 349-380.
- [2004], “The big, bad wolf and rational portfolio insurance, the 1987 crash and the performativity of economics”, *Economy and Society*, 33 (3): 303-334.
- y Yuval Millo [2003], “Constructing a market, performing theory: The historical sociology of a financial derivatives exchange”, *American Journal of Sociology*, 109 (1): 107-145.
- Marx, Karl 1991 [1861-3], *Karl Marx and Frederick Engels: Collected Works*, vol. 33, Londres, Lawrence and Wishart.
- , 1976 [1867], *Capital*, vol. I, Londres, Penguin/New Left Review.
- , 1978 [1885], *Capital*, vol II, Londres, Penguin/New Left Review.
- , 1981 [1894], *Capital*, vol. III, Londres, Penguin/New Left Review.
- Mester, Loretta [1997], “What is the point of credit scoring?”, *Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review*, septiembre-octubre, pp. 3-16.
- Mishkin, Frederic [2008], “The Federal Reserve’s Tools for Responding to Financial Disruptions”, ponencia presentada para la *tuck global capital markets conference*, Tuck School of Business, Dartmouth College, Hanover, New Hampshire, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/mishkin20080215a.htm>
- Oliner, Stephen y Daniel Sichel [2000], The resurgence of growth in the late 1990s: Is information technology the story?”, *Journal of Economic Perspectives*, 14 (4): 3-22.
- [2002], “Information technology and productivity: Where are we now and where are we going?”, *Economic*

- Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, Third Quarter, pp. 15-44.
- Orhangazi, Ozgüür [2008], “Financialization and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation of the US economy, 1973-2004”, *Cambridge Journal of Economics*, Advanced Access Published, 9 de abril de 2008, doi: 10.1093/cje/ben609.
- Painceira, Juan Pablo [2009], “Developing countries in the era of financialisation: From deficit accumulation to reserve accumulation”, *Historical Materialism*, 17 (2).
- Papadatos, Dimofanis [2009], “Central banking in contemporary capitalism: Monetary policy and its limits”, *Historical Materialism*, 17 (2).
- Persaud, Avinash [2002], “Liquidity black holes”, UNU-WIDER, DP 2002/31.
- Pollin, Robert [2007], “Resurrection of the rentier”, *New Left Review*, 46:140-153.
- Rodrik, Dani [2006], “The social cost of foreign exchange reserves”, *International Economic Journal*, 20 (3): 253-266.
- Ross, Stephen [1973], “The economic theory of agency: The principal’s problem”, *American Economic Review*, 63: 134-9.
- Saunders, Anthony y Linda Allen [2002], *Credit risk measurement*, Nueva York, John Wiley & Sons.
- Smith, Adam, 1950 [1776], *The wealth of nations*, 6^{ta}. ed., Londres, Methuen.
- Steuart, James, 1995 [1767], “Principles of political economy”, en *Collected Works of James Steuart*, Londres, Routledge/Thoemmes.
- Stockhammer, Engelbert [2004], “Financialisation and the slowdown of accumulation”, *Cambridge Journal of Economics*, 28: 719-741.

- Toporowski, Jan [2000], *The end of finance: Capital market inflation, financial derivatives and pension fund capitalism*, Londres, Routledge.
- Triplett, Jack y Barry Bosworth [2001], “What’s new about the new economy? IT, economic growth and productivity”, *International Productivity Monitor*, 2: 19-30.
- Triplett, Jack y Barry Bosworth [2003], “‘Baumol’s disease’ has been cured: IT and multifactor productivity in the US services industries”, *Brookings Economics Papers*, septiembre.
- UNCTAD [2006], *World Investment Report*, United Nations, Nueva York y Ginebra.
- World Bank [2006], *Global Development Finance*, Washington, D.C.