

## VII

# EL CONTEXTO DE LA ACUMULACIÓN FINANCIARIZADA

### El análisis histórico de la financiarización

La financiarización es el resultado de los procesos históricos que se han dado en el mundo desde los años setenta; representa un periodo de cambio del modo de producción capitalista que conlleva una transformación sistémica de las economías avanzadas con profundas implicaciones para los países en vías de desarrollo y debe ser examinada adecuadamente en estos términos. Las finanzas se han expandido al terreno de la acumulación doméstica, redeterminando así de nuevo los términos de la extracción de ganancias y la jerarquía de las relaciones entre países.

Algunos de los enfoques discutidos en el capítulo 2 comparten la visión —de forma implícita o explícita— de que la financiarización representa una transformación del modo capitalista de producción. El análisis de un periodo exige, sin embargo, ciertas particularidades y plantea dificultades características. No se puede tratar como una mera concatenación de hechos históricos ni de patrones de cambio social, ya que entonces estaríamos hablando o bien del estudio de la historia, o bien de un análisis concreto de las formaciones sociales. De la misma manera, no se puede tratar de una discusión abstracta de la evolución de las relaciones de la acumulación capitalista, ya que entonces se perdería gran parte de la especificidad característica de las etapas de desarrollo histórico. Por necesidad, el análisis de un periodo debe situarse en un punto intermedio, debe partir de unas preocupaciones teóricas y al mismo tiempo integrar sistemáticamente y de modo consistente los fenómenos históricos con la teoría.

El análisis de etapas tomó forma en la teoría clásica marxista a principios del siglo XX con el análisis del imperialismo, resumido en los capítulos 2 y 3<sup>1</sup>. El análisis de Lenin, en particular, fue explícitamente

---

<sup>1</sup> La bibliografía sobre la periodización del capitalismo durante las décadas recientes ha estado dominada por los conceptos de fordismo y postfordismo, sugeridos por la Escuela francesa de la Regulación, no ha surgido sin embargo ninguna visión que haya prevalecido entre los marxistas o los radicales en general. Un excelente recopilatorio de las visiones contemporáneas es el de Robert Albritton *et al.* (eds), *Phases of Capitalist Development: Booms, Crisis and Globalizations*, Nueva York, Palgrave, 2001.

una teoría sobre la sucesión de distintas etapas a lo largo del desarrollo del capitalismo: el capitalismo *laissez-faire*, el capitalismo monopolista y el capitalismo imperialista. Su teoría sobre el imperialismo se basaba en las tendencias fundamentales de la acumulación capitalista, a la vez que incorporaba desarrollos históricos importantes. Basándose en Hilferding, Lenin relacionó el imperialismo con el auge de los monopolios, el surgimiento del capital financiero y la exportación de capital de las metrópolis a la periferia, lo que acabó generando unas específicas relaciones de explotación entre los distintos países en el mercado mundial<sup>2</sup>.

En esta línea, el análisis teórico propuesto en el capítulo 2 ha situado las raíces de la financiarización en los procesos moleculares de la acumulación capitalista, es decir, en la alteración de la conducta de las empresas, los bancos y los trabajadores. Las operaciones financieras de los capitales monopolistas (las sociedades por acciones multinacionales) han sido fundamentales para la transformación estructural que representa la financiarización. Los capitales monopolistas contemporáneos dependen de las ganancias no distribuidas para financiar la inversión; y cuando necesitan financiación externa, pueden obtenerla en los mercados abiertos, lo que les ha llevado a desarrollar habilidades financieras. Hilferding afirmó que a lo largo del desarrollo capitalista los capitales monopolistas dependen cada vez más de los bancos para financiar la inversión fija, lo cual da lugar al capital financiero pero en las condiciones contemporáneas esto ya no se sostiene.

También fundamental, para el proceso de financiarización, ha sido la alteración de la conducta de los bancos, lo que incluye su dedicación a la intermediación y el comercio en los mercados financieros abiertos así como su dedicación a los préstamos y al manejo de los activos financieros de particulares. Sin embargo, quizás el aspecto más sorprendente ha sido la alteración de la conducta de los particulares —y de los hogares, en general—, que se han visto arrastrados al ámbito de las finanzas formales

---

<sup>2</sup> Nótese que Uno propuso una periodización del capitalismo que se basa en Hilferding y Lenin, pero también contiene rasgos importantes distintivos. Kozo Uno propuso que las etapas del capitalismo eran: el mercantilismo, el liberalismo y el imperialismo; dominadas respectivamente por el capital mercantil, industrial y financiero. Cada etapa ha estado caracterizada por un conjunto distinto de relaciones entre el capital y el Estado, lo que ha llevado a distintas políticas económicas. Uno era plenamente consciente que la atención excesiva que Hilferding prestó a los fenómenos económicos alemanes y austriacos y, por eso, sugirió que el capital financiero tomó distintas formas en EEUU y Reino Unido, en comparación con Alemania. Sin embargo, según Uno, la fuerza motriz del «estado» imperialista fue la enorme cantidad de inversión fija que llevó a las empresas no industriales a depender de los bancos. La periodización del capitalismo de Uno fue parte de su aproximación teórica general a la economía política que dividía el análisis del capitalismo entre la teoría pura, la teoría de estadios y el estudio empírico concreto; la teoría pura del capitalismo refleja el periodo de liberalismo. Basándose en este análisis fundamental, Sekine ha llegado incluso a argumentar que la sociedad contemporánea ha superado al capitalismo. Véase K. Uno, *Keizai Seisakuron*, Tokio, Kobundo Shobo, 1936; Thomas Sekine, *The Dialectic of Capital*, Tokio, Toshindo, 1986

para dar y pedir crédito. Es igualmente importante destacar que, dada la transformación de la acumulación doméstica en los países capitalistas maduros, la financiarización ha traído consigo nuevas relaciones en el mercado mundial. Específicamente, la financiarización internacional ha tomado una forma subordinada en algunos países en vías de desarrollo que pivota en torno al papel del dinero mundial y que ha implicado su participación en la exportación de capitales. Aun así, la financiarización no ha venido acompañada del establecimiento de barreras comerciales de importancia, ni de imperios formales.

Sin embargo, una aproximación teórica a la financiarización como periodo de cambio y de desarrollo del capitalismo debe ser examinada y contrastada empíricamente si quiere tener relevancia. La guía a seguir es el trabajo de Lenin, que se basó por completo en los datos empíricos y vinculó su aproximación al materialismo dialéctico. Según Lenin, el desarrollo progresivo de un análisis en las ciencias sociales no debe basarse exclusivamente en la lógica interna de los conceptos teóricos, sino que debe incluir los desarrollos empíricos; de otra forma, el análisis corre el riesgo de desaparecer en la magnificencia de sus propias construcciones<sup>3</sup>.

Además, una aproximación teórica a la financiarización debe incluir explícitamente el desarrollo de las instituciones, de los conflictos políticos, de los sistemas legales, de las ideologías y de las actitudes culturales durante el periodo relevante. Trotsky, en un breve artículo en el que critica la teoría de las ondas largas del desarrollo capitalista de Kondratiev, ofreció una perspectiva marxista ejemplar sobre la interacción entre las fuerzas económicas y no económicas a lo largo de las distintas etapas históricas del desarrollo capitalista<sup>4</sup>. Según Trotsky, la acumulación capitalista siempre se da dentro de un «canal» que toma su forma a partir de las condiciones «externas», es decir, de las condiciones institucionales, políticas, legales, ideológicas y culturales, entre otras. Estas condiciones «externas» son vitales para determinar la evolución a largo plazo de la acumulación capitalista. La economía política debe especificar las condiciones «externas» de forma explícita si quiere comprender la dirección y los cambios de la acumulación, especialmente cuando se trata de un contexto de crisis y de cambio histórico. Esta idea resulta crucial para el análisis de la financiarización.

Los capítulos 7, 8 y 9 examinan la trayectoria «básica» de la acumulación en EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido, considerando las regularidades empíricas en el comportamiento de las empresas no financieras, los bancos y los hogares. Se integran algunas tendencias históricas

---

<sup>3</sup> Un argumento que Lenin hace de forma indirecta pero con fuerza en sus notas al margen del texto de Bujarin, *The Economics of the Transformation Period*.

<sup>4</sup> Leon Trotsky, «The Curve of Capitalist Development», *Fourth International*, núm. 2:4, 1941.

en la trayectoria «básica» de la acumulación en estos países avanzados, las cuales tienen que ver, entre otras, con la tecnología, los modelos de organización del trabajo, la especialización doméstica e internacional, e incluso los cambios en la vida de los hogares. Tras examinar la trayectoria «básica» de acumulación, parecerá obvio que la financiarización presenta variaciones. No hay nada sorprendente en este resultado: la financiarización es un producto de cambios históricos y, por tanto, sin duda, refleja el «canal» específico de la acumulación dentro del que tiene lugar. De este modo, en los capítulos 7, 8 y 9 se discute también sobre el «canal» de la acumulación en EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido, considerando brevemente los desarrollos institucionales, legales e incluso ideológicos, particularmente aquellos relacionados con la intervención del Estado en la economía.

Por ser más concretos, en términos históricos la financiarización surgió en los años setenta, después de un periodo de crecimiento excepcional y de aumento de los ingresos que vino tras la Segunda Guerra Mundial. El largo *boom* de posguerra fue distinto al periodo del imperialismo que condujo a la Primera Guerra Mundial y acabó en la Segunda Guerra Mundial. Se abolieron los imperios formales, la producción y el consumo de masas dominaron la economía doméstica, se reguló la demanda agregada, se limitaron las exportaciones de capital, los controles prevalecieron en las finanzas domésticas e internacionales y, sobre todo, el dinero mundial fue de nuevo vinculado al oro a través de los Acuerdos de Bretton Woods. Durante el largo *boom*, el crecimiento en los países capitalistas maduros fue, en general, vigoroso, y los ingresos reales de los trabajadores, entre otros, siguieron una tendencia ascendente.

El periodo de la financiarización ha estado marcado, en cambio, por un crecimiento débil e incierto en los países capitalistas maduros que se ha visto interrumpido por repetidas crisis económicas, aunque ninguna tan severa como la que empezó en 2007. La base material de la acumulación ha estado condicionada por el profundo cambio tecnológico en el procesamiento de la información y en las telecomunicaciones. Por otro lado, el marco institucional, legal, político e ideológico ha sido en gran parte determinado por las políticas neoliberales que han reemplazado al keynesianismo de los años de la posguerra. El neoliberalismo ha proporcionado la ideología al periodo de la financiarización, el paraguas bajo el que se refugió el ascenso de las finanzas. La financiarización se ha basado en la desregulación sistemática de los mercados laborales y del sistema financiero, ambas implementadas deliberadamente por el Estado. La financiarización habría sido impensable sin la intervención sistemática del Estado en la economía y esta ha ganado efectividad gracias al control ejercido sobre la moneda doméstica a través de las operaciones del banco central.

De forma congruente, el siguiente apartado de este capítulo esboza la trayectoria de la acumulación en los países maduros considerando tres tendencias. La primera es la caída de la tasa de crecimiento del PIB en los países maduros, que también ha sido fuertemente cíclica. Durante el periodo de financiarización, la acumulación capitalista ha carecido, en general, de dinamismo y ha dado lugar a repetidas crisis. La segunda tendencia es la debilidad del crecimiento de la productividad lo que significa dificultades constantes para abrir nuevos ámbitos de inversión que podrían haber sostenido el crecimiento del PIB y de los ingresos. La tercera es la pérdida de terreno del trabajo frente al capital, en parte por culpa del cambio tecnológico y regulatorio, y en parte por la presión del elevado desempleo. La pérdida de terreno del trabajo ha supuesto que la distribución de la renta cambiara en favor del capital en el curso de la financiarización. Sobre esta base, el «canal» de la acumulación y el papel de la intervención del Estado en la financiarización de las economías capitalistas maduras se discute con mayor detalle en las siguientes páginas. El enfoque se dirige a los bancos centrales que se han situado como la principal institución pública de la política económica en el capitalismo financiarizado.

### **La trayectoria de la acumulación a lo largo de la financiarización: tendencias características**

El análisis empírico de este apartado, como el realizado en gran parte del libro, se refiere a los cuatro países capitalistas avanzados que lideraron el periodo de financiarización: EEUU, Japón, Alemania y el Reino Unido<sup>5</sup>. El gráfico 1 ofrece una idea general del peso relativo de la acumulación capitalista en cada país al comparar la proporción de cada uno sobre el PIB agregado del grupo durante el periodo de financiarización.

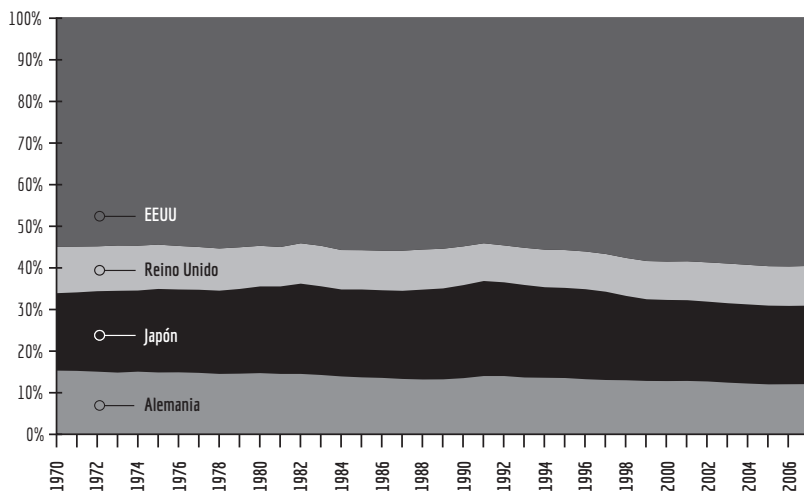
No ha habido cambios importantes en las posiciones relativas: EEUU ha seguido siendo dominante, e incluso aumentó su liderazgo en comparación con el resto desde principios de la década de 1990; Japón, por otro lado, ha entrado relativamente en declive durante ese mismo periodo; Alemania, cuya economía es mucho más pequeña que las dos anteriores, ha estado también en relativo declive desde principios de

---

<sup>5</sup> Cualquier selección de países habría sido arbitraria. Sin embargo, los cuatro países que finalmente se escogieron ofrecen algunas ventajas. EEUU, Japón y Alemania son los mayores países capitalistas avanzados. A pesar de que el PIB de China rebasara al de Japón y Alemania a finales de los años dos mil, China no ha pasado todavía a ser un país capitalista desarrollado. Francia podría haberse incluido fácilmente en el grupo, pero añadiría una complejidad que no habría mejorado sustancialmente el contenido del análisis. Finalmente, los sistemas financieros de los cuatro países seleccionados pueden clasificarse de forma natural entre aquellos basados en la banca y aquellos basados en el mercado, lo que nos ofrece una mayor comprensión de la financiarización.

los años setenta; Reino Unido ha permanecido por detrás de Alemania durante todo el periodo.

GRÁFICO 7.1. PROPORCIONES RELATIVAS DEL PIB, 1970-2007; EEUU, JAPÓN, ALEMANIA, REINO UNIDO; A PRECIOS CONSTANTES Y PARIDADES DEL PODER ADQUISITIVO CONSTANTES



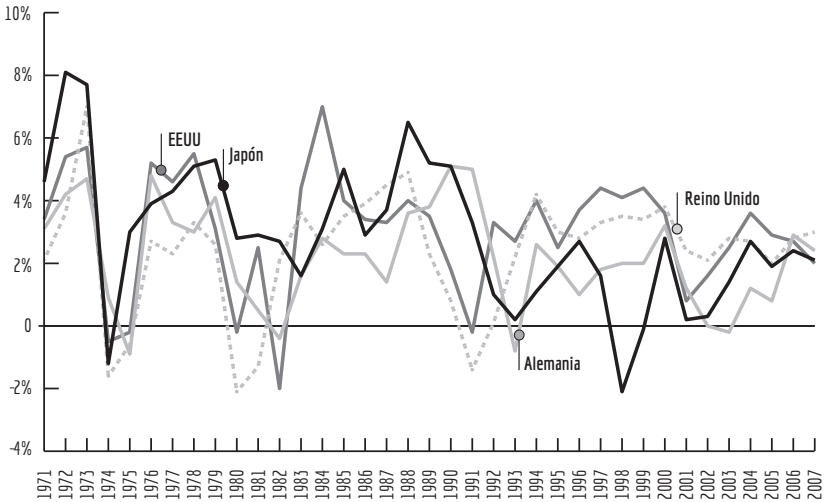
Fuente: Cálculos hechos por el autor basándose en la base de datos de la OCDE. Los datos del PIB son estimaciones de la OCDE para Alemania en 1970-1990, Japón 1970-1993 y Reino Unido 1970-1979.

El desafío a la posición de EEUU como principal espacio de acumulación del mundo no ha venido de dentro del grupo, sino de los inesperados centros de mando chinos. Si se hubiera incluido a China en los gráficos, su proporción en 2007 habría sido similar a la de Japón, aunque esta habría sido insignificante en 1970. El surgimiento de un capitalismo dinámico en China ha sido importante para dar forma a los parámetros internacionales de la financiarización, pero no ha liderado el ascenso de las finanzas ni la transformación asociada de los países maduros. Habría sido engañoso incluir a China en el análisis empírico de las tendencias de la financiarización durante las últimas cuatro décadas. La importancia de China en la financiarización está en gran medida relacionada con el papel del dólar como moneda mundial y la acumulación de reservas de moneda mundial por parte del Estado chino, tal y como se discute en el capítulo 8.

## Un menor crecimiento del PIB, crisis repetidas, un desempleo mayor y cambios en la fuerza de trabajo

Los primeros datos empíricos sobre la trayectoria de la acumulación durante el periodo de financiarización son las tasas anuales de crecimiento del PIB, mostradas en el gráfico 2.

GRÁFICO 7.2. TASAS DE CRECIMIENTO ANUALES DEL PIB REAL (1970-2007) EN EEUU, JAPÓN, ALEMANIA Y REINO UNIDO



Fuente: Base de datos de la OCDE.

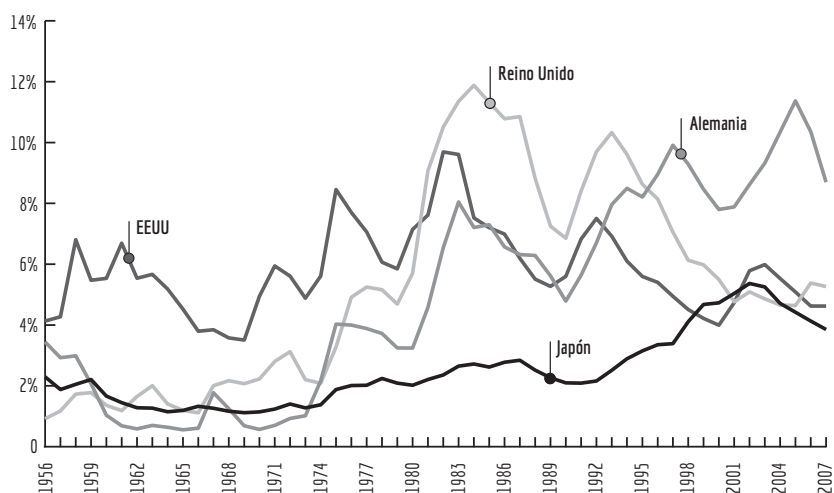
Nota: La tasa de crecimiento anual se calcula usando el método logarítmico. Para Japón, el PIB de 2005 fue estimado usando las Cuentas Nacionales Trimestrales de la OCDE.

Los patrones de crecimiento de las cuatro economías han estado ampliamente sincronizados, lo cual refleja probablemente sus estrechos vínculos comerciales y los flujos de capital entre ellos. Una mirada más atenta indica que las tasas de crecimiento han convergido hacia una media menor durante este periodo; esto evidencia preliminarmente una pérdida relativa de dinamismo en la acumulación en el curso de la financiarización. Más aún, este periodo ha estado caracterizado por el comportamiento cíclico, con cuatro caídas claras: la crisis de 1973-1975, la de 1980-1982, la de 1990-1992 y la de 2000-2002. Los años posteriores a 2007 suponen otra crisis importante que no se muestra en el gráfico 2, pero que se discute con detalle en el capítulo 9 en tanto crisis estructural de la financiarización. Debería destacarse que, sin embargo, han seguido existiendo diferencias significativas en la evolución del crecimiento de los cuatro países. La acumulación ha

seguido reflejando los rasgos específicos de cada país, como se demuestra claramente con Japón, el único de los cuatro países que ha pasado por una crisis importante en la segunda mitad de la década de 1990. La especificidad de la acumulación y la importancia de los rasgos institucionales particulares de cada país en la trayectoria y en el patrón de la acumulación han surgido con fuerza a lo largo de la crisis de 2007.

En resumen, la financiarización ha estado marcada por una caída gradual en la trayectoria de la acumulación, que a su vez ha sido interrumpida por repetidas crisis en los cuatro países. La otra cara de la evolución del crecimiento ha sido un cambio al alza de la tasa de desempleo. Haciendo abstracción de las fluctuaciones cíclicas, el gráfico 3 indica que en general el desempleo ha aumentado progresivamente en los años noventa y dos mil, en comparación con los años setenta.

GRÁFICO 7.3. TASAS DE DESEMPLEO EN EEUU, JAPÓN, ALEMANIA Y REINO UNIDO



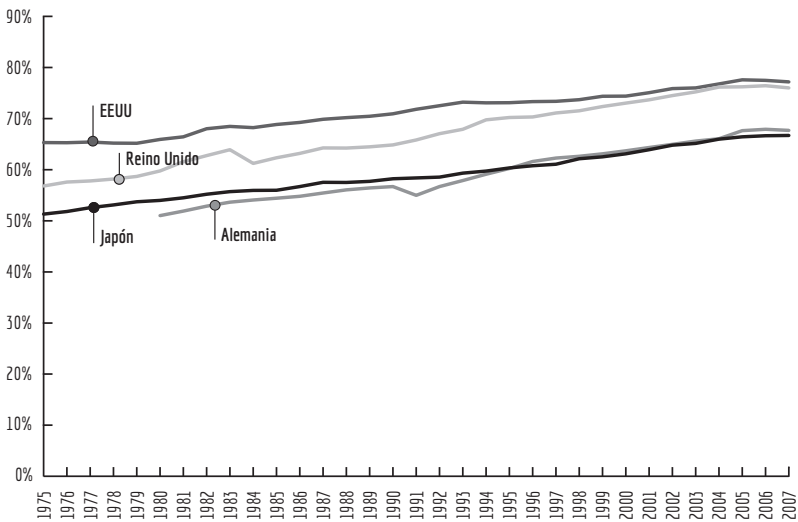
Fuente: Base de datos de la OCDE. La tasa de desempleo se define como porcentaje de la población civil activa.

Las causas del debilitamiento del crecimiento, de las repetidas crisis y del aumento del desempleo a lo largo del curso de la financiarización no son evidentes de inmediato ni tampoco fáciles de establecer. Un factor que podría haber dado esa forma a la trayectoria «básica» de la acumulación en los cuatro países es el cambio a largo plazo en la composición tanto del producto final, como de la fuerza de trabajo. En pocas palabras, el sector servicios, que ya era relevante, ha pasado a ser todavía más importante en las cuatro economías.



El gráfico 4 muestra un crecimiento estacionario del empleo en el sector servicios como proporción de la fuerza de trabajo total. La tendencia se remonta al menos a los años cincuenta y no es, por tanto, específica de la financiarización. Sin embargo, los datos no dejan lugar a dudas: el capitalismo financiarizado es, principalmente y cada vez más, una economía de servicios. El gráfico 4 indica también que tanto Japón como Alemania han mantenido una proporción más significativa de empleo en otros sectores, en consonancia con una fortaleza mayor de su sector secundario (mayoritariamente industrial). Este es un primer indicio de que la diferencia histórica entre el capitalismo anglo-americano y el japonés-alemán no ha desaparecido con la financiarización.

GRÁFICO 7.4. EMPLEO EN EL SECTOR SERVICIOS COMO PROPORCIÓN DE LA FUERZA DE TRABAJO EN EEUU, JAPÓN, ALEMANIA Y REINO UNIDO



Fuente: Datos de la OCDE.

Nota: Alemania dispone de datos solo desde 1980.

Junto con este cambio de composición en favor de los servicios, hay dos aspectos más sobre la transformación de la fuerza de trabajo asociados a la financiarización que deben mencionarse. El primero es la desregulación sistemática del mercado de trabajo a partir de los años setenta y el crecimiento del trabajo temporal y del trabajo femenino<sup>6</sup>. El segundo es la completa transformación de la

<sup>6</sup> La bibliografía sobre la participación de las mujeres en el mercado de trabajo y la expansión del trabajo a tiempo parcial es extensa y tiene muchas dimensiones. A fin de considerar el empeoramiento de las condiciones en el momento en el que el trabajo a tiempo completo disminuía y la participación femenina pasaba a ser cada vez más pronunciada, véase Jill Rubery, «Part-Time Work: A Threat to

tecnología, concretamente la introducción de la inteligencia artificial y de las rápidas telecomunicaciones; su impacto en las prácticas laborales ha sido muy fuerte y ha conllevado el predominio de nuevas cualificaciones en el proceso de trabajo<sup>7</sup>. Además, las tecnologías de la información han permitido el trabajo fuera del horario laboral y han estimulado la vuelta del trabajo a destajo y subcontratado. Parece que durante los años de la financiarización se ha producido un cambio en el equilibrio entre el trabajo remunerado y el no remunerado en favor del segundo<sup>8</sup>. En términos marxistas estándar, la financiarización ha venido acompañada probablemente de la intensificación del trabajo, así como del aumento del trabajo no remunerado. La intensificación

---

Labour Standards», en J. O'Reilly y C. Fagan (eds.), *Part-Time Prospects: An International Comparison of Part-Time Work in Europe, North America and the Pacific Rim*, Nueva York, Routledge, 1998; y Jill Rubery, Mark Smith y Colette Fagan, «National Working-Time Regimes and Equal Opportunities», *Feminist Economics*, núm. 4:1, 1998, pp. 71-101. Para un análisis de la intensificación de las condiciones de explotación mientras prevalecían estas tendencias, véase Rosemary Crompton y Fiona Harris, «Explaining Women's Employment Patterns», *British Journal of Sociology*, núm. 49:1, 1998, pp. 118-36. Irene Bruegel y Diane Perrons también confirman el empeoramiento de las condiciones de trabajo para las mujeres siempre y cuando prevaleciera el empleo flexible en «Deregulation and Women's Employment: The Diverse Experiences of Women in Britain», *Feminist Economics* 4:1, 1998, pp. 71-101. Susan Himmelweit, por otro lado, ha analizado con más detalle el equilibrio entre el trabajo femenino remunerado y el no remunerado en un momento de aumento del empleo femenino («The Discovery of "Unpaid Work"», *Feminist Economics*, núm. 1:2, 1995). Para una perspectiva global de la interacción entre el empleo a tiempo parcial y la entrada de la mujer como fuerza de trabajo, véase Guy Standing, «Global Feminization Through Flexible Labor», *World Development*, núm. 17:7, 1989; y Guy Standing, «Global Feminization Through Flexible Labor: A Theme Revisited», *World Development*, núm. 27:3, 1999.

<sup>7</sup> Hay bastante bibliografía de la corriente dominante que argumenta que las nuevas tecnologías han alterado la naturaleza del trabajo al añadir activos organizativos intangibles al proceso de producción; véase Erik Brynjolfsson y Lorin Hitt, «Beyond Computation», *Journal of Economic Perspectives*, núm. 14:4, 2000; Brynjolfsson y Hitt, «Computing Productivity», MIT-Sloan Working Paper núm. 4210-01, 2003; Brynjolfsson, Hitt, y Shinkyu Yang, «Intangible Assets», *Brookings Papers on Economic Activity*, Macroeconomics, vol. 1, 2002; Timothy Bresnahan, Brynjolfsson, y Hitt, «Information Technology, Workplace Organization, and the Demand for Skilled Labor: Firm-Level Evidence», *Quarterly Journal of Economics*, núm. 117:1, 2002; Marshall Van Alstyne y Brynjolfsson, «Global Village or Cyber-Balkans», *Management Science*, 2004. Otros han analizado el cambio en la composición de las cualificaciones necesarias a causa de las nuevas tecnologías, incluso las de la banca; véase David Autor, Frank Levy, y Richard Murnane, «The Skill Content of Recent Technological Innovation», *Quarterly Journal of Economics*, núm. 118:4, 2003. Hay una superposición evidente con el debate paralelo, e incluso anterior, sobre el impacto de las nuevas tecnologías en el crecimiento de la productividad que se resume más adelante; véase, por ejemplo, Paul A. David, «The Dynamo and the Computer», *American Economic Review*, núm. 80:2, 1990; Timothy Bresnahan y Manuel Trajtenberg, «General Purpose Technologies: "Engines of Growth?"», NBER Working Paper núm. 4148, 1992; y Roy Radner, «The Organization of Decentralized Information Processing», *Econometrica*, núm. 61:5, 1993

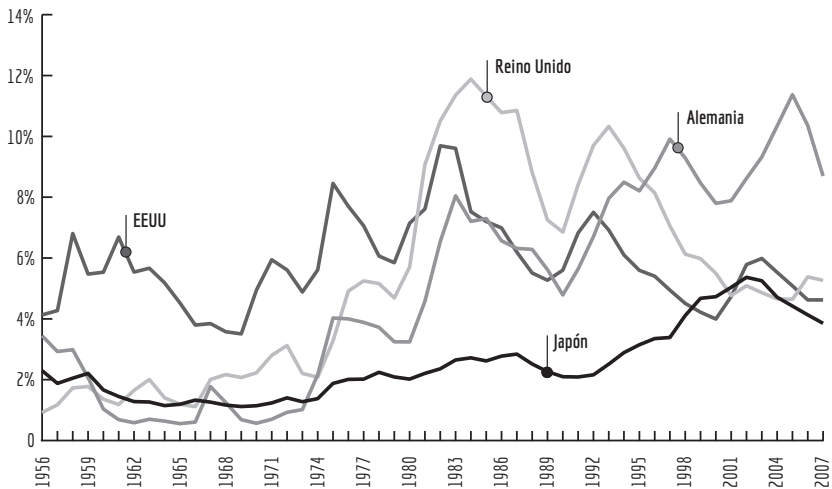
<sup>8</sup> Dentro de la tradición marxista, la teoría del proceso laboral —que se remonta al menos a Harry Braverman (*Labor and Monopoly Capital*, Nueva York, Monthly Review Press, 1974)— ha analizado el equilibrio entre el trabajo y el capital en el puesto de trabajo para establecer cambios en los patrones de explotación y la pérdida de cualificación del trabajo. A finales de los años setenta ya se demostró que la introducción de nuevas tecnologías llevaba a la pérdida de cualificación del trabajo, pero también a un nuevo equilibrio del poder en el área de producción, dado que el trabajo resistía y descubría nuevas maneras de enfrentarse a la administración. Véase Richard Edwards, *Contested Terrain: The Transformation of the Workplace in the Twentieth Century*, Nueva York, Basic Books, 1979; y Michael Burawoy, *Manufacturing Consent: Changes in the Labor Process Under Capitalism*, Chicago, University of Chicago Press, 1979. Sin embargo, Juliet Schor estimó que durante las últimas dos décadas en EEUU las horas de trabajo han aumentado en cantidad equivalente a un mes por año. Véase Juliet Schor, *The Overworked American: The Unexpected Decline of Leisure*, Nueva York, Basic Books, 1992.

causada por las nuevas tecnologías fue seguramente una razón importante de la desafección hacia el trabajo en los países desarrollados, junto con la pérdida de capacidad de elección sobre el empleo<sup>9</sup>.

## El débil crecimiento de la productividad

Sin embargo, la transformación de la fuerza de trabajo y la adopción de nuevas tecnologías en los países maduros no ha producido aumentos sostenidos y rápidos de la productividad del trabajo. Este es uno de los aspectos más prominentes de la financiarización como periodo histórico del desarrollo del capitalismo. Considérese, primero, la evolución de los niveles de la productividad del trabajo que se muestran en el gráfico 5. EEUU ha seguido estando por encima de los otros países, aunque Alemania y Japón han convergido gradualmente; el Reino Unido, en cambio, ha quedado definitivamente rezagado. En los cuatro países, se ha producido un crecimiento estacionario de la productividad, pero este no es el rasgo más importante de la evolución de la productividad durante este periodo.

GRÁFICO 7.5. PRODUCTIVIDAD DEL TRABAJO (PIB/HORAS TRABAJADAS, NIVELES) EN EEUU, JAPÓN, ALEMANIA Y REINO UNIDO



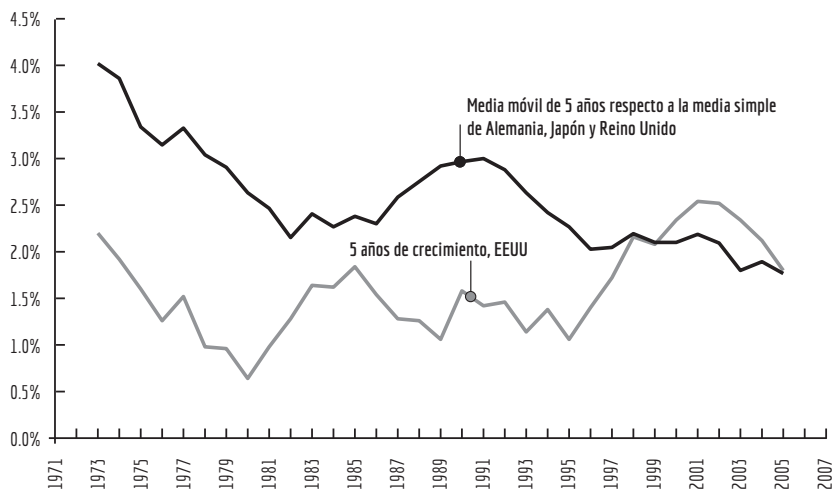
Fuente: Base de datos de la OCDE.

Nota: Para Alemania, las estimaciones del PIB por hora trabajada anteriores a 1991 se basan en los datos de Alemania occidental.

<sup>9</sup> Francis Green, *Demanding Work: The Paradox of Job Quality in the Affluent Economy*, Princeton, Princeton University Press, 2006; Francis Green y Nicholas Tsitsianis, «Can the Changing Nature of Jobs Account for National Trends in Job Satisfaction?», *Studies in Economics*, núm. 0406, Department of Economics, University of Kent, 2004; y Francis Green y Nicholas Tsitsianis, «An Investigation of National Trends in Job Satisfaction», *British Journal of Industrial Relations*, núm. 43:3, 2005.

Si se considera la tasa de crecimiento de la productividad, se hace evidente el problema subyacente. El gráfico 6 muestra las medias móviles (cinco años) del crecimiento de la productividad en los cuatro países. Se han generado así dos medias simples: una para Alemania, Japón y Reino Unido, y otra únicamente para EEUU. La razón para esto es el inusual comportamiento del crecimiento de la productividad en EEUU, lo cual tiene implicaciones importantes para la financiarización. Por tanto, el crecimiento de la productividad del trabajo en EEUU ha estado por debajo del resto durante la mayor parte del periodo, con la excepción del alza de mediados de los años noventa que fue perdiendo fuerza desde principios de los años 2000. Este alza fue debida a desarrollos concretos de EEUU, que se discutirán más adelante. Alemania, Japón y Reino Unido, por otro lado, han acabado por converger con los niveles históricamente menores de EEUU<sup>10</sup>. En conjunto, los cuatro países capitalistas líderes de la financiarización presentan una imagen de débil crecimiento de la productividad a pesar de la introducción de nuevas tecnologías, de la transformación de la fuerza de trabajo y de la reestructuración completa de sus economías.

GRÁFICO 7.6. PRODUCTIVIDAD DEL TRABAJO (PIB/HORAS TRABAJADAS, TASAS DE CRECIMIENTO ANUALES)



Fuente: Base de datos de la OCDE.

Nota: Para Alemania, las estimaciones del PIB por hora trabajada antes de 1991 se basan en los datos de Alemania occidental.

<sup>10</sup> Esta afirmación se refiere más precisamente a Japón y a Alemania, que han tenido históricamente mayores tasas de crecimiento de la productividad. Reino Unido, en cambio, ha ido por lo general más rezagada. Sin embargo, incluir Reino Unido con los otros dos países no afecta a la esencia del argumento.

El crecimiento de la productividad del trabajo es un factor de una importancia decisiva a la hora de caracterizar los periodos históricos del desarrollo capitalista. Marx consideró la productividad del trabajo como un factor fundamental en la determinación de la generación de plusvalía (ganancias), y, por tanto, de la competencia capitalista y de la tasa de ganancias<sup>11</sup>. Si la duración de la jornada laboral viene dictada por las prácticas institucionales y el equilibrio de la lucha de clases (incluido el sistema legal), y los salarios nominales están dados, entonces los capitalistas podrían mejorar la competitividad bien mediante el aumento de la productividad, bien mediante la intensificación del trabajo. De entre las dos opciones, el aumento de la productividad es de lejos la más sostenible a medio y largo plazo. El método para aumentar la productividad a largo plazo lo constituye, a su vez, el desarrollo y la introducción sistemática de nuevas tecnologías. Así, Marx fue el primero de los grandes economistas en estudiar en profundidad el cambio técnico y la evolución de la tecnología<sup>12</sup>.

Se podría esperar que, permaneciendo el resto constante, los aumentos sostenidos de la productividad a través de la introducción de nuevas tecnologías tuvieran efectos importantes sobre la rentabilidad. Si la productividad aumenta, la competitividad evidentemente aumenta, porque el valor (por unidad) de la mercancía producida disminuye. Si la caída del valor se expande a las mercancías que forman parte de la canasta de bienes salariales, entonces los salarios reales también disminuyen con el tiempo; y, en consecuencia, la tasa de ganancia aumenta. En otras palabras, los aumentos sostenidos a largo plazo de la productividad alterarán el equilibrio entre salarios y ganancias en favor de estas últimas. El impacto beneficioso en la rentabilidad ocurre incluso a pesar de que las mejoras de la productividad permitan que los trabajadores tengan acceso a una cantidad mayor de bienes salariales (más baratos).

El crecimiento de la rentabilidad tendría importantes implicaciones para el crecimiento futuro, dado que una proporción mayor del producto se acumularía en forma de ganancias. Desde la perspectiva de la economía política clásica y del marxismo, sin embargo, el impacto beneficioso del aumento de la productividad en el crecimiento no debe ser entendido en términos de la motivación y de los cálculos del capitalista individual. El impulso del crecimiento no es el resultado de que los capitalistas opten, por ejemplo, por aumentar la inversión con la expectativa de mayores ganancias gracias al crecimiento de la productividad. Según Marx —y también Ricardo—, el argumento es que si la clase capitalista acumula una proporción mayor del producto en forma de ganancias, entonces se

<sup>11</sup> Véase, por ejemplo, Marx, *Capital*, cit., vol. 1, pp. 647-648 y 752-753.

<sup>12</sup> Téngase en consideración, por ejemplo, el importante capítulo 15 sobre «Machinery and Large Scale Industry» (ibídem, pp. 492-639).

produce un control mayor sobre los recursos necesarios para apoyar los planes de inversión. El campo de la inversión se expande para los capitalistas, de modo que permite la reproducción a escala ampliada, alentando la acumulación y estimulando la tasa de crecimiento, permaneciendo el resto constante. El efecto real en el crecimiento depende claramente de un conjunto de factores diversos, entre los que se encuentran la disponibilidad de trabajo asalariado y la expansión de la demanda agregada<sup>13</sup>.

La innovación tecnológica y los métodos novedosos de organización del trabajo son capaces de aumentar la productividad y han caracterizado los periodos de la historia del capitalismo en los que el crecimiento ha sido más dinámico. La introducción de nuevas técnicas de producción de acero y químicos, por ejemplo, fue importante para los aumentos de productividad que se dieron en el periodo de crecimiento que empezó en la década de 1890 y duró hasta el estallido de la Primera Guerra Mundial. Los nuevos métodos de producción en masa, las nuevas materias primas y la generalización de la electrificación fueron los instrumentos para los aumentos de la productividad que se dieron durante el largo *boom* de después de la Segunda Guerra Mundial. En cambio, las nuevas tecnologías y los cambios en la organización del trabajo durante los años de la financiarización no han resultado en un crecimiento sostenido de la productividad en los países maduros. El débil crecimiento de la productividad realza los resultados mediocres del crecimiento del PIB durante este último periodo, como se muestra en el gráfico 2.

Si se mira más detenidamente el gráfico 6, desde mediados de los años setenta hasta mediados de los años noventa, el crecimiento de la productividad ha sido en general nulo o negativo, incluso en EEUU, el país líder de este periodo en la introducción de nuevas tecnologías<sup>14</sup>. Robert Solow observó que

<sup>13</sup> Para un análisis clásico sobre esto, véase M. Dobb, *Studies in the Development of Capitalism*, Londres, Routledge and Kegan Paul, 1946, pp. 285-300. Shaikh ha destacado que en el esquema de reproducción de Marx, la tasa de crecimiento máxima es la tasa de ganancia, ya que el máximo crecimiento sostenible tiene lugar cuando todas las ganancias son reinvertidas. Sobre esta base, Shaikh ha propuesto una «ratio de rendimiento», que es la ratio entre la tasa de crecimiento real y la tasa de crecimiento máximo como un indicador del grado de realización del crecimiento potencial de una economía. Véase Anwar Shaikh, «Explaining Inflation and Unemployment: An Alternative to Neoliberal Economic Theory» en Andriana Vlachou (ed.), *Contemporary Economic Theory*, Londres, Macmillan, 1999.

<sup>14</sup> La medición de la productividad es conceptualmente conflictiva, especialmente en el sector de los servicios. Según la teoría marxista, la productividad se mide principalmente a través del producto físico por trabajador, pero también puede medirse por los insumos físicos por trabajador, en la medida en que el trabajo transforma los insumos en productos. Hay problemas irremediables al agregar distintos valores de uso, como es bien apreciado por la teoría económica dominante; para una discusión sobre esto, véase Zvi Griliches, «Productivity, R&D, and the Data Constraint», *American Economic Review* 84:1, 1994. Cabe mencionar que, a diferencia de los países europeos, EEUU utiliza índices hedónicos para deflactar las series de precios y esto podría crear complicaciones cuando se considera el producto de las nuevas tecnologías; véase Jack Triplett, «High-Tech Industry Productivity and Hedonic Price Indices», *OECD Proceedings*, 1996. Aquí las nuevas tecnologías plantean un problema intratable: si, por ejemplo, se considera

«puedes ver la era de los ordenadores en todas partes menos en las estadísticas de productividad» y su ocurrencia pasó a denominarse «la paradoja de Solow», una característica de la nueva era<sup>15</sup>. Sin embargo, después de 1995 se produjeron mejoras tecnológicas significativas en la industria de los microprocesadores y esto pareció materializarse en un crecimiento de la productividad más acelerado en la economía de EEUU. En relación con la validez de este aumento, tuvo lugar un debate dentro de la economía dominante de la segunda mitad de los años noventa. Unos afirmaban que el crecimiento representaba un avance en el aumento de productividad gracias a la difusión de las nuevas tecnologías; otros argumentaban que el crecimiento era debido en gran parte al rápido crecimiento de la industria de las TIC (tecnologías de la información y la comunicación) y reflejaba el desarrollo de un sector y no una dinámica general en el crecimiento de la productividad<sup>16</sup>.

A principios de los años dos mil se aceptaba ampliamente que en torno a 1995 había tenido lugar un salto en EEUU y el crecimiento de la productividad había alcanzado los elevados niveles de los años cincuenta y sesenta. El estímulo estaba dirigido, aparentemente, por un crecimiento de la productividad extremadamente rápido en la industria de los microprocesadores lo que causó una drástica caída de los precios de las nuevas tecnologías a mediados de los noventa, de tal modo que indujo a un crecimiento de la inversión en las tecnologías de la información en la segunda mitad de la década. Los economistas afirmaron que la creciente inversión en tecnologías de la información había supuesto, como poco, aumentos significativos en la productividad de los sectores que producían y utilizaban estas tecnologías. Se afirmó incluso con mayor vehemencia que el sector servicios había empezado también a responder a las nuevas tecnologías, aumentando así notablemente su productividad, principalmente en el comercio mayorista, minorista y financiero (aunque no en la banca). Presumiblemente, la transformación de la productividad tenía fundamentos sólidos; se había encontrado una cura para la «enfermedad de Baumol», es decir, para la tendencia del sector servicios a registrar un débil crecimiento de la productividad<sup>17</sup>.

---

que el «producto» de los ordenadores ha aumentado porque los ordenadores son más potentes y tienen más funciones (lo que se refleja en los índices hedónicos), entonces debería considerarse que el producto total y el producto de los minoristas ha aumentado. De modo que el producto del sector servicios aumentaría a pesar de que los minoristas continuaran haciendo exactamente lo que siempre hacen: vender un número determinado de cajas de ordenadores por periodo.

<sup>15</sup> Robert Solow, «We'd Better Watch Out», *Review of Manufacturing Matters*; Stephen S. Cohen y John Zysman, *New York Times*, 12 de julio de 1987.

<sup>16</sup> Los principales representantes de la primera visión son Stephen Oliner, Daniel Sichel, Dale Jorgenson, Kevin Stiroh, Mun S. Ho, y William Nordhaus; en el lado opuesto estaba principalmente Robert J. Gordon; véase también Ian Dew-Becker y Robert J. Gordon, «Where Did the Productivity Growth Go? Inflation Dynamics and the Distribution of Income», NBER Working Paper, núm. 11842, 2005.

<sup>17</sup> Jack Triplett y Barry Bosworth, «Productivity in the Services Sector», *Brookings Economics Papers*, enero de 2000; Jack Triplett y Barry Bosworth, «What's New About the New Economy? IT, Economic Growth and Productivity», *International Productivity Monitor*, vol. 2, 2001, pp. 19-30.

Los estudios de la economía dominante en relación con el crecimiento de la productividad comprenden por lo habitual artículos econométricos a nivel macro que se dedican a la contabilidad del crecimiento<sup>18</sup>. Los argumentos se basan en general en la productividad total de los factores (PTF): los residuos econométricos de la contabilidad del crecimiento, que es un concepto muy diferente al de la productividad del trabajo. La PTF da muchos problemas a la hora de explicar los movimientos a nivel macro de la productividad, en particular porque es un residuo y, por tanto, es por definición «inexplicable». Sin embargo, hay estudios a nivel micro (de empresas), especialmente en EEUU, que han explicado que el crecimiento de la productividad asumió, de hecho, una trayectoria ascendente a finales de los noventa. La explicación habitual fue que los ordenadores favorecieron la contratación de licenciados universitarios altamente cualificados y estos mejoraron las prácticas organizativas dentro de las empresas. Según algunos de estos estudios, los ordenadores podrían producir incluso un «capital intangible», que estaría relacionado con algún «producto intangible» como, por ejemplo, un mejor servicio o una elección más variada. La revolución tecnológica y la productividad en EEUU a finales de los noventa parecía tener resultados verdaderamente extraordinarios<sup>19</sup>.

Sin embargo, incluso en el momento álgido del periodo correspondiente al «milagro de la productividad», era evidente que el presunto éxito de las nuevas tecnologías se limitaba a EEUU. Este resultado desconcertó a los teóricos de la economía dominante, ya que las tecnologías de la información se habían extendido de forma parecida en Europa y allí el crecimiento de la productividad no había mostrado signos de mejora. El caso más embarazoso fue el de Reino Unido, que registró sustanciales inversiones en tecnologías de la información a finales de los noventa e impulsó la desregulación de los mercados de trabajo durante esos años, al tiempo que el crecimiento de la productividad fue realmente mediocre<sup>20</sup>. Quizás las empresas estadou-

<sup>18</sup> Véase, por ejemplo, John Fernhald y Shanthi Ramnath, «The Acceleration in US Total Factor Productivity After 1995: The Role of Information Technology», *Economic Perspectives*, núm. 28:1, 2004, pp. 52-67; o Peter B. Meyer y Michael J. Harper, «Preliminary Estimates of Multifactor Productivity Growth», *Monthly Labour Review*, núm. 125:6, junio de 2005.

<sup>19</sup> Algunos incluso afirmaron que el crecimiento del mercado bursátil en EEUU, a finales de los noventa, plasmaba de algún modo un capital electrónico misterioso al tiempo que se producían evaluaciones enormemente infladas del sector de las nuevas tecnologías (Hall 2001, 2002). El consiguiente *crack* de 2000-2001 hizo ver las cosas desde una perspectiva bastante distinta.

<sup>20</sup> Susanto Basu, John Fernald, y Matthew Shapiro, «Productivity Growth in the 1990s: Technology, Utilization, or Adjustment», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, núm. 55, 2001, pp. 117-65; Susanto Basu, John Fernald, Nicholas Oulton y Sylaja Srinivasan, «The Case of the Missing Productivity Growth», Working Paper, núm. 2003-08, Federal Reserve Bank of Chicago, 2003; Mary O'Mahony y Bart van Ark (eds), *EU Productivity and Competitiveness: An Industry Perspective*, Luxemburgo, Office for Official Publications of the European Communities, 2003; Robert J. Gordon, «Why Was Europe Left at the Station when America's Productivity Locomotive Departed?», NBER Working Paper, núm. 10661, 2004; Nick Bloom, Raffaella Sadun y John van Reenen, «It Ain't What You Do It's The Way That You Do It. T.», Centre for Economic Performance, London School of Economics, 2005.



midenses habían encontrado un misterioso modo de conseguir un mayor crecimiento de la productividad a partir de las mismas tecnologías. Lo que se enfatizó mucho menos en estos debates fue que el crecimiento de la productividad en las manufacturas *per se*, dejando de lado el sector de la información, no había mostrado el mismo dinamismo, ni siquiera en EEUU.

A finales de los años dos mil y después de que la crisis de 2007 se manifestara por completo, se reveló que no había habido tal «milagro de la productividad», ni en EEUU ni en ningún otro lugar. Los fuertes aumentos de la productividad de finales de los noventa estaban asociadas con el *boom* de la inversión en nuevas tecnologías que, en parte, condujo a la burbuja del mercado bursátil de 1999-2000. En la segunda mitad de los años dos mil, el crecimiento de la productividad en EEUU y en los otros tres países no mostró ningún signo de vitalidad excepcional. Las alzas registradas en la última mitad de los años dos mil parecían estar más relacionadas con la reducción del empleo y con otras medidas de «eficiencia» que con el progreso tecnológico. La financiarización muestra de nuevo un crecimiento de la productividad débil; quizás, después de todo, no se haya encontrado la cura para la «enfermedad de Baumol»<sup>21</sup>.

## El crecimiento de la desigualdad

Durante el periodo de la financiarización se han producido también serios cambios en la distribución de la renta, cuyas variaciones son notables entre los distintos países maduros. En general, la desigualdad ha aumentado, pero también de manera diferente en cada país, en función de la composición de la fuerza de trabajo, las prácticas laborales y los patrones de crecimiento de la productividad, así como de la concentración de la

---

<sup>21</sup> Una vez pasados los años dos mil, ambas partes del debate estuvieron efectivamente de acuerdo en que no había habido un milagro de la productividad; véase Dale Jorgenson, Mun S. Ho y Kevin Stiroh, «Projecting Productivity Growth: Lessons from the US Growth Resurgence», *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, 2002; Robert J. Gordon, «Revisiting the US Productivity Growth over the Past Century with a View of the Future», NBER Working Paper, núm. 15834, marzo de 2010; Robert J. Gordon, «The Evolution of Okun's Law and of Cyclical Productivity Fluctuations in the United States and in the EU-15», junio de 2011; véase también Lawrence Mishel y Kar-Fai Gee, «Why Aren't Workers Benefiting from Labour Productivity Growth in the United States?», *International Productivity Monitor*, núm. 23, primavera de 2012. El cambio de perspectiva ha sido tan fuerte que Gordon ha dicho que EEUU se prepara para un largo periodo de bajo crecimiento o en todo caso que la experiencia histórica de un crecimiento sostenido a largo plazo se daba por finiquitada («Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds», NBER Working Paper, núm. 18315, 2012). Según Gordon, las nuevas tecnologías han tenido presumiblemente un impacto muy débil en la productividad, en comparación con los cambios «excepcionales» del siglo XIX, como la urbanización o el agua corriente. Este argumento pesimista lleva el materialismo a los extremos más cruentos. El impacto de las nuevas tecnologías en la productividad también depende de las condiciones sociales en las que tiene lugar el despliegue de las tecnologías y estas, desafortunadamente, han estado muy marcadas por el ascenso y consolidación de las finanzas.

riqueza, del funcionamiento del sistema impositivo y del marco político e institucional. La desigualdad parece haber crecido más en los países anglosajones, precisamente donde la financiarización ha sido más contundente.

Existen muchos trabajos empíricos sobre la distribución de la renta personal, que han generado series de datos de los países desarrollados; el centro de atención han sido las rentas más altas, tanto en forma de remuneraciones (sueldos y salarios), como de otro tipo (activos de capital)<sup>22</sup>. En los años de entreguerras, la participación en la renta nacional de las capas más ricas de la población cayó drásticamente, permaneciendo baja hasta los años setenta. La fuerte presión impositiva sobre las rentas del capital y los bienes inmuebles fue un factor decisivo para evitar que la participación de los ricos en la renta nacional aumentara. Desde los años setenta, sin embargo, esta tendencia se ha revertido con firmeza, especialmente en el mundo anglosajón y algo menos en Alemania y Japón.

Se ha producido un crecimiento pronunciado de la desigualdad de la renta en EEUU, facilitado por un régimen impositivo laxo para los ricos característico del ascenso del neoliberalismo. Es sorprendente que el aumento de la desigualdad de la renta se haya dado principalmente a través de las remuneraciones (sueldos y salarios), a menudo en forma de opciones de compra sobre acciones y otros rendimientos financieros. Las ganancias financieras parecen haber sido un mecanismo importante para el enriquecimiento de las capas superiores de la distribución, pero no ha supuesto un retorno de los rentistas de principios del siglo XX. La participación en la renta del 1 % más rico en EEUU y Reino Unido ha crecido de forma dramática después de los años ochenta, aproximándose a los niveles de los años veinte y treinta. Si las ganancias de capital (una de las formas más importantes de ganancia financiera) se incluyeran también en las estadísticas, es probable que la participación en la renta del 1 % más rico de EEUU haya alcanzado niveles sin precedentes.

---

<sup>22</sup> Véase alguno de estos trabajos, Thomas Piketty y Emmanuel Saez, «Income Inequality in the United States, 1913-1998», *Quarterly Journal of Economics*, núm. 118:1, 2003, pp. 1-39; Thomas Piketty y Emmanuel Saez, «The Evolution of Top Incomes: A Historical and International Perspective», *American Economic Review*, núm. 96:2, 2006, pp. 200-205; Thomas Piketty, «Income Inequality in France, 1901-1998», *Journal of Political Economy*, núm. 111:5, 2003, pp. 1004-1042; Thomas Piketty, «Top Incomes over the Twentieth Century: A Summary of Main Findings», en A. B. Atkinson y Thomas Piketty (ed.), *Top Incomes over the Twentieth Century: A Contrast between Continental European and English-Speaking Countries*, Oxford, Oxford University Press, 2007, pp. 1-17; Emmanuel Saez, «Income y Wealth Concentration in a Historical and International Perspective» en Alan Auerbach, David Card, y John M. Quigley (eds.), *Public Policy and the Income Distribution*, Nueva York, Russell Sage Foundation, 2006, pp. 221-258; Facundo Alvaredo y Emmanuel Saez, «Income and Wealth Concentration in Spain from a Historical and Fiscal Perspective», *Journal of the European Economic Association*, núm. 7:5, 2009, pp. 1140-1167; Anthony Atkinson, Thomas Piketty y Emmanuel Saez, «Top Incomes in the Long Run of History», *Journal of Economic Literature*, núm. 49:1, 2011, pp. 3-71.

Estos resultados sobre la distribución personal de la renta contradicen la ley de la desigualdad de Kuznets en el curso del desarrollo capitalista, que sigue siendo la base del análisis empírico sobre esta cuestión<sup>23</sup>. Kuznets esperaba que la desigualdad aumentara en las primeras etapas de la industrialización a medida que los ingresos asociados a la producción capitalista crecían más rápido que los de la agricultura; sin embargo, a medida que el capitalismo madurara, la desigualdad daría marcha atrás. Parece que la ley de Kuznets se ha invertido a lo largo de la financiarización, cuando el neoliberalismo llegó a dominar la esfera ideológica: la trayectoria de la desigualdad ha tomado forma de U durante el siglo XX<sup>24</sup>.

El aumento de la desigualdad personal de la renta ha estado relacionado con las prácticas financieras de las grandes empresas no financieras; concretamente, estas empresas han participado cada vez más en los mercados financieros abiertos, incrementando sus competencias financieras. La ideología de estas prácticas ha sido provista por el «valor accionario», que se discutió brevemente en los capítulos 2 y 6. El impacto del valor accionario sobre la distribución de la renta parece haber sido sustancial, teniendo en cuenta la tendencia característica de remunerar a los gestores a través de instrumentos financieros. Las opciones de compra sobre las acciones tienden a aumentar su valor cuando los precios de las acciones suben, animando así a los gestores para que distribuyan los aumentos a corto plazo de los precios de las acciones. Entre sus políticas podían encontrarse la recompra de acciones de su propia empresa o el reparto de mayores dividendos. Sobre esta base, parece que la financiarización ha tenido un efecto nocivo sobre el desempeño de las empresas no financieras y en particular sobre la inversión productiva.

Lazonick, el principal investigador en este campo, ha ofrecido estimaciones empíricas sobre estas prácticas en algunas de las empresas estadounidenses más grandes durante los años de la financiarización<sup>25</sup>. El valor de las recompras de acciones aumentó de forma dramática a lo largo de la burbuja de los años dos mil, en parte debido al crecimiento del precio de las mismas, pero principalmente debido a un crecimiento sostenido del volumen de recom-

<sup>23</sup> Simon Kuznets, «Economic Growth and Income Inequality», *American Economic Review*, núm. 45:1, 1955.

<sup>24</sup> Branko Milanovic ha producido trabajos innovadores que calculan la desigualdad mundial a través de la medición de la desigualdad dentro de los países y entre países. El 10 % más alto de la distribución de la renta en un país pobre en desarrollo debe tener, después de todo, un porcentaje medio de la renta menor que el 10% más pobre de un país desarrollado rico. Parece que los años de financiarización han sido testigos de la agudización de la desigualdad mundial aunque las tendencias puedan variar. Véase Milanovic, *Worlds Apart: Measuring International and Global Inequality*, Princeton University Press, 2005; y Milanovic «Global Income Inequality: What Is It and Why It Matters?», DESA Working Paper, núm. 26, 2006.

<sup>25</sup> William Lazonick, «The Fragility of the US Economy: The Financialized Corporation and the Disappearing Middle Class», en Dan Breznitz y John Zysman (eds.), *The Third Globalization*, Oxford, Oxford University Press, 2013.

pras que hacían las empresas. La proporción de recompras sobre la renta neta de estas empresas ha aumentado mucho durante la burbuja, al igual que el valor de los dividendos. En pocas palabras, las empresas no financieras han utilizado las técnicas y habilidades financieras para llevar a cabo una transferencia de valor a través del mercado bursátil, una parte del cual ha acabado en manos de los gestores. Así es como la financiarización de las empresas no financieras ha afectado a la distribución de la renta en EEUU.

El aumento de la desigualdad en la distribución personal de la renta es, sin embargo, una tendencia tan amplia y general que no puede ser explicada únicamente a través de la expropiación financiera y de otras formas de generación de ganancias. La esfera de la distribución depende de las esferas de la producción y de la circulación; el fenómeno de la distribución está relacionado con las tendencias subyacentes a la reestructuración organizativa y tecnológica de la producción y de la circulación. La corriente de la economía dominante aprecia esta relación, como se muestra en sus debates sobre la desigualdad. La aproximación que ha prevalecido relaciona el aumento de la desigualdad con el cambio en la composición y las cualificaciones de la fuerza de trabajo. Dado que el aumento de la desigualdad en el periodo de la financiarización ha estado principalmente relacionado con la renta, y no con la riqueza, podría afirmarse que la desigualdad se ha dado por diferencias en las cualificaciones, lo que plasmaría los cambios subyacentes en las fuerzas de producción.

En los años ochenta y noventa se argumentó, así, que la transformación de la producción y de la circulación favorecería los sectores que requieren una cualificación relativamente alta, de tal modo que la valoración de la cualificación habría exacerbado la desigualdad entre los trabajadores. El sesgo del progreso tecnológico por los empleos con mayor cualificación fue considerado como la principal causa del aumento de la desigualdad<sup>26</sup>. Sin embargo, el efecto de este sesgo, caso de existir, dependería de la oferta de trabajadores cualificados y por tanto de los sistemas educativos y de formación profesional. Se ha argumentado así que el rápido cambio tecnológico de los años ochenta y noventa en los campos de la tecnología de la información y de las telecomunicaciones sobrepasó la capacidad de respuesta del sistema educativo, aumentando a la vez la remuneración del trabajo cualificado y el desempleo<sup>27</sup>.

---

<sup>26</sup> Edward Anderson, «Openness and Inequality in Developing Countries: A Review of Theory and Recent Evidence», *World Development*, núm. 33:7, 2005; Ann Harrison, John McLaren y Margaret McMillan, «Recent Perspectives on Trade and Inequality», *Annual Review of Economics*, núm. 3, 2011.

<sup>27</sup> David Card y Thomas Lemieux, «Can Falling Supply Explain the Rising Return to College for Younger Men? A Cohort-Based Analysis», *Quarterly Journal of Economics*, núm. 116:2, 2001; Claudia Goldin y Lawrence F. Katz, *The Race Between Education and Technology*, Cambridge (MA), Belknap Press of Harvard University Press, 2008.

De todos modos, la transformación de la fuerza de trabajo y los patrones de desigualdad asociados a ella han producido fenómenos mucho más complejos a medida que se consolidaba la financiarización. El patrón que ha surgido en los países maduros en los años dos mil no es la simple oposición entre, por un lado, unos trabajadores cualificados y bien pagados y, por otro, unos trabajadores poco cualificados y mal pagados. A medida que la financiarización avanzaba la posición de los sectores de rentas medias se ha ido debilitando. Los deciles superior e inferior de la distribución de la renta, al menos en EEUU, han evolucionado mejor que los deciles intermedios. Parece que la remuneración de los trabajadores muy cualificados y los poco cualificados ha mejorado a diferencia de lo que ha ocurrido con la remuneración de los trabajadores con cualificaciones medias<sup>28</sup>. Los factores que han contribuido a estas tendencias son muy complejos y no pueden reducirse sencillamente y por completo al cambio técnico, a la introducción de las nuevas tecnologías.<sup>29</sup> Los aspectos más generales del equilibrio entre el capital y el trabajo en el puesto de trabajo también deben tenerse en cuenta, así como también el marco político e institucional de la distribución de la renta en los años de financiarización.

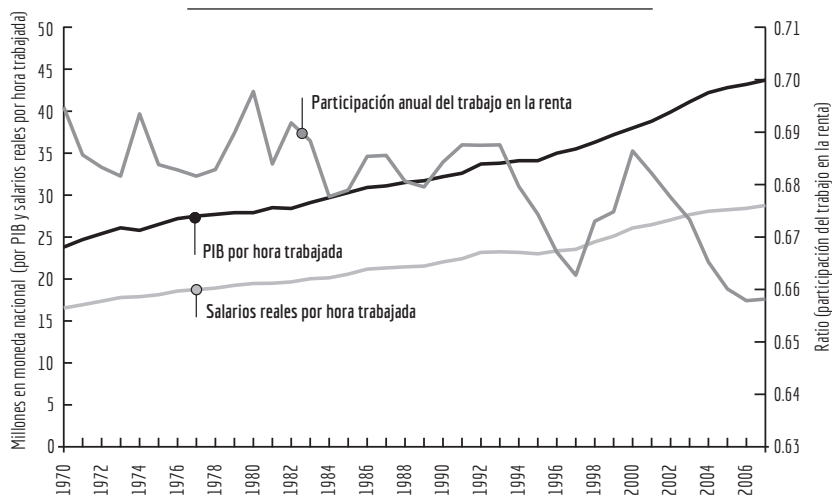
Por último, la evidencia sobre la distribución funcional de la renta entre capital y trabajo podría aportar una perspectiva todavía más amplia sobre el aumento de la desigualdad. A lo largo del periodo de financiarización en los países maduros se ha producido un empeoramiento uniforme de la posición del trabajo respecto al capital. Considérense los gráficos 7-10, que resumen la posición relativa del capital y el trabajo en EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido. Cada gráfico muestra, primero, la participación anual de los salarios en la renta nacional, segundo, el PIB por hora trabajada y, tercero, el salario real por hora trabajada. Las tres variables no están directamente relacionadas entre sí y es necesario ser cautelosos a la hora de sacar conclusiones. Aun así, los gráficos expresan la evolución de la división de la renta nacional entre capital y trabajo, de la productividad y de los salarios reales en cada uno de los cuatro países.

---

<sup>28</sup> Esto se llama a menudo «polarización»; véase David Autor, Lawrence Katz y Melissa Kearney, «The Polarization of the US Labor Market», *American Economic Review*, núm. 96:2, 2006; y Daron Acemoglu y David Autor, «What Does Human Capital Do? A Review of Goldin and Katz's *The Race Between Education and Technology*», NBER Working Paper, núm. 17820, febrero de 2012.

<sup>29</sup> Esto es lo que Autor y Dorn trataron de hacer al afirmar que los ordenadores habían destruido puestos de trabajos de trabajadores con cualificaciones medias, lo que les llevó a tener trabajos peor pagados. David Autor y David Dorn, «The Growth of Low Skill Service Jobs and the Polarization of the US Labor Market», Cambridge (MA), MIT Department of Economics, 2012. Sin embargo, el impacto de los ordenadores sobre las cualificaciones (y la productividad) no está nada claro, como se explicó en la sección anterior.

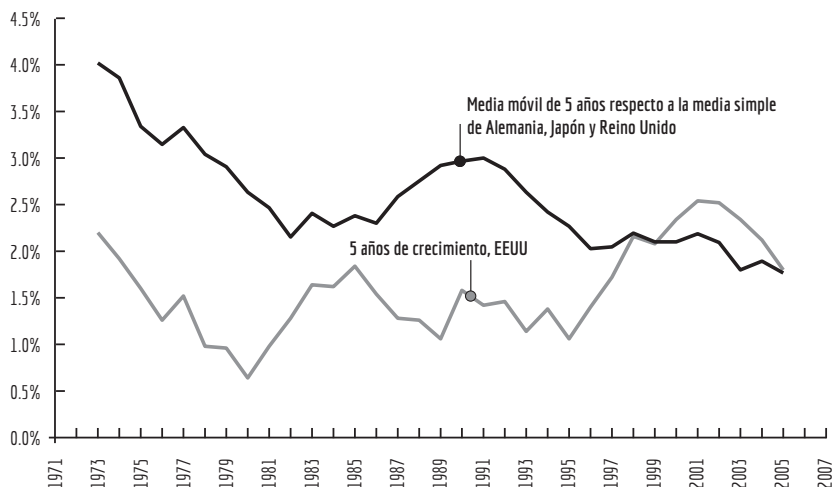
GRÁFICO 7.7. PARTICIPACIÓN DEL TRABAJO EN LA RENTA, PIB / HORA TRABAJADA, SALARIOS REALES / HORA TRABAJADA EN EEUU



Fuente: Elaboración propia a partir de la base de datos de la OCDE.

Nota: Los datos sobre la participación del trabajo en la renta son estimaciones para Alemania entre 1970 y 1990, Japón entre 1970 y 1995, y EEUU entre 1970 y 1986.

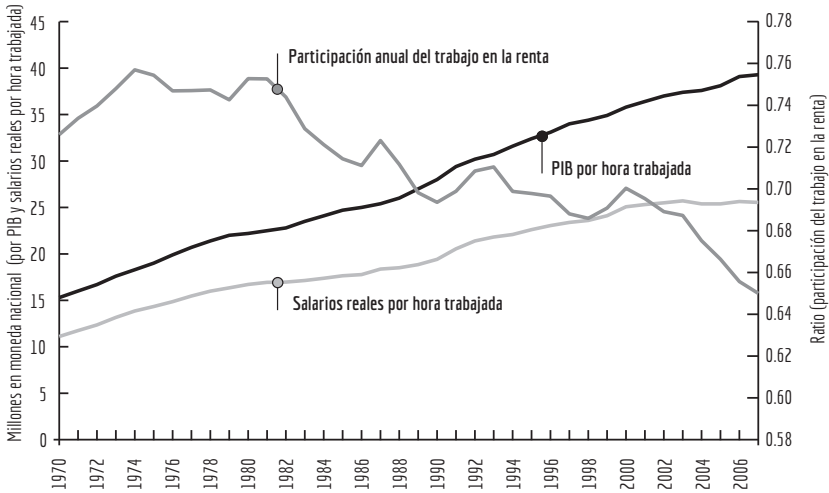
GRÁFICO 7.8. PARTICIPACIÓN DEL TRABAJO EN LA RENTA, PIB/HORA TRABAJADA, SALARIOS REALES/HORA TRABAJADA EN JAPÓN



Fuente: Elaboración propia a partir de la base de datos de la OCDE.

Nota: Los datos sobre la participación del trabajo en la renta son estimaciones para Alemania entre 1970 y 1990, Japón entre 1970 y 1995, y EEUU entre 1970 y 1986.

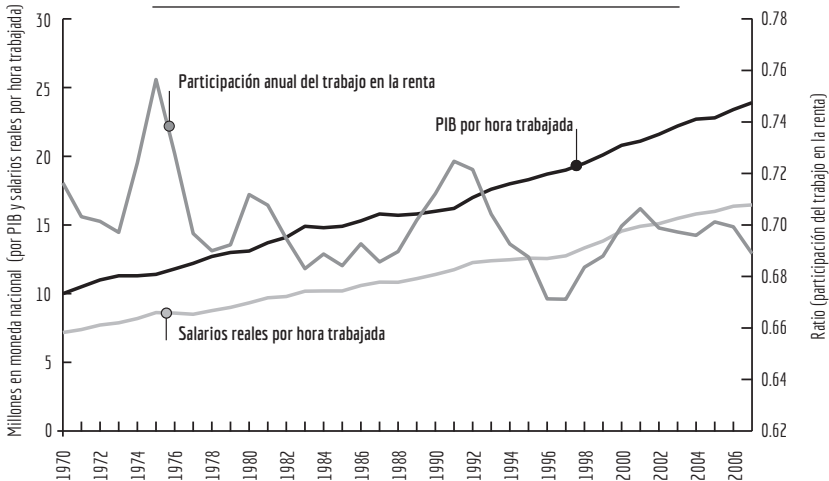
GRÁFICO 7.9. PARTICIPACIÓN DEL TRABAJO EN LA RENTA, PIB/HORA TRABAJADA, SALARIOS REALES/HORA TRABAJADA EN ALEMANIA



Fuente: Elaboración propia a partir de la base de datos de la OCDE.

Nota: Los datos sobre la participación del trabajo en la renta son estimaciones para Alemania entre 1970 y 1990, Japón entre 1970 y 1995, y EEUU entre 1970 y 1986.

GRÁFICO 7.10. PARTICIPACIÓN DEL TRABAJO EN LA RENTA, PIB/HORA TRABAJADA, SALARIOS REALES/HORA TRABAJADA EN REINO UNIDO



Fuente: Elaboración propia a partir de la base de datos de la OCDE.

Nota: Los datos sobre la participación del trabajo en la renta son estimaciones para Alemania entre 1970 y 1990, Japón entre 1970 y 1995, y EEUU entre 1970 y 1986.

El trabajo ha perdido cuota de participación en la renta en los cuatro países a lo largo de la financiarización. La caída más pronunciada de la participación del trabajo se ha producido en Japón, seguido por Alemania: al parecer mantener la fuerza industrial ha tenido el coste de favorecer las ganancias en la distribución de la renta nacional. La caída de la participación del trabajo también se ha dado en EEUU y en Reino Unido, con un carácter muy cíclico. Sin embargo, parte del retroceso del trabajo en Reino Unido parece haberse revertido en los años dos mil. Durante el mismo periodo, la productividad medida por el PIB real por hora trabajada ha continuado aumentando en los cuatro países. Sin embargo, los salarios reales por hora trabajada han mostrado un aumento mucho menos pronunciado —la distancia entre ambas líneas se ha ampliado progresivamente, especialmente en Japón y Alemania. La divergencia entre estas es otro indicio del empeoramiento de la posición del trabajo en el curso de la financiarización.

El aumento de la desigualdad de la renta y la retracción del trabajo durante las últimas tres o cuatro décadas son fenómenos muy complejos. Están relacionados con el cambio en la composición de la fuerza de trabajo en favor del sector servicios, con el cambio en las cualificaciones necesarias para los nuevos puestos de trabajo y con la transformación general de la fuerza de trabajo; también están relacionados con la presión a la baja sobre los salarios reales a lo largo de este periodo, asociada a la desregulación del mercado de trabajo y al cambio de las prácticas institucionales en el puesto de trabajo. El aumento del desempleo, mostrado en el gráfico 3, ha actuado como una fuerza disciplinaria sobre los trabajadores activos durante el periodo de la financiarización. Por último, la dominación de la ideología neoliberal en el diseño de las políticas también ha contribuido a la retracción del trabajo durante este periodo.

En el gráfico 11, a través la evolución de la tasa de crecimiento anual de la remuneración del trabajo por unidad de factor trabajo, se hace evidente el papel disciplinario que tiene el avance del capital con relación al trabajo. Se ha producido una caída sostenida de la tasa de crecimiento de la remuneración del trabajo y una reducción de la amplitud de sus movimientos cíclicos a lo largo de las décadas de la financiarización. Desde principios de los años ochenta en adelante, el capital parece haber tenido ventaja respecto al trabajo en los cuatro países.

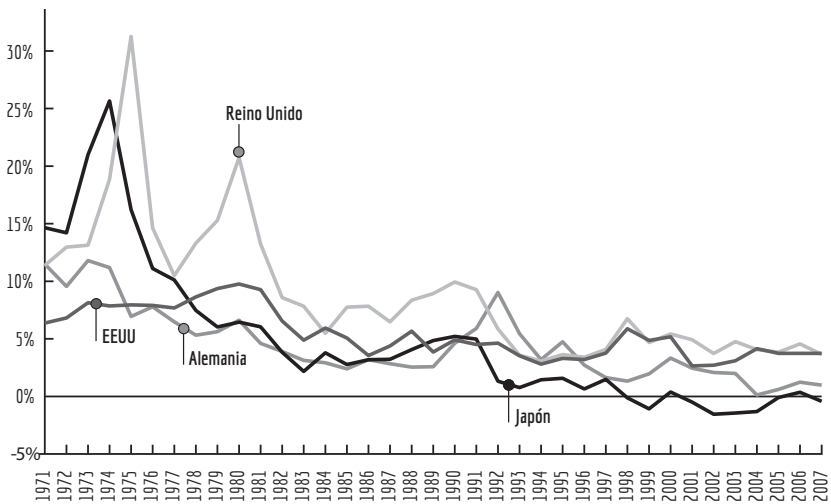
El trasfondo distributivo de la financiarización, en tanto periodo de cambio del capitalismo maduro, puede ser ahora resumido de forma simple: el capital ha logrado apropiarse del grueso de los aumentos de la producción derivados del crecimiento de la productividad, a pesar de que esta no ha gozado de mucho dinamismo. Durante este periodo, las capas



superiores de la distribución de la renta han aumentado enormemente su control sobre la renta agregada, mientras que las capas medias han padecido pérdidas. Algunos mecanismos han hecho posible que el capital y los ricos se apropiaran de un porcentaje creciente de la riqueza social en el curso de la financiarización, a menudo de manera diferente en cada país aunque con frecuencia gracias a procesos financieros.

La remuneración a través de los activos financieros, todavía en forma de salario, ha marcado el crecimiento de los ingresos de los ricos. Las ganancias financieras han sido una palanca importante para el aumento de la desigualdad en los años de la financiarización; el marco para esta extracción se examina con mayor detalle en los capítulos 8 y 9. Las siguientes secciones del capítulo consideran el «canal» de la acumulación mediante la discusión del papel del Estado a fin de facilitar el crecimiento de las ganancias financieras en los años de la financiarización.

GRÁFICO 7.11. TASA DE CRECIMIENTO DE LA REMUNERACIÓN DEL TRABAJO EN EEUU, JAPÓN, ALEMANIA Y REINO UNIDO



Fuente: Elaboración propia a partir de la base de datos de la OCDE.

Nota: Los datos sobre la remuneración del trabajo del trabajo son estimaciones para Alemania entre 1971 y 1990, Japón entre 1971 y 1995, y Reino Unido entre 1971 y 1979. Las tasas de crecimiento se calculan con el método logarítmico.

## El Estado da forma al «canal» de la acumulación financiarizada

### Los rasgos fundamentales de la intervención del Estado en las finanzas

El Estado ha determinado en gran parte la forma del «canal» por el que ha fluido la financiarización, aun cuando la ideología dominante del periodo haya sido el neoliberalismo. Desafortunadamente, los debates clásicos marxistas de principios del siglo XX son de poca ayuda para desentrañar el papel del Estado en la formación del contexto de la acumulación. Hilferding propuso la noción de «capitalismo organizado» después de escribir *El capital financiero*, pero asumió que incluso el «capitalismo organizado» surgía espontáneamente de las interacciones entre los grandes monopolios. En efecto, Hilferding subestimó el carácter esencialmente autónomo de la intervención del Estado en la economía capitalista. *La economía mundial y el imperialismo*, de Bujarin, fue más innovador al tratar el «capitalismo de Estado» como un conjunto integrado, formado por los capitales monopolistas, los bancos y el Estado que competían como bloques nacionales en todo el mercado mundial. Sin embargo, la disposición de Bujarin hacia la generalización abstracta, así como su confusa visión sobre la competencia capitalista entre bloques nacionales en el mercado mundial, disminuyó el impacto de su teoría.

En los años posteriores a la Segunda Guerra Mundial, la economía política marxista prestó especial atención al papel económico del Estado en el capitalismo maduro, habitualmente para destacar la importancia de la propiedad de los medios de producción por parte del Estado, incluidas las empresas de servicios públicos. El auge del keynesianismo fue fundamental a este respecto, incluido el fortalecimiento del Estado de bienestar y la gestión de la demanda agregada a través de la política monetaria y fiscal. De hecho, las discusiones teóricas marxistas sobre estas cuestiones nunca alcanzaron la claridad y la capacidad de persuasión de los debates clásicos sobre el imperialismo.

De otra parte, el periodo de financiarización ha estado acompañado por el ascenso y consolidación del neoliberalismo, que por lo general ha tratado la intervención del Estado en la economía con extremo recelo e incluso con descarada hostilidad<sup>30</sup>. La desregulación, la privatización y la

---

<sup>30</sup> Para una breve presentación del auge y trasfondo del neoliberalismo como ideología y marco de la política económica, véase Andrew Glyn, *Capitalism Unleashed*, Oxford, Oxford University Press, 2006 [ed. cast.: *Capitalismo desatado. Finanzas, globalización y bienestar*, Madrid, La Catarata, 2010]. El pensamiento heterodoxo ha sido muy crítico con las implicaciones económicas, sociales y políticas del neoliberalismo, tratándolo correctamente como el envoltorio ideológico del resurgimiento del capital a expensas del trabajo. Los siguientes recopilatorios de ensayos pueden ser de utilidad: Alfredo Saad-Filho y Deborah Johnston (eds), *Neoliberalism: A Critical Reader*, Londres, Pluto Press, 2005; Saad-Filho, Elmer Altvater y Gregroy Albo,

liberalización han sido sinónimos de la ideología neoliberal, en tanto se supone que el Estado tiende a tener una influencia perjudicial sobre la acumulación capitalista. Sin embargo, la intervención del Estado en la economía ha estado lejos de desaparecer en las últimas cuatro décadas. En lo que concierne a la financiarización, basta decir que la transformación de las economías maduras habría sido inconcebible sin el papel facilitador y permisivo del Estado.

La intervención del Estado en el curso de la financiarización ha sido polifacética, incluso en el mercado de trabajo, y evidentemente ha variado entre países reflejando sus especificidades históricas. No obstante, hay tres rasgos del papel del Estado que representan un profundo cambio asociado a la financiarización y que merecen especial atención. Los tres indican que el Estado ha dado forma, activa e independientemente, al canal de la acumulación financiarizada. El primero se considera en mayor detalle en lo que queda de este capítulo y los otros dos se discuten en los capítulos 8 y 9.

En primer lugar, el Estado ha hecho posible la financiarización mediante el control sobre el dinero del banco central respaldado por el propio Estado. La evolución de la forma del dinero ha llevado a que el dinero crediticio sin valor intrínseco, que en última instancia es solo intercambiable por dinero de curso legal generado por el banco central, dominara la circulación doméstica. El dinero nacional ha pasado a depender por completo de la confianza social respaldada por los mecanismos institucionales del sistema crediticio. En el corazón del ascenso de las finanzas reside el monopolio absoluto del Estado sobre los medios de pago finales —una negación directa del pensamiento neoliberal en lo que respecta al dinero.

El control del dinero de curso legal sin valor intrínseco por parte del Estado implica que los bancos centrales pueden funcionar como el apoyo último del sistema financiero en términos de liquidez. La capacidad del banco central para proveer liquidez aceptable se deriva, en gran parte, de poseer grandes cantidades de títulos del Estado para respaldar sus propios pasivos, pero también de que el Estado garantiza implícitamente su solvencia. Los títulos del Estado son, además, la piedra angular de la liquidez en el mercado monetario, en la medida en que presumiblemente tienen poco riesgo de incumplimiento. Sin los instrumentos de deuda del Estado, los mercados monetarios habrían tenido menos profundidad y liquidez y los tipos de interés hubieran carecido de un punto de referencia. El papel

---

«Neoliberalism and the Left: A Symposium», en Leo Panitch y Colin Leys (eds.), *Socialist Register 2008*, Londres, Merlin Press, 2007. Cabe mencionar que Gérard Duménil y Dominique Lévy consideran el neoliberalismo como un periodo del desarrollo capitalista; véase «Costs and Benefits of Neoliberalism: A Class Analysis», *Review of International Political Economy*, núm. 8:4, 2001; *Capital Resurgent*, Cambridge (MA), Harvard University Press, 2004; y *The Crisis of Neoliberalism*, Cambridge (MA), Harvard University Press, 2011.

dominante del banco central en el mercado monetario, incluida su capacidad de influir sobre los tipos de interés, depende de la presencia del Estado.

En segundo lugar, el Estado ha permitido la expansión mundial de la financiarización a través del control sobre el dinero mundial. El marxismo clásico ha asociado normalmente el imperialismo con la exportación de capital desde los países desarrollados hacia los países en vías de desarrollo, lo que crea una jerarquía de poder imperial, permite la extracción de plusvalía de la periferia y sustenta los imperios territoriales. Durante los años de la financiarización no ha habido imperios territoriales y las exportaciones de capital se han dado principalmente entre países desarrollados, a pesar de que a partir de los años noventa se han producido flujos sustanciales hacia los países en vías de desarrollo. Uno de los rasgos más sorprendentes de la financiarización —discutido en el capítulo 8— es que, en términos netos, los flujos de capital han invertido su dirección: los países en vías de desarrollo han exportado capital a los países desarrollados. La reversión de los flujos de capital está íntimamente vinculada con el papel de dólar estadounidense como moneda mundial. El dólar estadounidense ha proporcionado nuevos mecanismos y caminos para la proyección del poder imperial, de este modo, se han generado flujos de capital que bien podrían representar una forma de tributo que los países en vías de desarrollo pagan a los países desarrollados por el uso del dinero mundial. Merece la pena destacar que la exportación neta de capital desde los países en vías de desarrollo hacia los desarrollados ha sido el resultado de las interacciones financieras entre Estados, y no de las decisiones de inversión de los agentes privados.

En tercer lugar y relacionado con los dos puntos anteriores, el Estado ha allanado el terreno a la financiarización al alterar el marco regulatorio y de supervisión de las finanzas. El impacto de las medidas institucionales y legales sobre el funcionamiento de las finanzas es desproporcionadamente grande, como se discutió en el capítulo 5. La financiarización ha sido posible por la desregulación de la esfera financiera doméstica, por lo que respecta a los tipos de interés y también a las actividades y prácticas de las instituciones financieras. Incluso más decisivo para facilitar la financiarización ha sido el dismantelamiento de los controles monetarios y financieros internacionales. Desde el colapso de los Acuerdos de Bretton Woods en 1973, los tipos de cambio entre los principales países han pasado a ser flexibles, al tiempo que los flujos de capital entre países se han ido desregulando progresivamente. Estas formas de intervención del Estado —ambas asociadas con el papel internacional del dinero— han estimulado la difusión de la financiarización, en las formas que se discuten en los capítulos 8, 9 y 10.

## La banca central como palanca de la financiarización: la independencia de los bancos centrales y los objetivos de inflación

La importancia de los bancos centrales en el capitalismo avanzado viene dada, en primer lugar y sobre todo, por su control sobre el dinero de curso legal. El ascenso de los bancos centrales en los años de la financiarización ha estado vinculado básicamente a la búsqueda de un nuevo marco para las operaciones monetarias en los años noventa y dos mil. Los años que siguieron inmediatamente al colapso del Acuerdo de Bretton Woods en 1971-1973 estuvieron marcados por la rápida inflación de los precios, lo que indicaba problemas en la gestión del dinero sin valor intrínseco, así como el mal funcionamiento del dinero como unidad de cuenta. La inflación constituye un riesgo para el capital prestable, ya que disminuye el valor relativo del capital anticipado. El ascenso y consolidación de las finanzas se hubiese visto debilitado si las pérdidas de los prestamistas provocadas por la inflación hubieran afectado sistemáticamente a las relaciones de crédito. Por eso, a finales de los años setenta y principios de los ochenta, la respuesta inicial de las autoridades monetarias en EEUU, y en todos los países, fue tratar de controlar la inflación con sustanciales y constantes aumentos del tipo de interés lo que abocó las economías a la recesión<sup>31</sup>.

No obstante, aun mayor importancia tuvieron los cambios en la teoría y en la práctica de la banca central, que surgieron gradualmente como respuesta al mal funcionamiento del dinero como unidad de cuenta. Dos aproximaciones a la banca central han sido dominantes desde principios de los años noventa: la independencia del banco central y los objetivos de inflación. Conjuntamente, ambas han dictado el funcionamiento de los bancos centrales en los países en vías de desarrollo y en los desarrollados, dando forma a la financiarización. Durante un largo periodo, en los años noventa y en los años dos mil, el desempeño de la inflación de los países desarrollados mejoró significativamente. La disminución de la inflación fue considerada como un gran éxito de la política monetaria —la «Gran Moderación»— y fue atribuida por los teóricos de la corriente dominante a la nueva ortodoxia de la independencia de los bancos centrales y de los

---

<sup>31</sup> El llamado «*shock* Volcker» en EEUU en 1979 es a menudo considerado como un suceso trascendental en el ascenso de las finanzas; para un análisis véase Eric Helleiner, *States and the Re-emergence of Global Finance*, Ithaca (NY), Cornell University Press, 1994, pp. 115-122 y 131-140. Véase también Susan Strange, «Still an Extraordinary Power», en Raymond Lombra y Willard Witte (eds.), *The Political Economy of International and Domestic Monetary Relations*, Ames, Iowa State University Press, 1982; y Susan Strange, «Finance, Information and Power», *Review of International Studies*, núm. 16:3, 1990, pp. 259-274. La determinación de Volcker en su defensa de los intereses financieros de EEUU se resume en Paul Volcker, «The Role of Private Capital in the World Economy», en Stephen Guisinger (ed.), *Private Enterprise and the New Economic Challenge*, Indianapolis, Bobbs-Merrill, 1979; y Paul Volcker y Toyoo Gyohten, *Changing Fortunes*, Nueva York, Times Books, 1992.

objetivos de inflación<sup>32</sup>. La crisis del 2007 puso fin a esta ilusión mostrando que el dinero y las finanzas seguían teniendo un papel disruptivo en el capitalismo contemporáneo.

El razonamiento teórico de la independencia del banco central es plano. En primer lugar, se postula que existe una producción natural de equilibrio de la que la producción real sólo difiere temporalmente. Si, por ejemplo, la inflación actual estuviera por encima de la inflación esperada, entonces se produciría una caída temporal de los salarios reales y de este modo la producción se situaría por encima de la producción natural actual. No obstante, cuando se ajustaran (racionalmente) las expectativas a la inflación actual, las diferencias desaparecerían. En segundo lugar, se asume que la inflación actual depende de la tasa de crecimiento de la oferta monetaria, es decir, que la teoría cuantitativa del dinero es válida. En tercer lugar, se asume además que la política macroeconómica es fundamentalmente un dilema entre, por un lado, el nivel de inflación actual y, por otro, la diferencia entre la producción existente y la deseada<sup>33</sup>.

Se asume que el problema de las políticas, y por tanto de la mala gestión del dinero como unidad de cuenta en los años setenta y en general, se origina por las preferencias de los responsables de la política económica, es decir, en el hecho de que los políticos electos prefieran una inflación real más alta. Lo que caracteriza estas preferencias es la «inconsistencia temporal o dinámica», esto es, la simple falta de honestidad. Los políticos electos tienen un incentivo inherente para manipular la política inflacionaria, de modo que obtengan beneficios con el aumento temporal de la producción gracias a una aceleración decidida de la inflación. Los responsables de las políticas podrían recurrir a este mecanismo si la

---

<sup>32</sup> Para un resumen conciso del presunto éxito de las políticas de los años noventa y los años dos mil, véase uno de los principales exponentes de la «Gran Moderación»: Ben Bernanke, «The Great Moderation», encuentro de la Eastern Economic Association, Washington DC, 20 de febrero de 2004, disponible en [federalreserve.gov](http://federalreserve.gov).

<sup>33</sup> La bibliografía sobre este tema es extensa. Véanse algunas de estas obras: Finn E. Kydland y Edward C. Prescott, «Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans», *Journal of Political Economy*, núm. 85:3, 1977; Robert Barro y David Gordon, «A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural-Rate Model», *Journal of Political Economy*, núm. 91:4, 1983; Barro y Gordon, «Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy», *Journal of Monetary Economics*, núm. 12:1, 1983; Alberto Alesina y Guido Tabellini, «Rules and Discretion with Non-coordinated Monetary Policies», *Economic Enquiry*, núm. 25:4, 1987; Kenneth Rogoff, «The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target», *Quarterly Journal of Economics*, núm. 100:4, 1985; Rogoff, «Reputational Constraints on Monetary Policy», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, núm. 26, primavera de 1987. Para una crítica véase Bennett T. McCallum, «Two Fallacies Concerning Central Bank Independence», *American Economic Review*, núm. 85:2, mayo de 1995; y McCallum, «Crucial Issues Concerning Central Bank Independence», *Journal of Monetary Economics*, núm. 39:1, 1997. Para una perspectiva desde la economía política véase Costas Lapavistas, «The Political Economy of Central Banks: Agents of Stability or Source of Instability?», *International Papers in Political Economy*, núm. 4:3, 1997, pp. 1-52.

política fiscal hubiera agotado su potencial para expandir la producción y el empleo. Alternativamente, podrían estimular la inflación real simplemente para ganarse el favor del electorado.

La cura para esta disrupción de la función de medición del dinero causada por unos políticos en los que no se puede confiar sería un banco central conservador. Habitualmente se asume que un banco central sería más contrario a la inflación que un gobierno electo. De este modo, si la política monetaria fuera competencia exclusiva de un banco central que se mantuviera independiente de las interferencias políticas, habría menos casos en los que la inflación se acelerara a propósito con tal de estimular la producción temporalmente. Además, el banco central podría ganar credibilidad al perseverar en su compromiso por mantener una inflación baja, de modo que incitara a que las expectativas de la inflación de los agentes económicos se ajustaran en consonancia. La función de medición del dinero quedaría protegida y, presumiblemente, se asegurarían ganancias para la economía y para la sociedad.

El razonamiento teórico de los objetivos de inflación es también claro y está estrechamente relacionado con la independencia de la banca central. Esta política se deriva en parte de la teoría cuantitativa del dinero, y en parte de la noción de que existe un dilema temporal entre la inflación y la producción real. Se asume también que hay una tasa «natural» de desempleo consecuente con una inflación estable; los intentos de disminuir el desempleo por debajo de la tasa natural darían simplemente como resultado una mayor inflación. De forma más concreta, la política monetaria que desarrolla un banco central independiente debe tener en cuenta, primero, las expectativas de inflación de los capitalistas y de los trabajadores y, segundo, la «brecha de producción». Esta puede ser entendida como la diferencia entre la tasa de desempleo real y la natural. La prescripción política más influyente para las políticas de la banca central es la regla de Taylor, que prevaleció en EEUU alrededor de dos décadas<sup>34</sup>.

La regla de Taylor está basada en el supuesto de que la expansión monetaria disminuye el tipo de interés real, estimula la actividad económica y, de este modo, reduce la brecha de producción; la contracción monetaria tendría el resultado opuesto. El tipo de interés real viene dado por el tipo de interés nominal menos la tasa de inflación esperada. En consecuencia, el banco central debería establecer un objetivo de inflación y manipular así el tipo de interés natural con tal de influir en las expectativas de inflación.

---

<sup>34</sup> John B. Taylor, «Discretion Versus Policy Rules in Practice», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, núm. 39:1, 1993; véase también Dale Henderson y Warwick McKibbin, «A Comparison of Some Basic Monetary Policy Regimes for Open Economies», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, núm. 39:1, 1993.

Esto afectaría la demanda agregada, eliminaría la diferencia entre la tasa real y el objetivo de inflación durante un periodo de tiempo. La función de medición del dinero crediticio quedaría de nuevo protegida.

Dos problemas sobresalen inmediatamente en esta aproximación a la banca central que ha determinado la financiarización. El primero es que hay poca evidencia de la existencia de un dilema estable entre la inflación y el desempleo<sup>35</sup>. Durante gran parte del periodo de posguerra, el aumento de los niveles de desempleo en los países desarrollados estuvo asociado con la caída de las tasas de crecimiento de la producción; no hay evidencia clara de que los factores monetarios influyan en el nivel de precios. El dinero contemporáneo no funcionó bien como medida de valor durante gran parte de los años setenta, pero sería una falacia explicar este fenómeno como el simple resultado de una política monetaria laxa y de la creación excesiva de dinero. En su lugar, el mal funcionamiento del dinero es en parte debido a los complejos procesos que vinculan la acumulación real a la circulación monetaria, como se discutió en el capítulo 4. La inflación es también el resultado de un pobre desempeño de la acumulación capitalista, en lugar de ser simplemente el resultado de procesos monetarios defectuosos.

En segundo lugar, el supuesto subyacente de los objetivos de inflación fue que el logro de la estabilidad de precios da lugar a la estabilidad financiera. Esta visión fue postulada por Anna Schwartz y fue adoptada por muchos otros durante gran parte del periodo de la «Gran Moderación»<sup>36</sup>. Según Schwartz, la inestabilidad financiera surge principalmente de los

---

<sup>35</sup> La literatura empírica sobre la regla de Taylor es extensa aunque afortunadamente después de la crisis de 2007 se ha quedado anticuada. Para ver trabajos que apoyan esta regla, consúltese Ben Bernanke *et al.*, *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press, 1999; Manfred J.M. Neumann y Jürgen von Hagen, «Does Inflation Targeting Matter?», *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, núm. 84:4, julio/agosto de 2002. Perspectivas críticas que difieren de ella son Philip Arestis y Malcolm Sawyer, «Inflation Targeting: A Critical Appraisal», Working Paper, núm. 388, The Levy Economics Institute, 2003; Lars Svensson, «What Is Wrong with Taylor Rules? Using Judgement in Monetary Policy Through Targeting Rules», *Journal of Economic Literature*, núm. 41:2, 2003; y Thomas I. Palley, «A Post-Keynesian Framework for Monetary Policy», marzo de 2003. Para un trabajo de mayor alcance que desafía incluso la existencia de una tasa de desempleo no aceleradora de la inflación, véase Robert J. Gordon, «The Time-Varying NAIRU and its Implications for Economic Policy», *Journal of Economic Perspectives*, núm. 11:1, 1997; Sawyer (1997); Atish Ghosh y Steven Phillips, «Warning: Inflation May be Harmful to Your Growth», *IMF Staff Papers*, núm. 45:4, 1998; Peter Van Els *et al.*, «Monetary Policy Transmission in the Euro Area», Working Paper, núm. 94, European Central Bank, 2001; Philip Arestis y Malcolm Sawyer, «Can Monetary Policy Affect the Real Economy?», Working Paper, núm. 355, The Levy Economics Institute, 2002

<sup>36</sup> Véase Anna Schwartz, «Financial Stability and the Safety Net», en William S. Haraf y Rose Marie Kushmeider (eds.), *Restructuring Banking and Financial Services in America*, Washington DC, American Enterprise Institute For Public Policy and Research, 1988; y Anna Schwartz, «Why Financial Stability Depends on Price Stability», en Geoffrey Wood (ed.), *Money, Prices and the Real Economy*, Northampton, Edward Elgar, 1998. Véase también Ben Bernanke y Mark Gertler, «Monetary Policy and Asset Price Volatility», *Economic Review*, núm. 4, 1999.



cambios inesperados de la tasa de inflación. Si el banco central focaliza sus esfuerzos en mantener la inflación baja, se reduce entonces el riesgo de que sucedan *boom* crediticios (inducidos por una inflación alta) y recesiones (inducidas por una deflación o desinflación inesperada). La «hipótesis de Schwartz» ha sido puesta a prueba por los economistas de la corriente dominante, quienes como se esperaba encontraron una asociación positiva entre la inestabilidad de precios y la inestabilidad financiera<sup>37</sup>.

Sin embargo, también observaron que las burbujas en los precios de los activos financieros tendían a darse cuando los bancos centrales aplicaban la política del objetivo de inflación<sup>38</sup>. En consecuencia, en los años dos mil, empezaron a surgir argumentos a favor del pragmatismo del banco central, que enfatizaban «objetivos de inflación flexibles» que tuvieran en cuenta también los precios de los activos financieros. No obstante, el núcleo de la aproximación de los objetivos de inflación permaneció intacto y los bancos centrales no dieron pasos concretos para prevenir la enorme burbuja de 2001-2007, ni en EEUU ni en otros países. La consecuente crisis ha arruinado la política de los objetivos de inflación, en tanto se ha hecho evidente que centrar la atención exclusivamente en la estabilidad de precios es de hecho lo que exacerba el riesgo de derrumbe financiero. Las verdades irrefutables de la Gran Moderación se han desvanecido.

Una vez ha quedado claro el fracaso de la política de los objetivos de inflación, ha surgido un debate sobre el futuro papel de los bancos centrales<sup>39</sup>. La crisis ha requerido la intervención urgente de los bancos centrales, fortaleciendo así el papel del banco central en el capitalismo financiarizado. La razón es obvia: los bancos centrales han mantenido el control sobre el dinero de curso legal, concretamente a través de las reservas de los bancos comerciales. La capacidad de los bancos centrales de EEUU y Reino Unido para hacer frente a lo peor de la crisis de 2007 se ha nutrido de la enorme expansión de las reservas bancarias, como se demostró brevemente en el capítulo 4 y será discutido con más detalle en los capítulos 8 y 9. El fortalecimiento de la intervención ha comprometido, sin embargo, la llamada independencia de los bancos centrales, en tanto los gobiernos electos han

---

<sup>37</sup> Michael Bordo y David Wheelock, «Price Stability and Financial Stability: The Historical Record», *The Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, núm. 80:4, 1998, pp. 41–62. Michael Bordo, Michael J. Dueker y David Wheelock, «Aggregate Price Shocks and Financial Instability: A Historical Analysis», Working Paper, núm. 2000-005B, Federal Reserve Bank of St. Louis, 2000.

<sup>38</sup> Véase, por ejemplo, Robert McGee, «What Should a Central Bank Do?», Department of Economics, Florida State University, 2000; y Charles Bean, «Asset Prices, Financial Imbalances and Monetary Policy: Are Inflation Targets Enough?», *Revue d'Economie Politique*, núm. 110:6, 2003.

<sup>39</sup> Algunos economistas han propuesto el fortalecimiento del papel tradicional como prestamistas de última instancia (De Grauwe, 2007, pp. 159-61). Otros han propuesto complementarlo con el de creador de mercado de última instancia, que efectivamente significa que el banco central debería intervenir como comprador de última instancia de los títulos con los que no se pueda comerciar (Butier y Sibert, 2007).

presionado de manera directa tal y como se expone en el capítulo 9 en relación a la crisis de la eurozona. No cabe duda de que los bancos centrales han sido vitales para la intervención del Estado bajo las condiciones del capitalismo financiarizado.

Por último, si bien no menos importante, la influencia de los bancos centrales sobre el contexto de la acumulación financiarizada también ha quedado demostrada en relación con la evolución constante de la forma del dinero. Cuando la expansión del dinero electrónico propiamente dicho y el dinero electrónico de acceso asumió proporciones significativas a finales de los años noventa, surgió la cuestión dentro de la economía dominante acerca de si la posición del banco central podría resultar amenazada. Concretamente, si se creaban cantidades significativas de dinero electrónico fuera de los canales normales del crédito, podría suceder que los bancos centrales redujeran su capacidad para controlar la política monetaria e influir sobre el tipo de interés.

El debate que siguió aclaró la relación más profunda entre el dinero contemporáneo y el banco central bajo las condiciones de la financiarización<sup>40</sup>.

---

<sup>40</sup> La preocupación sobre el impacto del dinero electrónico en los bancos centrales fue primero expresada por el Banco de Pagos Internacional («Implications for Central Banks of the Development of Electronic Money», octubre de 1996). Tomó el relevo Mervyn King en unas pocas observaciones prematuras («Challenges for Monetary Policy: New and Old», *New Challenges for Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1999). Benjamin Friedman especuló así que, si el dinero electrónico se expandía, el banco central sería incapaz de adoptar una política monetaria efectiva («The Future of Monetary Policy», *International Finance*, núm. 2:3, 1999). Friedman reiteró después la visión de que el dinero electrónico hacía que el banco central fuera incapaz de influir sobre los tipos de interés, relevantes para la economía («Decoupling at the Margin», *International Finance*, núm. 2:3, 2000). Otros afirmaron que esto era improbable; véase, por ejemplo, C. A. E. Goodhart, «Can Central Banking Survive the IT Revolution?», *International Finance*, núm. 3:2, 2000; Woodford (2000); y McCallum (2000). El asunto fue tratado por Woodford (2001, 2003) dentro de un marco teórico muy influyente que se basaba en el concepto de Wicksell sobre el tipo natural de interés y situaba la determinación del nivel de precios con independencia de la cantidad de dinero. Buitert (2005) rechazó la idea de que el cambio tecnológico hiciera la política monetaria irrelevante, pero tampoco aceptó el marco de Woodford. Según Benjamin Cohen, por otro lado, el dinero electrónico puede debilitar a los bancos centrales al estimular la competencia internacional entre divisas («Electronic Money: New Day or False Dawn?», *Review of International Political Economy*, núm. 8:2, verano de 2001). Esta cuestión atrajo indudablemente el interés de los neoclásicos austriacos, que habían sido críticos con el monopolio del dinero por parte de los bancos centrales desde hacía tiempo. Ormar Issing señaló las afinidades obvias entre la expansión del dinero electrónico y las visiones austriacas sobre el dinero y la economía («Hayek, Currency Competition and European Monetary Union», 27 de mayo de 1999; «New Technologies in Payments: A Challenge to Monetary Policy», junio de 2000). Otros, más estrechamente asociados con la economía austriaca, han explorado más a fondo la posibilidad de que el papel del banco central pueda estar disminuyendo debido a la emisión privada y competitiva de dinero electrónico, lo cual debilita el monopolio del Estado sobre la emisión del dinero; véase, James A. Dorn (ed.), *The Future of Money in the Information Age*, Washington DC, Cato Institute, 1996; Michael Latzer y Stefan Schmitz, *Carl Menger and the Evolution of Payments Systems*, Cheltenham, Edward Elgar, 2002; Randall S. Kroszner, «Currency Competition in the Digital Age», en David Altig y Bruce D. Smith (eds.), *Evolution and Procedures in Central Banking*, Cambridge, Cambridge University

Con el tiempo, y con acierto, se reconoció finalmente que el dinero electrónico no representa una amenaza para el dominio absoluto de los bancos centrales sobre la esfera monetaria, a pesar de ser una forma novedosa de dinero no relacionada con la anticipación de crédito. Como poco, la emisión competitiva de dinero electrónico propiamente dicho seguiría requiriendo una unidad de cuenta común para estandarizar los precios de las mercancías y de los contratos nominales. Esta misma unidad de cuenta actuaría probablemente como instrumento de compensación mutua de pasivos de dinero electrónico propiamente dicho emitidos por agentes privados. En las economías capitalistas desarrolladas la unidad de cuenta más plausible para estos objetivos sería el dinero de curso legal establecido por el Estado.

Como consecuencia, los emisores de dinero electrónico siguen teniendo que mantener reservas de dinero de curso legal para respaldar sus pasivos de dinero electrónico, y estas las proporciona una institución similar al banco central a través de un mercado abierto. En efecto, los canales de la política monetaria volverían gradualmente a instituirse a lo largo del proceso. Y aunque no dieran resultado, siempre quedaría abierta la posibilidad, para el banco central, de emitir su propio dinero electrónico y poner como requisito que los otros emisores de dinero electrónico mantuvieran dinero electrónico del banco central como reservas. De nuevo, la capacidad del banco central para determinar la política monetaria e influir sobre los tipos de interés quedaría restablecida. Dado que un mecanismo de este tipo ha sido construido históricamente para el dinero crediticio, a través de la institución del dinero del banco central respaldado por el Estado, no hay razón por la que no pudiera construirse de nuevo para el dinero electrónico<sup>41</sup>. Los bancos centrales seguirían siendo las instituciones vertebradoras del dominio monetario y del crédito en el capitalismo maduro financiarizado.

---

Press, 2003, pp. 275-305; Stefan W. Schmitz y Geoffrey Wood (eds), *Institutional Change in the Payments System and Monetary Policy*, Londres, Routledge, 2006.

<sup>41</sup> Friedman ha exagerado el posible impacto de la continuada innovación tecnológica, que presumiblemente traería consigo a nuevos emisores de dinero electrónico propio, lo que forzaría al banco central a entrar en una competición que no puede ganar. Sin embargo, también existe la misma posibilidad con el dinero crediticio, pero en la práctica no ha sucedido nunca. Friedman, «The Future of Monetary Policy» y «Decoupling at the Margin».



## VIII

# TENDENCIAS SUBYACENTES Y FORMAS VARIABLES: LA FINANCIARIZACIÓN AVANZADA Y LA FINANCIARIZACIÓN SUBORDINADA

EN ESTE CAPÍTULO se realiza un análisis empírico de la financiarización a tres niveles distintos. En primer lugar, se evalúa la financiarización en términos agregados con el fin de identificar su forma y sus rasgos generales. A fin de alcanzar este objetivo, se desarrolla un marco conceptual basado en la distinción entre la acumulación real y la acumulación financiera de la economía política marxista. Utilizando este marco, se puede comparar la financiarización entre los cuatro países de referencia: EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido. La comparación revela que hay diferencias sistemáticas en la forma en la que se presenta la financiarización, que en parte reflejan el contraste tradicional entre las finanzas basadas en el mercado, características de EEUU y Reino Unido, y las finanzas basadas en la banca, características de Japón y Alemania.

En segundo lugar, las tendencias fundamentales de la financiarización se investigan a través del análisis de la conducta de las empresas no financieras, los bancos y los hogares. De nuevo, aparecen diferencias significativas entre los cuatro países, que son en general consistentes con las diferencias que aparecen al estudiar la financiarización en términos agregados. Ha habido financiarización en todos los países pero sus formas económicas y sociales difieren según el país.

En tercer lugar, se examina la financiarización en el contexto de los países en vías de desarrollo identificando diferencias sustanciales con los países desarrollados, tanto en el contenido como en la forma. Más específicamente, la financiarización en los países en vías de desarrollo está muy vinculada al funcionamiento del dinero mundial y a la resultante acumulación de divisas extranjeras; además está vinculada a la entrada de la banca extranjera. Por estas razones, la financiarización ha tomado un carácter subordinado en los países en vías de desarrollo en comparación con los países desarrollados.

El análisis empírico de la financiarización en estos tres niveles presenta dificultades conceptuales complejas. Por ejemplo, intuitivamente se buscan evidencias sobre el ascenso y la consolidación de las finanzas en las

actividades de las empresas financieras y en el sector financiero en general. Sin embargo, el sistema financiero es una entidad encargada de actuar como intermediaria y no produce valor; por eso, no existe una forma obvia de plasmar su magnitud o su peso específico sobre el conjunto de la acumulación. Además, una gran variedad de actividades financieras se relacionan únicamente de forma parcial con las operaciones de las empresas financieras, esto incluye aquellas operaciones financieras que llevan a cabo las empresas no financieras en el mercado abierto. Así pues, para establecer la presencia de las finanzas contemporáneas, se deben tener en cuenta las operaciones económicas que realizan tanto las empresas financieras como las no financieras.

Además, hay muchos problemas con los datos, en particular cuando se trata de hacer comparaciones entre países. Las evidencias que se presentan en este capítulo se extraen principalmente de las estadísticas de flujos de fondos de las agencias de estadística sobre la renta nacional o de los bancos centrales, y hacen referencia a distintos activos financieros. Sin embargo, existen dificultades importantes para agregar y comparar activos financieros de las distintas cuentas nacionales. Los métodos de recopilación y de presentación de los datos difieren mucho entre sí y hay periodos de tiempo para los que no se dispone de datos, como queda claro en el apéndice de este capítulo. Las dificultades con los datos agravan en gran parte los problemas conceptuales de la medición de las actividades financieras y exigen una mayor cautela a la hora de interpretar las cifras. El material empírico que se presenta a continuación es más importante por las tendencias que indican que por el tamaño absoluto de las magnitudes financieras a las que se refieren.

### La distinción entre la acumulación real y la acumulación financiera

El sistema financiero proporciona distintos servicios a la acumulación capitalista, tanto monetarios como financieros, tal y como se discutió en el capítulo 5<sup>1</sup>. Los servicios monetarios incluyen la creación de dinero crediticio, la custodia de reservas de dinero, la transferencia de dinero dentro de la economía y la facilitación de las transacciones con divisas extranjeras, entre otros. Los servicios financieros incluyen principalmente la movilización del capital prestable en la economía y su posterior anticipación a través de los préstamos. Los servicios financieros incluyen, además, la recopilación de fondos de dinero disponible y la comercialización del capital prestable en los mercados abiertos.

---

<sup>1</sup> Para un sucinto resumen desde la perspectiva dominante de los servicios que proporciona el sistema financiero a la acumulación capitalista, véase Ross Levine, «Financial Development and Economic Growth», *Journal of Economic Literature*, núm. 35:2, 1997.

Para ofrecer estos servicios, las instituciones financieras deben recopilar información y evaluar los riesgos de la economía. Como consecuencia, el sector financiero actúa como si fuera los nervios y el cerebro de la economía capitalista; es la entidad social que convierte la organización de los recursos disponibles de la sociedad en un conjunto integrado, aunque lo haga sobre la base de la propiedad privada y la obtención de ganancias. Los servicios monetarios y financieros están muy entrelazados, sobre todo a través de la creación de dinero crediticio por parte de las instituciones financieras. A pesar de su centralidad en el capitalismo contemporáneo, especialmente por su relación con el dinero mundial, los debates sobre la financiarización a menudo pasan por alto las operaciones monetarias del sistema financiero.

El primer paso para evaluar la importancia relativa del sistema financiero es distinguir entre la acumulación real y la acumulación financiera. Esta distinción proviene de Marx, que argumentó que el capital «en dinero» disponible para prestar posee una forma de acumulación distinta al capital utilizado en la producción<sup>2</sup>. Desde esta perspectiva, la financiarización podría conceptualizarse como un cambio en el equilibrio entre la acumulación real y la acumulación financiera; concretamente, la financiarización representa el crecimiento asimétrico de la acumulación financiera en comparación con la acumulación real durante las cuatro últimas décadas. El empleo empírico de esta distinción puede aclarar el trasfondo de la financiarización, pero antes es necesario considerar con mayor profundidad la relación entre ambos tipos de acumulación.

La acumulación real implica al capital industrial y al capital mercantil y tiene lugar tanto en la producción como en la circulación. Sus formas concretas incluyen la expansión y el desarrollo de los medios de producción, el aumento de la población activa, el crecimiento de la producción y la mejora de los medios de comunicación, entre otros. La acumulación real también se relaciona con la esfera de la distribución, dado que en esta se realiza la división del producto entre salarios y ganancias. El rasgo característico de la acumulación real es la creación de plusvalía en la producción, que con la venta del producto se acumula como ganancias en forma de dinero que se reinvierten posteriormente. Las señales visibles de la acumulación real incluyen el crecimiento de la producción (del valor y del valor de uso), el aumento de la población activa y el aumento del capital invertido, entre otros. Las estadísticas de la renta nacional son una fuente disponible para

---

<sup>2</sup> Véase, por ejemplo, K. Marx, *Capital*, cit., vol. 3, pp. 599 y 607. Huelga decir que las dos formas de acumulación tienen lugar simultánea y conjuntamente.

el análisis empírico de estos fenómenos a pesar de los inevitables problemas conceptuales que plantean<sup>3</sup>.

La acumulación financiera, en cambio, tiene lugar principalmente en la esfera de la circulación y queda al margen de la esfera de la producción; también traspasa a la esfera de la distribución principalmente a través de la formación de las ganancias financieras, tal y como se discutió en el capítulo 6. La acumulación financiera implica fundamentalmente la movilización, comercialización y la anticipación del capital prestable, es decir, aquellos procesos que a menudo emprenden las instituciones financieras que actúan como intermediarias. A diferencia de la acumulación real, la acumulación financiera no produce un producto final (valor y valor de uso) que pueda ser medido. Aunque se destine trabajo y esfuerzo a las transacciones financieras, no hay una relación directa entre el gasto en factor trabajo en las operaciones financieras y la magnitud de la acumulación financiera. De forma similar, el capital invertido en la constitución de los intermediarios financieros no refleja la magnitud de la acumulación financiera, dado que este capital solo está indirectamente relacionado con la movilización, comercialización y anticipación de capital prestable. La forma concreta que toma la acumulación financiera es la acumulación de derechos a pagos de terceros, es decir, de activos financieros que tienen sus propios precios (ficticios).

Un rasgo distintivo de la acumulación financiera respecto a la acumulación real es que esta se relaciona principalmente con los flujos en lugar de con los *stocks*. Concretamente, la acumulación financiera está relacionada con el aumento de los flujos de capital prestable, en cambio, la acumulación real con el crecimiento del *stock* de capital industrial y mercantil. De este modo, la acumulación financiera no es acumulación en el sentido habitual de una magnitud subyacente que aumenta. Sin embargo, adquiere la forma de acumulación normal, ya que como resultado de estos flujos se acumulan derechos de pago sobre terceros —activos financieros. La dificultad conceptual a la hora de evaluar la acumulación financiera y su equilibrio con la acumulación real se origina precisamente en este hecho característico.

---

<sup>3</sup> La categoría del valor —qué es el valor y cómo se crea— está en la raíz de las dificultades de utilizar las estadísticas de la renta nacional para plasmar la acumulación real. Según la economía política marxista, el valor es trabajo abstracto utilizado en la esfera de la producción, una noción que no se corresponde con la «creación de valor» de las estadísticas de la renta nacional. La categoría de «servicios» que es muy importante para la medición de la financiarización, crea problemas intratables dado que ciertos tipos de «servicios» pueden categorizarse como consumo social en lugar de producción —por ejemplo, algunos de los servicios que proporcionan los administradores del Estado; véase Anwar Shaikh y E. Tonak, *Measuring the Wealth of Nations: The Political Economy of National Accounts*, Cambridge, Cambridge University Press, 1994. Sin embargo, las estadísticas de la renta nacional siguen siendo un primer punto de partida para medir la acumulación real.



El análisis de la acumulación financiera podría desarrollarse todavía más examinando de forma más detallada los flujos de capital prestable. Concretamente, hay flujos que se generan cuando el capital prestable es recopilado a partir de capital dinerario ocioso de los industriales o cuando es devuelto a la acumulación real en forma de nuevos préstamos para los industriales; pero hay también flujos que se generan cuando se comercia el capital prestable con independencia de la acumulación real y a menudo al margen de esta. Si consideramos los dos tipos de flujos durante un periodo de tiempo determinado, resulta que ambos determinan de forma natural un *stock* de capital prestable que está al margen de la acumulación real. Sin embargo, la expansión del *stock* de capital prestable es más bien un efecto colateral, en lugar de la fuerza impulsora de la acumulación financiera; es un subproducto, un residuo de la expansión de los flujos de capital prestable.

Este punto es vital para establecer la diferencia conceptual y empírica entre la acumulación real y la acumulación financiera. El objetivo de la acumulación real es aumentar el *stock* de capital que se utiliza en la producción de valor y de plusvalía. En cambio, la acumulación financiera no tiene una fuerza motriz propia que le permita expandir, de forma equivalente, el capital prestable que se utiliza en las transacciones financieras durante un periodo de tiempo cualquiera, incluso estas transacciones vienen motivadas por la obtención de beneficios. Los propietarios del capital prestable, así como las instituciones financieras que gestionan sus flujos, tienen una capacidad limitada para aumentar la magnitud del capital prestable a través de sus propias acciones. Por ejemplo, y como se discutió en el capítulo 5, las fuerzas que amplían el capital prestable se encuentran principalmente dentro de la acumulación real y se presentan, en primera instancia, como una tendencia hacia el atesoramiento de dinero. La acumulación financiera no se basa, por tanto, en la expansión autoimpulsada de un *stock* de capital bien definido. Esta hace referencia a la expansión de los flujos de capital prestable, a pesar de que determine de forma implícita un *stock* de capital prestable utilizado en las transacciones financieras en todo momento.

En este sentido, la forma que toma el equilibrio entre la acumulación real y la financiera depende de la diferencia característica entre las dos formas de acumulación. Como se explicó en el capítulo 5, el funcionamiento de las finanzas depende del marco histórico, institucional, legal, consuetudinario, e incluso cultural, dentro del cual el capital industrial y el capital mercantil interactúan con el capital prestable. Consecuentemente, la relación entre la acumulación real y la financiera tiene un carácter condicionado históricamente. La acumulación real requiere de un sistema financiero complejo y por tanto necesariamente implica el surgimiento de la acumulación financiera; sin embargo, la actitud y la conducta del sistema financiero varía de acuerdo con factores específicos e históricos. Así,

una determinada situación de la acumulación real, en términos de tasas de crecimiento, empleo y rentabilidad, entre otros, puede corresponderse con distintos Estados de la acumulación financiera. Dado que los factores históricos, institucionales, políticos y culturales desempeñan un papel decisivo en la relación entre ambas, no hay un equilibrio óptimo entre la acumulación real y la financiera.

## La acumulación financiera en términos agregados

Al considerar la naturaleza de la acumulación financiera, se ve que no existe una forma obvia para evaluar empíricamente su magnitud, ni para establecer su dimensión respecto a la acumulación real. Sin embargo, mediante indicadores basados en los datos sobre flujos de fondos se puede delinear la acumulación financiera como un fenómeno agregado, de tal modo que se obtenga una idea general de la financiarización. Estos mismos indicadores podrían también empezar a determinar las diferencias en el ascenso de las finanzas entre los principales países capitalistas. Concretamente, en esta sección se utilizan cuatro indicadores para plasmar la acumulación financiera en términos agregados: en primer lugar, el tamaño relativo de los *stocks* de activos financieros; en segundo lugar, el valor añadido del sector financiero; en tercer lugar, el empleo en el sector financiero; y en cuarto lugar, las ganancias financieras de las instituciones financieras. Sobre la base de esta imagen general, se discuten las tendencias subyacentes de la financiarización —es decir, el comportamiento de las empresas no financieras, los bancos y los hogares— en los siguientes apartados.

## Los stocks de activos financieros

Los flujos de capital prestable, con indiferencia de si tienen o no una relación directa con la acumulación real, dejan un rastro visible en forma de *stocks* de activos financieros. Los valores nominales de los activos financieros no indican ni la magnitud ni la disponibilidad formal de capital prestable por las razones discutidas en el capítulo 6 y demás partes de este libro. No obstante, constituyen una evidencia de los flujos del capital prestable que ya han tenido lugar: son señales visibles de la acumulación financiera. Además, los valores de los activos financieros representan también derechos potenciales de los titulares sobre los flujos futuros de capital prestable.

Los activos financieros se pueden crear a partir de una variedad de procesos distintos, por ejemplo, con la obtención de un depósito bancario, con la anticipación de un crédito o con la emisión de un bono en los mercados financieros, entre otros. Además, los mercados financieros son

capaces de hacer *churning* con el capital prestable: es decir, pueden generar flujos de capital prestable sin ninguna relación con la acumulación real y sostenerlos mediante la compraventa de activos financieros. Por encima de todo, los precios de los activos financieros incorporan un elemento ficticio —discutido en el capítulo 6—, de modo que sobrestiman o subestiman de forma sistemática los flujos correspondientes de capital prestable<sup>4</sup>.

Consideradas estas cuestiones, la cantidad total de activos financieros y su asignación entre sectores de la economía proporciona una primera aproximación a la evolución de la acumulación financiera. El indicador agregado más simple de la expansión de las finanzas es la proporción de los activos financieros totales sobre el Producto Interior Bruto (a precios corrientes)<sup>5</sup>. Esta ratio se calcula en el siguiente gráfico para EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido, e indica un crecimiento extraordinario, pero también una variación pronunciada, de la evolución de las finanzas entre los distintos países.

Concretamente, el gráfico 8.1 representa esta ratio para los cuatro países durante las últimas tres décadas (los datos de activos financieros excluyen al resto del mundo). Lo realmente importante es la tendencia, y no la posición relativa de cada país; en EEUU, por ejemplo, hay un gran sector financiero «en la sombra», que se discute brevemente más adelante y en otras partes del libro y que no aparece en los datos de los flujos de fondos; en Japón, por otro lado, hay muchos cruces de participaciones entre empresas e instituciones financieras que son característicos de la naturaleza del sistema financiero de base bancaria de ese país. No obstante, la ratio sigue ofreciendo datos interesantes sobre la trayectoria del desarrollo financiero en EEUU y Japón, así como en Alemania y Reino Unido. De este

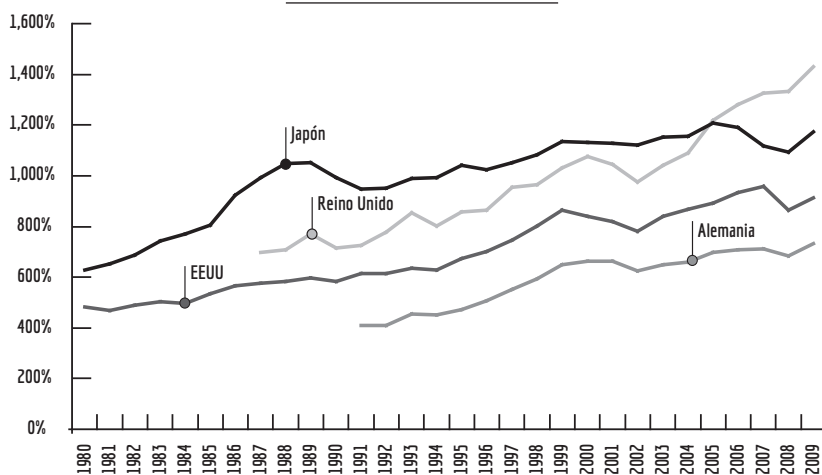
---

<sup>4</sup> La disparidad entre los precios de los activos financieros y el valor de los flujos de capital prestable subyacentes es más evidente en los mercados de derivados financieros, discutidos en el capítulo 1. Estos mercados han producido unos valores nominales enormes que no mantienen una relación clara con los flujos subyacentes de capital prestable, por no mencionar con la acumulación real.

<sup>5</sup> Las ratios de «profundización financiera» se utilizan habitualmente en la economía dominante, incluso para analizar a los países en vías de desarrollo. Una primera aproximación fue usar agregados de la oferta monetaria (M2) en relación al PIB; véase Raymond Goldsmith, *Financial Structure and Development*, New Haven, Yale University Press, 1969. Más recientemente, el uso de los pasivos líquidos de los bancos y de los intermediarios no bancarios en relación al PIB se puede encontrar en Robert G. King y Ross Levine, «Finance and Growth: Schumpeter Might be Right», *Quarterly Journal of Economics*, núm. 153, 1993; así como en Ross Levine, Norman Loyaza, y Thorsten Beck, «Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes», *Journal of Monetary Economics* núm. 46, 2000. Para el uso de los derechos de pago de los intermediarios financieros sobre el sector privado en relación al PIB, véase Michael W. Klein y Giovanni Olivei, «Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth», *Journal of International Money and Finance*, núm. 27:6, octubre de 2008. Todas estas medidas se centran en los intermediarios financieros con tal de evaluar la financiarización en su conjunto, sin embargo, es preferible usar los activos financieros totales con relación al PIB.

modo, el gráfico muestra que se ha producido una expansión sostenida de las finanzas y de trayectoria similar en tanto la ratio se ha doblado, aproximadamente, en todos los países a lo largo del periodo del que hay datos disponibles. El gráfico también plasma los principales acontecimientos financieros de las últimas tres décadas, incluyendo la burbuja del mercado bursátil e inmobiliario de Japón de finales de los ochenta, la burbuja bursátil de Japón a finales de los noventa y la extraordinaria burbuja inmobiliaria de Reino Unido y EEUU en la década de los dos mil.

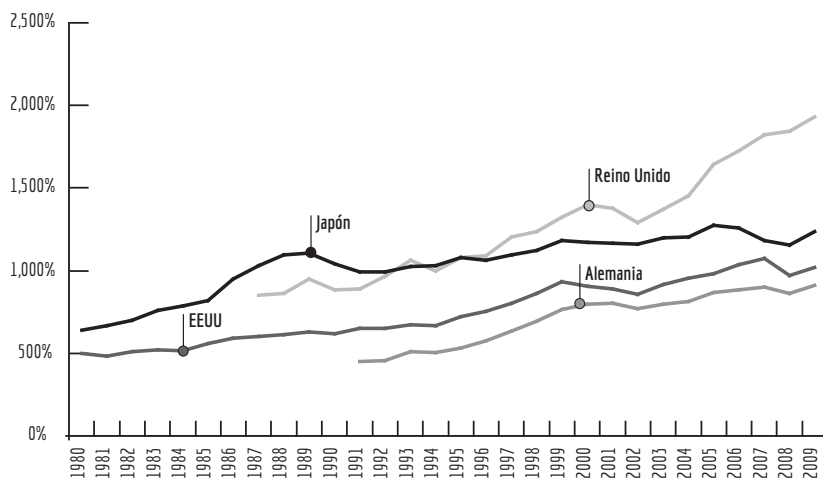
GRÁFICO 8.1. ACTIVOS FINANCIEROS TOTALES (EXCLUYENDO LOS DEL RESTO DEL MUNDO) COMO PORCENTAJE DEL PIB EN EEUU, JAPÓN, ALEMANIA Y REINO UNIDO



Fuente: Flow of Funds, NIPA, tabla 1.1.5 (EEUU); ONS - Office for National Statistics, Financial Statistics Consistent, tablas 12.1, UK Output, Income and Expenditure, tabla C.1 (Reino Unido); Deutsche Bundesbank, Financial Accounts; Statistisches Bundesamt Deutschlands; Bank of Japan, Flow of Funds; Cabinet Office, Government of Japan, National Accounts (Japón). Los datos de EEUU están incompletos; sin embargo, la ratio ha fluctuado alrededor de una media del 470 por cien entre 1959 y 1979, sin presentar una tendencia al alza.

Si se incluyera al resto del mundo en los activos financieros para ofrecer una primera impresión de la dimensión internacional de la financiarización, las cosas no cambiarían de forma dramática, excepto por la posición relativa de Reino Unido. El gráfico 2 indica que entre los cuatro países Reino Unido tiene mayores intereses financieros internacionales en relación con la acumulación real. Esto refleja la evolución histórica del capitalismo británico y el prolongado papel internacional de la City de Londres.

GRÁFICO 8.2. ACTIVOS FINANCIEROS TOTALES (INCLUIDOS LOS DEL RESTO DEL MUNDO) COMO PORCENTAJE DEL PIB DE EEUU, JAPÓN, ALEMANIA Y REINO UNIDO



Fuente: Flow of Funds, NIPA, tabla 1.1.5 (EEUU); ONS, Financial Statistics Consistent, tablas 12.1, UK Output, Income and Expenditure, tabla C.1 (Reino Unido); Deutsche Bundesbank, Financial Accounts; Statistisches Bundesamt Deutschlands; Bank of Japan, Flow of Funds; Cabinet Office, Government of Japan, National Accounts (Japón).

Ambos gráficos muestran además que, a pesar de la similitud de las tendencias, no ha habido uniformidad en la expansión de las finanzas. La acumulación financiera ha mostrado diferencias significativas entre los países capitalistas maduros, que son vitales para analizar la financiarización y, por tanto, la crisis de 2007. La explosión de la acumulación financiera de Japón en los años ochenta sigue siendo, por ejemplo, un suceso aislado. La acumulación financiera creció mucho en los años dos mil en Reino Unido y EEUU pero presentó menor dinamismo en Alemania y Japón.

Estas diferencias reflejan la relación variable entre la acumulación financiera y la acumulación real en función de los factores contingentes de cada país, tanto los históricos como los institucionales y consuetudinarios. También reflejan variaciones en el desempeño, la composición y dirección de la acumulación real. Un método con larga tradición para representar estas complejas interacciones es la distinción entre el capitalismo anglosajón, basado en el mercado, y el capitalismo de Alemania y Japón, basado en la banca, discutido brevemente en el capítulo 2. En el primero, la acumulación real se conecta con la financiera principalmente a través de las interacciones a distancia que tienen lugar en los mercados financieros; en el segundo, las dos se relacionan principalmente a través de las interacciones vía intermediarios financieros.

Podría parecer razonable asumir que la financiarización ha sido más fuerte en los países anglosajones donde las finanzas se basan en el mercado. Sin embargo, los gráficos 8.1 y 8.2 no muestran que la expansión de las finanzas en estos países haya sobrepasado sustancialmente a la de las finanzas de Alemania y Japón en las tres últimas décadas. Al contrario, la acumulación de activos financieros ha sido un rasgo muy destacable en Japón, que incluye la gran burbuja de finales de los años ochenta; EEUU ha exhibido unos resultados más modestos, aunque la ausencia del sector bancario «en la sombra» distorsiona la perspectiva general de forma significativa; mientras tanto, la acumulación financiera en Alemania ha quedado sistemáticamente rezagada de la del resto de países. Sería más preciso, por tanto, decir que ha habido una expansión financiera sostenida en los cuatro países. Además, la trayectoria del ascenso y consolidación de las finanzas no tiene por qué encajar necesariamente con las ideas preconcebidas sobre el comportamiento de los diferentes sistemas financieros. El sector financiero ha crecido en los países capitalistas avanzados a pesar de que las especificidades nacionales están lejos de desaparecer. No obstante, el crecimiento de las finanzas en los años dos mil ha sido mayor en los sistemas financieros anglosajones y ha ido acompañado de cambios en las prácticas y en los instrumentos financieros. Esta dimensión de la financiarización, que ha sido central durante la enorme crisis del 2007, se examina con mayor detalle en el capítulo 9.

La variación inesperada en el crecimiento de las finanzas surge más claramente cuando la magnitud total de activos financieros se divide en función de quién es el titular: el sector financiero o el sector no financiero, ambos normalizados a través del PIB. El primero podría servir como un somera aproximación a las actividades de las instituciones financieras —bancos, instituciones de ahorros, fondos de pensiones y compañías de seguros, entre otros; el segundo podría servir como aproximación de las actividades financieras de las empresas no financieras y de los particulares (los hogares). De este modo, se puede obtener una visión más amplia gracias a la distinción, ya presentada en el capítulo 6, entre las transacciones financieras que están directamente asociadas a instituciones financieras y las transacciones financieras en las que participan los agentes no financieros<sup>6</sup>.

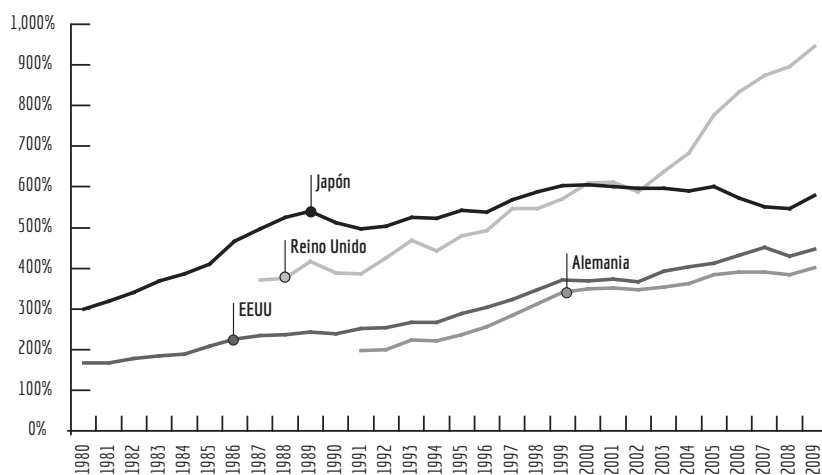
El gráfico 8.3 muestra los activos financieros en manos del sector financiero en los cuatro países; de este se destacan los tres elementos siguientes. En primer lugar, el sector financiero de Reino Unido ha seguido una

---

<sup>6</sup> Esta correspondencia es muy imperfecta y las conclusiones deben sacarse con cautela. Los activos financieros que tienen los hogares, por ejemplo, están habitualmente mediados por instituciones financieras a las que les generan beneficios. Aun así, hay diferencias considerables entre los cuatro países en relación con los flujos asociados con el sector financiero y el no financiero. A pesar de sus inconvenientes, los ratios que se proponen pueden realzar estas diferencias.

tendencia acelerada al alza desde principios de los años noventa, que se acelera de forma pronunciada en la década de 2000. Únicamente en términos del peso relativo del sector financiero, Reino Unido es el país más financiarizado de los cuatro. Parece que en los últimos años, en Reino Unido, ha surgido una profunda asimetría entre su sector financiero y su sector real, lo cual refleja de nuevo el espacio central que ocupa la City de Londres en los flujos financieros mundiales y, por tanto, su extraordinario papel dentro de la economía del país. En segundo lugar, el sector financiero japonés padece un persistente estancamiento desde principios de los años noventa, e incluso perdió peso relativo en los dos mil. La financiarización está presente en Japón pero el sector financiero se ha visto debilitado por la burbuja de finales de los años ochenta. En tercer lugar, el sector financiero de EEUU, a pesar de ser el más grande del mundo y seguir una clara tendencia al alza a lo largo del periodo, ha estado por detrás en términos relativos del de Reino Unido, si no se tiene en cuenta a la banca «en la sombra».

GRÁFICO 8.3. ACTIVOS FINANCIEROS EN MANOS DEL SECTOR FINANCIERO COMO PORCENTAJE DEL PIB; EEUU, JAPÓN, ALEMANIA Y REINO UNIDO



Fuente: Flow of Funds, NIPA, tabla 1.1.5 (EEUU); ONS, Financial Statistics Consistent, tablas 12.1, UK Output, Income and Expenditure, tabla C.1 (Reino Unido); Deutsche Bundesbank, Financial Accounts; Statistisches Bundesamt Deutschlands; Bank of Japan, Flow of Funds; Cabinet Office, Government of Japan, National Accounts (Japón).

La expansión de la banca «en la sombra» ha sido un aspecto importante de la financiarización, especialmente en EEUU. El concepto de «banca en la sombra» se refiere esencialmente al surgimiento de instituciones

financieras que no aceptan depósitos como los bancos comerciales, sino que se financian habitualmente mediante la emisión de pasivos en el mercado monetario. El proceso de dar crédito también implica la titulación y la comercialización de este. El fuerte crecimiento de la «banca en la sombra» en EEUU ha sido un rasgo característico de los años dos mil que contribuyó a la generación y posterior estallido de la burbuja, como se muestra con mayor detalle en el capítulo 9. Basta decir aquí que en EEUU a finales de los años dos mil la «banca en la sombra» alcanzó un tamaño similar al de la banca comercial. La caída del peso de los bancos comerciales ha sido interpretada por los economistas de la corriente dominante como una marginalización o «desintermediación», a menudo como parte del mismo proceso de expansión de la financiación directa a través de los mercados abiertos. Sin embargo, los bancos comerciales también se han transformado; de hecho las instituciones financieras «en la sombra» a menudo dependen de estos para financiarse. Los bancos comerciales han seguido siendo la institución central del sistema financiero, incluso en EEUU, tal y como se mostró durante la enorme crisis que estalló en 2007.

A fin de llevar el análisis de los *stocks* de activos financieros un poco más allá, el gráfico 8.4 muestra los activos financieros en manos del sector no financiero, principalmente hogares y empresas no financieras.

El gráfico 4 indica, de nuevo, que las finanzas han penetrado con fuerza en el sector no financiero, pero cabe ir con cautela a la hora de extraer conclusiones generales. En primer lugar, ha habido una clara tendencia al alza en los cuatro países, lo que señala una creciente penetración de las relaciones financieras en el sector no financiero. En segundo lugar, la adquisición de activos financieros por parte del sector no financiero impulsó la burbuja de Japón de finales de los ochenta, así como la de finales de los noventa. Esto no es un caso aislado en las burbujas bursátiles, sino que es habitual que a última hora, los pequeños inversores compren activos financieros que después resultan en pérdidas de capital. En tercer lugar y en agudo contraste, la burbuja de la década de 2000 en EEUU y Reino Unido no

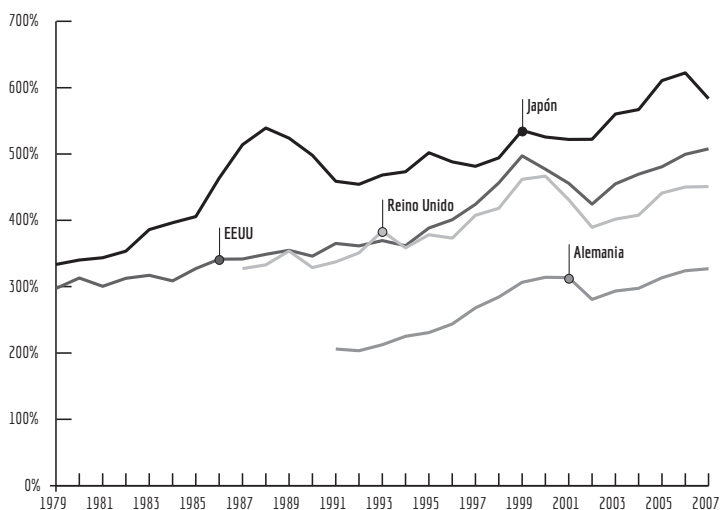
---

<sup>7</sup> Para un análisis de la desintermediación y de la continua preocupación por el papel de los bancos, véase Mark Gertler y John H. Boyd, «U.S. Commercial Banking: Trends, Cycles and Policy», en O. Blanchard y S. Fischer (eds.), *NBER Macroeconomics Annual*, Cambridge (MA), MIT Press, 1993; y E. Gerald Corrigan, «Are Banks Special? – A Revisitation», *The Region*, The Federal Reserve Bank of Minneapolis, marzo de 2000. El papel de la banca «paralela» en la crisis de 2007 se discute en el capítulo 9. Para una explicación analítica y descriptiva de la banca en la sombra que incluya los patrones institucionales de crédito, véase Tobias Adrian y Hyon Song Shin, «The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation», *Banque de France Financial Stability Review*, núm. 13, 2009; Tobias Adrian y Hyon Song Shin, «The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-2009», *Annual Review of Economics*, núm. 2, 2010; Zoltan Pozsar *et al.*, «Shadow Banking», Staff Report, núm. 458, Federal Reserve Bank of New York, julio de 2010, rev. febrero de 2012; y Tobias Adrian y Adam Ashcraft, *Shadow Banking Regulation*, Staff Report, núm. 559, Federal Reserve Bank of New York, 2012.



estuvo acompañada por aumentos significativos de la cantidad de activos financieros en manos de los hogares y de las empresas. La naturaleza de esta burbuja fue distinta a la japonesa de los años ochenta, puesto que se basó en la acumulación de deuda por parte del sector no financiero (principalmente los hogares), lo que posteriormente condujo a la acumulación de activos financieros por parte de las instituciones financieras. En cuarto lugar, la penetración de las relaciones financieras en el sector no financiero, no encaja de nuevo con la expectativa a priori de que las finanzas basadas en el mercado hayan sido dominantes durante las décadas de la financiarización: el país líder en este sentido ha sido Japón, mientras que Reino Unido ha quedado generalmente por detrás.

GRÁFICO 8.4. ACTIVOS FINANCIEROS EN MANOS DEL SECTOR NO FINANCIERO COMO PORCENTAJE DEL PIB EN EEUU, JAPÓN, ALEMANIA Y REINO UNIDO



Fuente: Flow of Funds, NIPA, tabla 1.1.5 (EEUU); ONS, Financial Statistics Consistent, tablas 12.1, UK Output, Income and Expenditure, tabla C.1 (Reino Unido); Deutsche Bundesbank, Financial Accounts; Statistisches Bundesamt Deutschlands; Bank of Japan, Flow of Funds; Cabinet Office, Government of Japan, National Accounts (Japón).

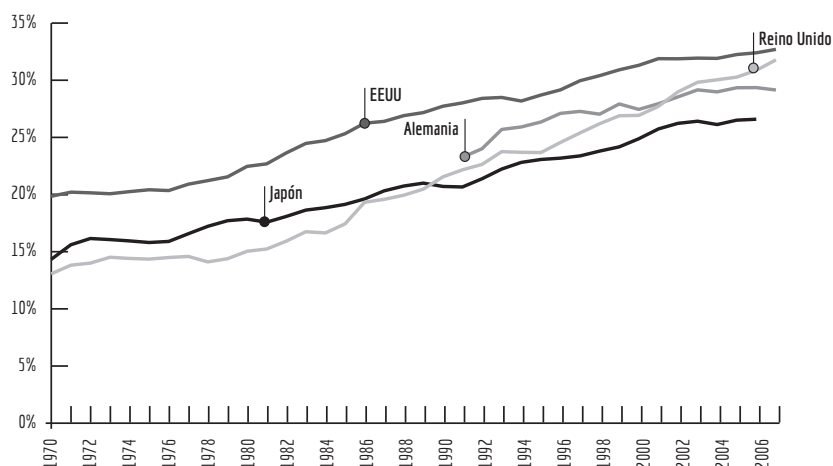
## El valor añadido del sector financiero

El carácter de la acumulación financiera en términos agregados puede determinarse con mayor profundidad si se examinan los datos nacionales sobre el valor añadido. El terreno aquí es especialmente traicionero en tanto el valor añadido se refiere esencialmente al valor del producto menos el valor de los insumos (consumo intermedio), de modo que plasma la

generación de valor de cada sector en concreto; la suma del valor añadido de todos los sectores es equivalente al PIB (ajustado con los impuestos y subsidios). Los problemas conceptuales que plantean las finanzas en relación con el valor añadido son evidentes en tanto el sector financiero es una entidad intermedia que no produce valor. No obstante, las agencias de estadística nacionales incluyen en la práctica al sector financiero en el cálculo del PIB. La medición del «producto» de los servicios financieros se hace habitualmente contando los intereses que reciben las instituciones financieras más las tarifas y las comisiones.

Por eso los datos oficiales que se publican sobre el valor añadido pueden ofrecer una cierta idea (muy imperfecta) sobre el valor que se apropia el sector financiero en relación con el valor añadido total. Esta proporción podría expresar el peso relativo del sector financiero en la economía nacional, y especialmente su evolución en el tiempo. Este indicador tiene únicamente un valor heurístico, en tanto el concepto de valor añadido propiamente dicho no se aplica a las finanzas. Una complicación más es, en este sentido, que las estadísticas nacionales de la renta a menudo clasifican al sector financiero dentro de una categoría más amplia que incluye los seguros y los bienes inmuebles (FIRE, por sus siglas en inglés). Los datos usados en el gráfico 5 se refieren a la trayectoria del valor añadido en esta categoría más amplia, en lugar de al sector financiero definido de forma más precisa.

GRÁFICO 8.5. VALOR AÑADIDO DE LAS FINANZAS, LOS SEGUROS Y LOS BIENES INMUEBLES COMO PORCENTAJE DEL VALOR AÑADIDO TOTAL (PRECIOS CORRIENTES) EN EEUU, JAPÓN, ALEMANIA Y REINO UNIDO



Fuente: Cálculos del autor, base de datos de la OCDE.

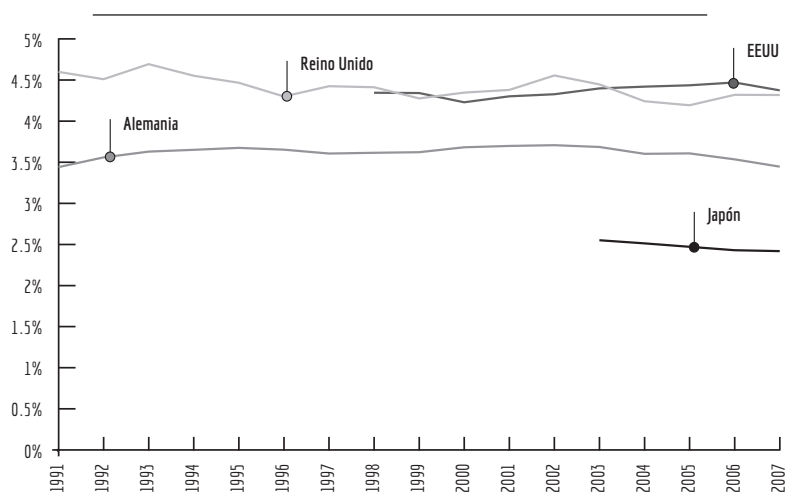
Hay una clara tendencia al alza en los cuatro países, pero la expansión del sector financiero también presenta mucha variación. Es interesante señalar la diferencia en las posiciones de los cuatro países en términos de valor añadido en comparación con los activos financieros: EEUU es el primero en valor añadido y Japón es el último. En otras palabras, la cantidad de activos financieros no sirve como guía de la apropiación de valor por parte del sector financiero. Sin embargo, el dato más destacable es que Reino Unido tiene un punto de partida relativamente bajo y el porcentaje del valor añadido que representa este amplio sector ha crecido mucho más rápido que en los otros tres países, de modo que a mediados de los años dos mil llegó a acercarse a los niveles de EEUU. La aceleración en Reino Unido empezó a mediados de los años ochenta, lo que indica que la financiarización ha seguido este ritmo acelerado durante más de dos décadas.

Esta sección y la anterior ofrecen evidencias de que las finanzas han ganado importancia como sector de actividad económica en los cuatro países. Las relaciones financieras también han penetrado en el sector no financiero, a la vez que por lo general ha aumentado el valor que el sector financiero se ha apropiado como ingreso bruto. Estos datos —junto con el análisis que se lleva a cabo en el capítulo 7— indican que el equilibrio entre la acumulación real y la acumulación financiera ha cambiado en favor de la segunda, al menos para los principales países de la economía mundial. Sin embargo, sería incorrecto concluir que todas las magnitudes económicas relacionadas con las finanzas han tenido una tendencia al alza durante este periodo. En el ámbito del empleo las cosas lucen de forma distinta y este es un punto bastante importante para el análisis de la financiarización.

## **El empleo en el sector financiero**

Las estadísticas nacionales sobre el empleo agregado del sector financiero en los cuatro países son problemáticas para gran parte del periodo posterior a 1973, ya que el empleo en este sector se ha contabilizado junto con los servicios empresariales, los seguros, el comercio al por menor y los bienes inmuebles. Sin embargo, los datos disponibles para los últimos años se centran más concretamente en el sector financiero y, sobre todo, en la intermediación financiera (aunque el año en el que se produce este cambio es distinto en cada país). De este modo, el gráfico 6 muestra el empleo en la intermediación financiera como porcentaje del empleo total.

GRÁFICO 8.6. EMPLEO EN LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA COMO PORCENTAJE DEL EMPLEO TOTAL EN EEUU, JAPÓN, ALEMANIA Y REINO UNIDO



Fuente: Elaboración propia a partir de la base de datos de la OCDE y OCDE Stat. Extracts.

Nota: Hay cambios estructurales en los datos debido a la redefinición del empleo en las finanzas. Por lo general, el sector ha pasado de denominarse «finanzas, seguros, servicios prestados a las empresas y bienes inmuebles» a, de forma mucho más concreta, «intermediación financiera».

Los países con unas finanzas basadas en el mercado (EEUU y Reino Unido) tienen mayores niveles de empleo en el sector financiero que los países con unas finanzas basadas en la banca (Japón y Alemania). Sin embargo, el aspecto más sorprendente del gráfico 8.6 es que los niveles de empleo han sido bajos y se han mantenido estables en los cuatro países: la proporción de la mano de obra empleada en la intermediación financiera se ha mantenido (o incluso ha disminuido de forma sutil) al tiempo que el sector financiero se expandía. Si el empleo en la intermediación financiera (principalmente en la banca) se tomara como una aproximación del empleo en el sector financiero agregado, resultaría que la financiarización no ha conllevado un aumento sostenido de la proporción de mano de obra empleada en el ámbito de las finanzas<sup>8</sup>.

Las razones que explican el estancamiento del empleo en la intermediación financiera no se vislumbran inmediatamente y probablemente están relacionadas con la transformación de la banca, que se discute en los siguientes apartados de este capítulo. Basta decir aquí que la banca

<sup>8</sup> Greta Krippner ha demostrado que la financiarización de la economía de EEUU no ha generado un aumento proporcional del empleo en el sector financiero. Greta Krippner, «The Financialization of the American Economy», *Socio-Economic Review*, núm. 3, 2005.

se ha reestructurado en profundidad en las últimas tres décadas, lo que ha alterado la combinación de aptitudes laborales y tecnologías empleada. La automatización ha transformado el trabajo de los cajeros tradicionales, mientras que las tecnologías de la información han cambiado la naturaleza del trabajo administrativo. Los bancos también han aumentado su presencia mediante cajeros automáticos en detrimento de la expansión de la red de sucursales. Por último, los bancos están bajo presión competitiva para reducir su número de empleados, como quedó patente en Japón desde que acabara la burbuja de los años ochenta<sup>9</sup>.

El fuerte crecimiento de la banca en los años noventa y dos mil ha sido posible gracias a una utilización relativamente estable del factor trabajo.

### Las ganancias financieras

La proporción relativamente pequeña de la mano de obra empleada por los bancos pone en relieve la última parte de los datos empíricos con relación al cambio en el equilibrio entre la acumulación real y la financiera. Las ganancias financieras han pasado a ser una parte importante, y en crecimiento, del total de ganancias en el curso de la financiarización.

Los datos más claros y accesibles sobre esta cuestión son los que proporciona la National Income and Product Accounts (NIPA). Empleando los datos de la NIPA, el gráfico 8.7 delinea la evolución en EEUU de las ganancias financieras como porcentaje de las ganancias totales. Las ganancias financieras hacen referencia aquí a las ganancias antes de impuestos de las finanzas, los seguros, la banca y otros conglomerados financieros; los cálculos incluyen el ajuste de la valoración del inventario y del consumo de capital. Los resultados reflejan en parte el método de cálculo pero la tendencia global y las fluctuaciones de las ganancias financieras siguen siendo sustancialmente las mismas que si se usaran otros métodos de cálculo.

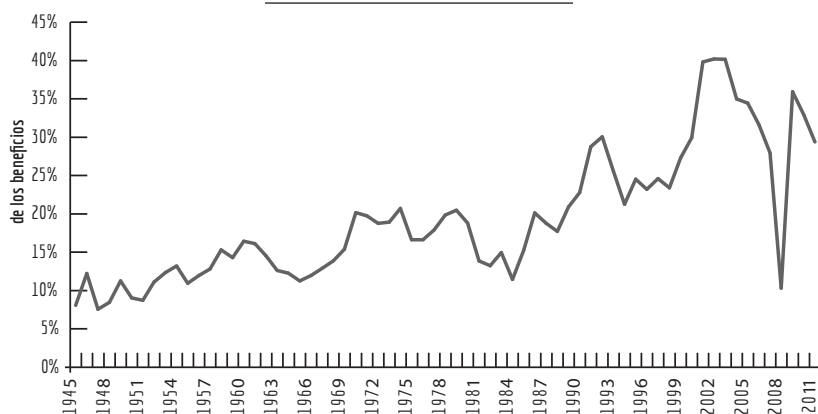
Se ha dado una tendencia general al alza de la proporción de las ganancias financieras a lo largo del periodo de posguerra en EEUU, pero con tres fases distintas. En primer lugar, se produjo un crecimiento sostenido de las ganancias financieras desde 1945 hasta principios de la década de 1970, en los años del largo *boom* de posguerra, durante los cuales las finanzas estuvieron muy controladas. En segundo lugar, se produjo un periodo de estancamiento —e incluso de cierto descenso— entre principios de los años setenta hasta finales de los años ochenta. En tercer lugar, desde principios de los ochenta hasta la actualidad, la tendencia al alza ha pasado a ser

---

<sup>9</sup> Para un análisis más pormenorizado sobre estos temas, véase C. Lapavitsas y Paulo Dos Santos, «Globalization and Contemporary Banking: On the Impact of New Technology», *Contributions to Political Economy*, núm. 27, 2008, pp. 31-56.

mucho más pronunciada, alcanzando las ganancias financieras la extraordinaria proporción del 45 % de las ganancias totales a principios de los años dos mil. La fluctuación más violenta es de lejos la crisis de los años dos mil por las razones que se discuten en el capítulo 9.

GRÁFICO 8.7. BENEFICIOS FINANCIEROS COMO PORCENTAJE DE LAS GANANCIAS TOTALES EN EEUU



Fuente: Elaboración propia a partir de la NIPA, tabla 6.16. El beneficio financiero aquí se refiere al beneficio de las finanzas, los seguros, la banca y otros conglomerados de este sector. El beneficio interno incluye el ajuste por valoración de existencias y por consumo de capital. El beneficio financiero y el interno son antes de impuestos.

No hay datos comparables para los otros países de la muestra. Para Reino Unido y Japón es posible, no obstante, utilizar las estadísticas de la Renta Nacional para hacerse una idea aproximada del peso de las ganancias financieras respecto al total. Se pueden calcular aproximadamente las ganancias financieras y no financieras mediante la renta disponible bruta de las empresas financieras y no financieras, respectivamente, a la que se podrían añadir los impuestos sobre la renta y la riqueza (respectivamente)<sup>10</sup>. Las sumas, a pesar de estos inconvenientes, pueden ofrecer una visión del comportamiento de las ganancias financieras tanto en Reino Unido como en Japón durante las tres últimas décadas.

En el caso de Reino Unido, los datos relevantes disponibles pertenecen a un periodo de tiempo mucho más corto que los datos disponibles para EE.UU., ya que empiezan después de finales de los años ochenta<sup>11</sup>. El gráfico

<sup>10</sup> La renta disponible bruta del Reino Unido se calcula una vez se han descontado los impuestos corrientes, y por tanto debe hacerse un ajuste para permitir una mejor comparación con las ganancias antes de impuestos de EE.UU.

<sup>11</sup> Las cuentas nacionales de Reino Unido incluyen las empresas financieras, las empresas públicas y las empresas privadas no financieras. La suma de sus ganancias antes de impuestos se toma como la ganancia doméstica total.

8.8 muestra una tendencia al alza moderada de las ganancias financieras en Reino Unido, a pesar de que su carácter cíclico es más pronunciado. Emulando en parte el comportamiento de las ganancias financieras en EEUU durante el mismo periodo, tras un crecimiento a finales de los años ochenta y principios de los noventa, las ganancias financieras de Reino Unido, como proporción de las ganancias totales, disminuyeron continuamente hasta principios de la década de 2000. Sin embargo, a lo largo de esta década, las ganancias financieras crecieron rápidamente y acabaron el periodo con un nivel significativamente superior.

GRÁFICO 8.8. BENEFICIOS ANTES DE IMPUESTOS DE LAS EMPRESAS FINANCIERAS COMO PORCENTAJE DE LOS BENEFICIOS INTERNOS TOTALES ANTES DE IMPUESTOS EN REINO UNIDO



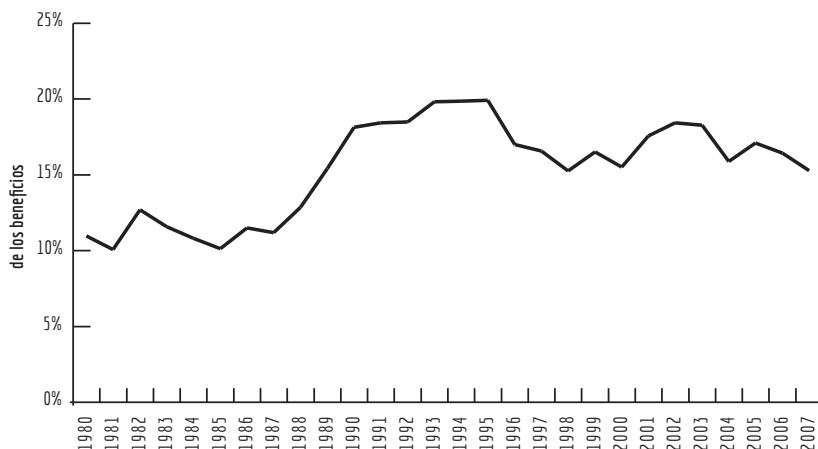
Fuente: Elaboración propia a partir de la ONS, Income and Capital Account, tablas 14.2-14-4.

Nota: La suma de la renta disponible bruta y los impuestos sobre la renta se utiliza como aproximación a las ganancias antes de impuestos de las empresas financieras. Por sectores domésticos se entiende las empresas financieras, las empresas públicas y las empresas privadas no financieras.

Japón representa una imagen similar pero a la vez distinta<sup>12</sup>. El gráfico 9 muestra cómo las ganancias financieras crecieron rápidamente durante la burbuja de los años ochenta; fue entonces cuando entraron en un periodo de estancamiento, e incluso de leve descenso aunque se mantuvieron en cuotas generalmente altas. Las ganancias financieras en Japón presentan también un aspecto cíclico, pero este es relativamente moderado si se compara con EEUU y Reino Unido.

<sup>12</sup> Las cuentas nacionales de Japón proporcionan datos sobre las empresas financieras y las no financieras. La suma de sus ganancias antes de impuestos se considera que son las ganancias financieras totales.

GRÁFICO 8.9. BENEFICIOS ANTES DE IMPUESTOS DE LAS EMPRESAS FINANCIERAS COMO PORCENTAJE DE LOS BENEFICIOS INTERNOS TOTALES ANTES DE IMPUESTOS; JAPÓN



Fuente: Elaboración propia a partir del Cabinet Office (Government of Japan), Annual Report on National Accounts de 2009.

Nota: La suma de la renta disponible bruta y los impuestos sobre la renta se utiliza como aproximación a las ganancias antes de impuestos de las empresas financieras.

La trayectoria de las ganancias financieras es quizás el aspecto más sorprendente de la financiarización y un fuerte indicio del cambio en el equilibrio entre la acumulación financiera y la real. Los gráficos 8.7, 8.8 y 8.9 confirman, en términos generales, que la financiarización ha estado asociada con el crecimiento de las ganancias financieras en comparación con las ganancias derivadas de la acumulación real. Dicho de otro modo, el peso de las ganancias generadas en la circulación parece haber aumentado en comparación con las ganancias generadas en la producción. Cabe señalar que los gráficos subestiman las ganancias financieras agregadas, ya que no incluyen las ganancias que acumulan los particulares y las empresas gracias a la posesión de activos financieros. Además, estos gráficos no incluyen las ganancias financieras que acumulan los gestores de las finanzas en la forma de primas y salarios.

En resumen, los datos que se presentan en esta sección indican que en los países capitalistas maduros, la acumulación financiera ha estado por lo general en ascenso, aunque con variaciones considerables. Los flujos de capital prestable y la magnitud de los ingresos financieros con relación al PIB señalan un peso cada vez mayor de las finanzas en la economía. Ante todo, las ganancias financieras han pasado a ser la parte más importante del



total de las ganancias, incluso a pesar del estancamiento del empleo en el sector financiero. Dado que las finanzas son una actividad de intermediación que no genera valor ni plusvalía, la fuente de las ganancias financieras reside en las ganancias y las rentas creadas en otras partes de la economía. De este modo, incluso a este nivel de agregación tan elevado, parece que la expropiación financiera o la «ganancia derivada de la alienación o de la expropiación» ha ganado importancia en el curso de la financiarización. Esta cuestión se considera con mayor profundidad en el siguiente apartado, al lado de las relaciones fundamentales de la financiarización.

## **Las relaciones fundamentales de la financiarización en los países avanzados**

El ascenso y la consolidación de la acumulación financiera es un reflejo de la financiarización en su conjunto, pero no revela por sí mismo las tendencias que la definen. La financiarización en los países capitalistas desarrollados, como se ha afirmado en distintas partes de este libro, tiene relación con los cambios fundamentales en la conducta de las empresas no financieras, los bancos y los particulares (u hogares). Este epígrafe se centra, por tanto, en las relaciones económicas y sociales que constituyen el núcleo de lo que podríamos llamar financiarización avanzada. Se demuestra que los capitales industriales y financieros han modificado sus operaciones, en parte con el objeto de obtener ganancias financieras, y de este modo han reforzado las antiguas tendencias predatorias de las finanzas. Se han creado nuevos estratos sociales que reciben ingresos relacionados con las finanzas y que solo comparten algunas similitudes con los rentistas de otras épocas. En este sentido, la financiarización representa una transformación sistémica del capitalismo maduro.

## **La financiarización de las empresas no financieras**

Las relaciones fundamentales de la financiarización tienen sus raíces en las operaciones financieras del capital no financiero. No obstante, la financiarización ni representa una fuga del capital productivo hacia el ámbito de las finanzas con el fin de obtener mayores ganancias, ni tampoco el giro del capital productivo hacia las actividades financieras a costa de la inversión productiva. La financiarización representa, en cambio, la transformación de la combinación de las actividades financieras y no financieras, que integran la circulación del capital productivo. Esta transformación tiene implicaciones para la financiación de la inversión, la búsqueda de ganancias financieras, la organización interna de las empresas no financieras y la tendencia a la crisis, que se considera en profundidad en los siguientes capítulos de este libro.

No es una exageración afirmar que tanto las operaciones monetarias como las financieras son esenciales para la circulación del capital productivo. Estas operaciones incluyen los compromisos del capital dinerario en una inversión inicial, recibir crédito comercial para comprar insumos, anticipar crédito comercial para vender el producto, tomar prestado el capital pres-table para expandir y mantener los flujos en circulación, gestionar ingresos, pagos y atesoramientos de dinero, prestar temporalmente capital dinerario ocioso a terceros y, no menos importante, recibir el valor nominal del producto con suficiente regularidad como para prevenir la interrupción de la circulación. El capital productivo está constantemente activo en el ámbito de las finanzas, al tiempo que combina sistemáticamente las operaciones monetarias y financieras con las productivas y comerciales. El dinero y las finanzas están presentes en el origen de la circulación del capital productivo y permanecen interconectados con sus operaciones.

La financiarización del capital productivo representa tanto una transformación de las actividades financieras como un cambio en el equilibrio entre las actividades financieras y las no financieras que son esenciales para la circulación. El capital no financiero (industrial y mercantil) ha alterado la financiación de sus principales actividades, ha adquirido más habilidades financieras y, en consecuencia, ha reestructurado sus operaciones para generar ganancias. Para determinar la financiarización de las empresas no financieras, debe tomarse el análisis teórico como punto de partida de las operaciones financieras intrínsecas a la circulación del capital productivo. El análisis del sistema financiero realizado en el capítulo 5 es, en este sentido, de vital importancia en tanto que, como se demostró, las raíces tanto de la pirámide de las relaciones crediticias como del terreno asociado de las operaciones del mercado bursátil se encuentra en los procesos de la acumulación real. Las necesidades de financiación y las operaciones del capital productivo están en la base del sistema financiero, incluso a pesar de que las segundas mantengan cierta autonomía y de que la procedencia de algunas de sus instituciones se remonte a muy atrás en la historia.

La economía dominante propone la teoría de la «selección jerárquica» (o *pecking order theory* en inglés) con el objeto de plasmar las actividades financieras de las empresas no financieras; una ordenación secuencial de la financiación que viene determinada por su coste y por la facilidad de acceder a esta, que se sustenta sobre la base de la asimetría de información entre los gestores de los fondos y sus propietarios<sup>13</sup>. Las empresas normalmente

---

<sup>13</sup> Stewart C. Myers, «The Capital Structure Puzzle», *Journal of Finance*, núm. 39:3, 1984; Stewart C. Myers y Nicholas S. Majluf, «Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have», *Journal of Financial Economics*, núm. 13:2, 1984. Véase también Stewart C. Myers, «Capital Structure», *Journal of Economic Perspectives*, núm. 15:2, 2001.

prefieren financiar la inversión mediante las ganancias no distribuidas, pero las nuevas empresas que crecen rápidamente suelen necesitar financiación externa. Las formas de esta financiación externa dependen del riesgo, de los costes y de la disponibilidad en el tiempo; una jerarquía de preferencias habitual sería, por orden, el crédito comercial, el papel comercial, los créditos bancarios, los bonos, los bonos convertibles y las acciones. Las acciones se encuentran en último lugar porque son una señal de que los gestores creen que la empresa está sobrevalorada. La teoría de la «selección jerárquica» contrasta habitualmente con la teoría del «dilema», cuyo argumento esencial es que las empresas deciden sobre el nivel de apalancamiento tratando de equilibrar los beneficios fiscales y los costes de quiebra que conlleva el endeudamiento. La teoría del «dilema» (*trade-off* en inglés) puede dotarse de un aspecto dinámico, ya que para decidir el nivel de apalancamiento se considera la interacción de las prácticas financieras y de inversión teniendo en cuenta también los impuestos, los costes de los riesgos financieros y los costes de las emisiones de acciones<sup>14</sup>. Los datos empíricos de EEUU, al menos, dan algún respaldo a la teoría de la «selección jerárquica», pero los resultados no son muy concluyentes; en la práctica, el apalancamiento en las grandes empresas norteamericanas no es tan alto como debería ser según la teoría y las empresas tienen demasiado capital en acciones<sup>15</sup>.

Desde la perspectiva de la economía política marxista, ambas teorías son desde el principio «demasiado abstractas», y en consecuencia suponen una falsa contradicción. A causa de la naturaleza del crédito y del capital prestable, discutida en el capítulo 5, no puede haber una teoría general de las decisiones de financiación de la empresa capitalista. En la práctica, las empresas capitalistas ordenan sus opciones de financiación y escogen entre acciones y deuda basándose en factores contingentes. Un rasgo destacable de la financiación de las grandes empresas durante la mayor parte del siglo XX ha sido, no obstante, el papel dominante de las ganancias no distribuidas. La economía política puede aportar nuevas ideas a esta cuestión.

Las operaciones financieras fundamentales del capital productivo tienen que ver, en primer lugar, con comprometer capital dinerario en cantidades suficientes como para iniciar la circulación y, en segundo lugar, con asegurar la devolución regular del capital dinerario para mantener la continuidad de la rotación. El capital productivo se

<sup>14</sup> Véase, por ejemplo, Mark T. Leary y Michael R. Roberts, «Do Firms Rebalance Their Capital Structures?», *Journal of Finance*, núm. 60:6, diciembre de 2005, pp. 2575-2619.

<sup>15</sup> Eugene Fama y Kenneth French, «Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt», *Review of Financial Studies*, núm. 15:1, 2002. Véase también Murray Frank y Vidhan Goyal, «Tradeoff and Pecking Order Theories of Debt», B. Espen Ecko (ed.), *The Handbook of Empirical Corporate Finance*, Amsterdam, Elsevier, 2008.

autofinancia, en la medida en que apoya su propia circulación, principalmente gracias a los ingresos de las ventas, una condición que depende de una demanda adecuada de sus productos. Los costes de reposición y los desembolsos en nuevas inversiones que realiza el capital productivo dependen, en principio, de la recuperación de los costes a partir de las ventas y de mantener las ganancias a lo largo del tiempo. La financiación del capital productivo, por tanto, tiene un carácter «interno» que pasa a ser dominante una vez que se imponen las tendencias monopolistas en el capitalismo maduro<sup>16</sup>.

Por otro lado, la participación del capital productivo en relaciones de financiación «externa» empieza con el crédito comercial. Este surge de forma espontánea entre los capitales industriales y comerciales y pasa a estar estrechamente vinculado con el crédito bancario, como se muestra en el capítulo 5. El crédito comercial es para el capital productivo el campo de entrenamiento para la adquisición de habilidades financieras, en parte por las relaciones comerciales entre compradores y vendedores, y en parte por la relación con los bancos. Tomar prestado el capital dinerario prestable de los bancos y poner a disposición el capital dinerario ocioso son prácticas financieras que el capital industrial realiza sobre la base del antecedente del crédito comercial. Para el capital productivo, el acceso al capital dinerario prestable en los mercados abiertos, ya sea en forma de deuda o de capital accionarial, requiere estar familiarizado con el crédito bancario y tener ciertas habilidades financieras. Esta es una actividad apta únicamente para las grandes unidades de capital, los monopolios a los que hace referencia la teoría marxista.

La financiarización del capital productivo supone en este contexto un cambio en la composición de la financiación «externa»: los fondos que se obtienen en el mercado abierto ganan importancia en relación con los fondos que provienen de los bancos. Las habilidades y actividades del capital productivo cambian correlativamente. Sin embargo, las variaciones en la composición de la financiación «externa» siempre suceden gracias a un cambio en el equilibrio entre la financiación «interna» y financiación «externa». Este equilibrio depende de los aspectos tecnológicos de la producción, la velocidad de rotación, el grado de monopolización, la organización institucional de los mercados y una serie de factores históricos específicos. El análisis de la financiarización del capital productivo debe empezar, por tanto, con el examen del equilibrio entre la financiación «interna» y la financiación «externa».

---

<sup>16</sup> Esta es la esencia de la objeción que Sweezy hizo al análisis de Hilferding de la financiación de la inversión por parte del capital monopolista.

Hilferding afirmó que, a medida que la escala de la producción crecía, el equilibrio entre la financiación «interna» y la financiación «externa» cambiaba inexorablemente en favor de la segunda y que esta estaría dominada por la banca. La primera parte del silogismo de Hilferding es incorrecta; la segunda es específica de su momento histórico y no encaja con la evidencia contemporánea. De hecho, no hay a priori una formulación teórica ni sobre el equilibrio de la financiación «externa» y la financiación «interna» ni sobre la composición de la financiación «externa». Ambas son históricamente contingentes y reflejan los rasgos específicos del capital industrial y financiero en periodos y casos concretos; deben, por tanto, ser analizadas en estos términos. No obstante, Hilferding hizo una contribución decisiva al destacar el impacto que la financiación «externa» tiene sobre las operaciones del capital que genera la financiación «interna». La organización interna y la conducta del capital productivo están influidas por la deuda y las participaciones en la empresa que dan comienzo y sostienen la circulación en la esfera de la producción. Este es un aspecto importante de la financiarización que se considerará más adelante.

Cabe señalar que para establecer las relaciones subyacentes de la financiarización no es necesario examinar con más detalle las fuerzas que determinan el equilibrio entre la financiación «interna» y la financiación «externa» del capital productivo. Es probable, por ejemplo, que las nuevas tecnologías de la información y la comunicación desarrolladas durante las últimas tres décadas hayan alterado las necesidades de inversión del capital productivo, a la vez que han acelerado la rotación reforzando el papel de la financiación «interna». También es probable que el ascenso de los grandes capitales monopolistas haya acentuado todavía más la importancia de las ganancias no distribuidas para la inversión. Sin embargo, para el análisis de la financiarización basta establecer cuál ha sido la relación entre la financiación «interna» y la financiación «externa». Esta es una base apropiada a partir de la cual examinar el cambio en la composición de la financiación «externa» que se encuentra en el núcleo de la financiarización.

El análisis empírico de la financiarización de las empresas no financieras de este capítulo procede en dos fases. La primera considera la trayectoria de la utilización de fondos «internos» en relación con los «externos» para financiar la inversión agregada durante las últimas cuatro décadas. Se utilizan datos netos, es decir, aquellos que surgen tras compensar las fuentes y los usos de los fondos del conjunto de las empresas no financieras. Este enfoque tiene un riesgo obvio: se cancelan las actividades financieras de las empresas no financieras en ambos lados del balance. Sin embargo, los resultados pueden esclarecer algunos elementos de las prácticas de financiación del sector productivo en los cuatro países. La segunda fase analiza

la composición de la financiación «externa» y considera el equilibrio entre el «crédito comercial» y las fuentes de fondos «bancarios» y «de mercado». El análisis se centra en el peso relativo, pero también en la combinación de activos y pasivos financieros de las empresas no financieras. Los cálculos se hacen en bruto y ofrecen una perspectiva adicional que rectifica en cierta medida la primera fase.

Los datos se obtienen de las cuentas de flujos de fondos de los cuatro países y, por tanto, presentan problemas importantes; dos de los que destacan merecen ser mencionados antes de comenzar con el análisis. El primero, y de lejos el más grave, es que los datos no diferencian entre las grandes empresas monopolistas y otras empresas no financieras. Teniendo en cuenta que el argumento analítico de este libro es que la tendencia a la financiarización se aplica principalmente a las grandes empresas en los países maduros, es necesario interpretar los resultados con cautela. El segundo problema es que los datos sobre activos y pasivos financieros de las empresas no financieras en EEUU contienen una categoría enorme denominada «patrimonio» que sobrepasa el 50 % del conjunto de los pasivos. No está claro cómo se ha construido esta categoría y esto complica el análisis de la composición de los pasivos financieros de las empresas norteamericanas.

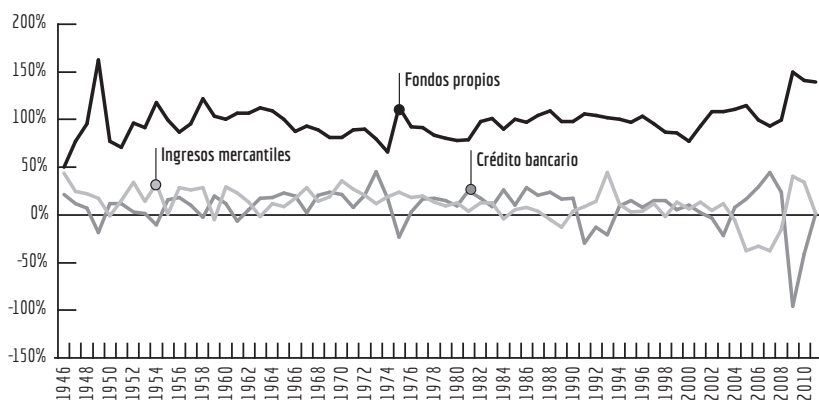
La primera fase examina la financiación de la inversión agregada utilizando un marco que fue desarrollado originalmente por Jenny Corbett y Tim Jenkinson<sup>17</sup>. El marco —que ha sido adaptado para el presente capítulo del modo que se explica en detalle en el apéndice— establece la financiación de la inversión a través de la compensación entre las fuentes y los usos de los fondos. De este modo, se muestra cómo se financia la inversión a través de ganancias no distribuidas («internas»), así como de una variedad de métodos («externos») que incluyen los créditos y los títulos, entre otros. Para su adecuación a los objetivos analíticos de este libro, la financiación «externa» se ha agrupado en dos categorías: la financiación «de mercado» y la «bancaria», tal y como se explica en el apéndice. Los resultados para la financiación del comercio no se presentan en los gráficos porque su magnitud no era suficientemente grande como para incluirlos y habrían complicado sin necesidad la exposición.

---

<sup>17</sup>Véase Jenny Corbett y Tim Jenkinson, «The Financing of Industry, 1970-1989: An International Comparison», *Journal of the Japanese and International Economies*, núm. 10:1, 1996. Este marco ha sido objeto de críticas, en particular por utilizar la financiación neta en lugar de la bruta; véase, por ejemplo, Andreas Hackethal y Reinhard Schmidt, «Financing Patterns: Measurement Concepts and Empirical Results», Working Paper Series: Finance and Accounting, núm. 125, Goethe University Frankfurt, enero de 2004. Para nuestros objetivos, este marco es muy útil, concretamente porque el análisis bruto de las actividades financieras de las empresas no financieras es considerado en la última parte de este capítulo.

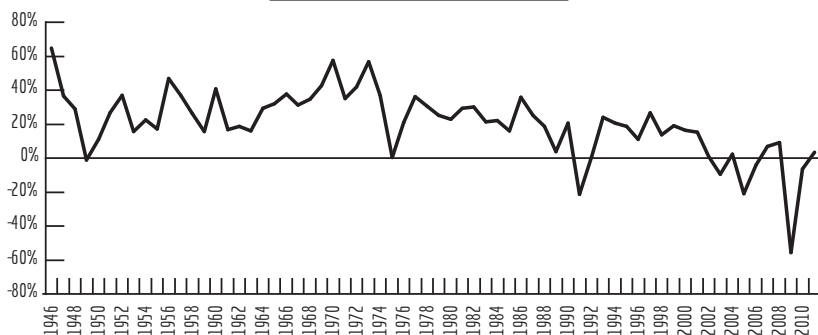
El gráfico 8.10 muestra así que, en el caso de EEUU, la financiación «interna» ha dominado la financiación de la inversión durante todo el periodo posterior a la Segunda Guerra Mundial. Este predominio ha sido casi absoluto en los años de la financiarización, ya que la financiación «interna» ha representado por lo general el total de la inversión; e incluso significativamente más tras el estallido de la crisis de 2007, en la medida en que las empresas norteamericanas han mantenido muchos más fondos de los que invierten. La financiación «externa», en el caso de las empresas de EEUU, ha sido mucho menos importante y ha tenido un carácter mucho menos cíclico a lo largo del mismo periodo. Cabe destacar que ambas, la financiación «de mercado» y la «bancaria», se han movido en dirección opuesta, especialmente en los años dos mil. Si se añade la financiación «externa» como se hace en el gráfico 8.11, queda claro que su peso relativo ha caído en EEUU desde finales de los años setenta. En resumen, la financiarización en EEUU ha sido un periodo en el que las grandes empresas no financieras han confiado en las ganancias no distribuidas a expensas de la financiación «externa».

GRÁFICO 8.10. FUENTES NETAS DE FINANCIACIÓN COMO PORCENTAJE DE LOS GASTOS DE CAPITAL EN EEUU



Fuente: Elaboración propia a partir de US Flow of Funds, tabla F.102.

GRÁFICO 8.11. FINANCIACIÓN EXTERNA NETA TOTAL COMO PORCENTAJE DE LOS GASTOS DE CAPITAL EN EEUU

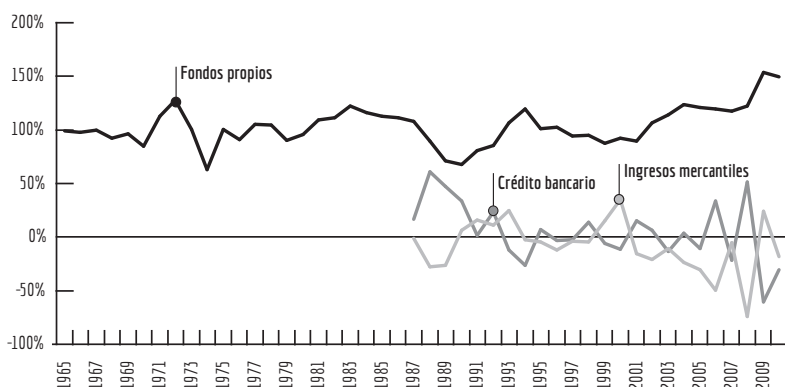


Fuente: Elaboración propia a partir de US Flow of Funds, tabla F.102.

Nota: La financiación externa neta total se calcula a través de la suma de la financiación neta bancaria y la de mercado.

Los resultados para Reino Unido son similares, como se muestra en el gráfico 8.12. La financiación neta de la inversión a lo largo de los años de la financiarización se ha basado principalmente en las ganancias no distribuidas; en los años dos mil, en concreto, las empresas no financieras de Reino Unido mantuvieron muchos más fondos de los que invirtieron. La financiación «externa» ha sido muy cíclica y, a su vez, la financiación «bancaria» y «de mercado» se han movido en direcciones opuestas. Finalmente, la disminución de la importancia de la financiación «externa» en los años de la financiarización es también clara en el gráfico 8.13, que agrupa la financiación «bancaria» y la «de mercado».

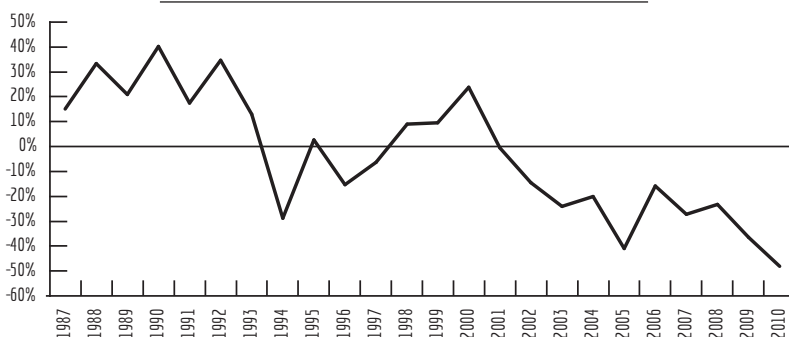
GRÁFICO 8.12. FUENTES NETAS DE FINANCIACIÓN COMO PORCENTAJE DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL EN REINO UNIDO



Fuente: Elaboración propia a partir de la ONS, Financial Statistics, tablas 11.1D y 14.3C.



GRÁFICO 8.13. FINANCIACIÓN EXTERNA NETA TOTAL COMO PORCENTAJE DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL EN REINO UNIDO



Fuente: Elaboración propia a partir de la ONS, Financial Statistics, tablas 11.1D y 14.3C.

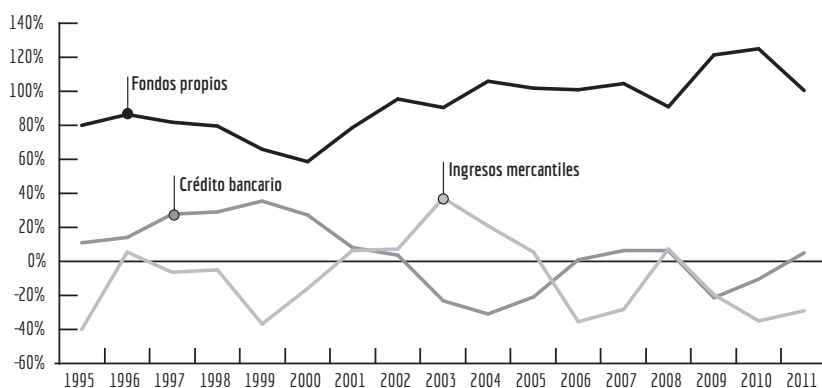
Nota: La financiación neta externa total se calcula mediante la suma de la financiación neta bancaria y de mercado.

Los gráficos de Alemania son igualmente sorprendentes, aunque los datos no permiten que se estime la financiación de la inversión en un periodo de tiempo comparable al de EEUU o Reino Unido. No obstante, parece claro, como se ve en el gráfico 8.14, que las ganancias no distribuidas han sido la forma dominante de financiación y su importancia ha aumentado continuamente en los años dos mil. En este sentido, las empresas no financieras alemanas no son diferentes de las de EEUU y Reino Unido, a pesar del carácter basado en la banca del sistema financiero alemán. Cabe señalar que la financiación «externa» también ha tenido un comportamiento bastante cíclico, mientras que la financiación «bancaria» y la «de mercado» también se han movido en direcciones opuestas. Finalmente, el gráfico 8.15 muestra que la financiación «externa» total de la inversión ha disminuido en importancia de forma similar a lo que ha sucedido en EEUU y Reino Unido.

Sin embargo, los resultados más sorprendentes son los de Japón, la cuna histórica de la financiación basada en la banca y un país en el que las empresas no financieras han confiado tradicionalmente en los préstamos bancarios para financiar la inversión. Los datos de Japón presentan problemas especialmente difíciles de tratar, y que se explican en el apéndice; por eso mismo los gráficos deben tratarse con mucha cautela. Lo que importa son las tendencias y no los niveles absolutos que se estiman. De este modo, el gráfico 8.16 muestra que los fondos «internos» empiezan a ganar importancia a principios de los años noventa y tras el estallido de la burbuja japonesa de los años ochenta. El ascenso de las ganancias no distribuidas en las dos décadas posteriores ha sido asombroso; en 2010,

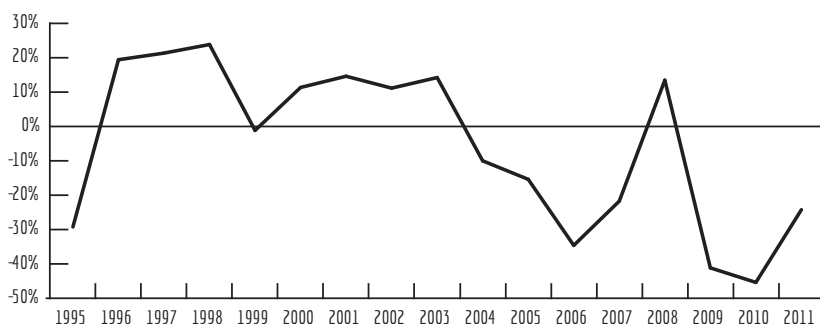
las empresas no financieras de Japón mantenían volúmenes sustanciales de fondos líquidos. El crédito bancario y la financiación de mercado han disminuido continuamente en importancia y han fluctuado en direcciones opuestas. La caída de la financiación «externa» también se aprecia en el gráfico 8.17. Hay pocas dudas de que las empresas no financieras de Japón se han vuelto menos dependientes de la financiación de los bancos (y otras formas externas), en comparación con cualquier otro momento del periodo de posguerra.

GRÁFICO 8.14. FUENTES NETAS DE FINANCIACIÓN COMO PORCENTAJE DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL; ALEMANIA



Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat, Annual Sector Accounts.

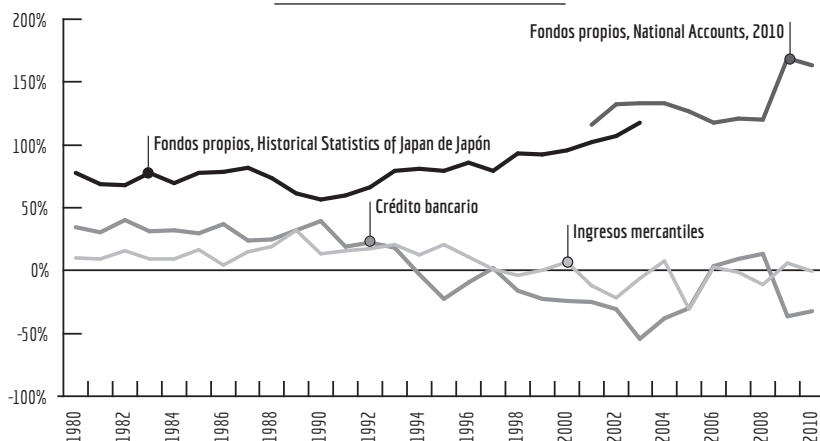
GRÁFICO 8.15. FINANCIACIÓN EXTERNA NETA TOTAL COMO PORCENTAJE DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL; ALEMANIA



Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat, Eurostat, Annual Sector Accounts.

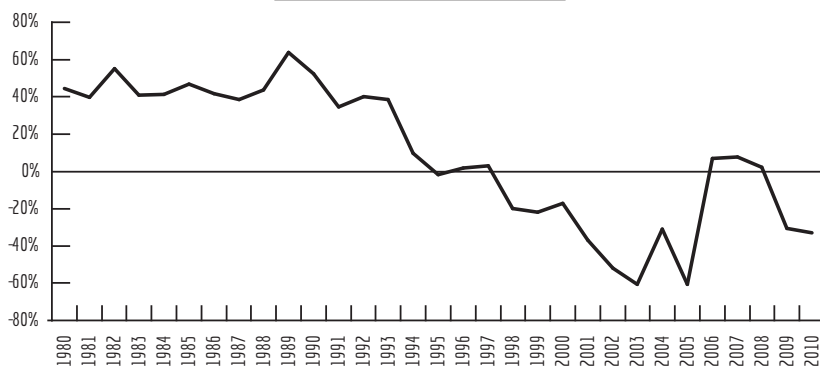
Nota: La financiación externa neta total se calcula a través de la suma de la financiación neta bancaria y la de mercado.

GRÁFICO 8.16. FUENTES NETAS DE FINANCIACIÓN COMO PORCENTAJE DE LOS GASTOS DE CAPITAL EN JAPÓN



Fuente: Elaboración propia a partir del Bank of Japan, Flow of Funds; Cabinet Office, Government of Japan, Historical Statistics of Japan, tablas 3-29-b y 3-30-a (1980-2003); Cabinet Office, National Accounts, 2010, Flow, tablas 2.2, 3.1 (2001-2010).

GRÁFICO 8.17. FINANCIACIÓN EXTERNA NETA TOTAL COMO PORCENTAJE DE LOS GASTOS DE CAPITAL EN JAPÓN



Fuente: Elaboración propia a partir del Bank of Japan Flow of Funds; Cabinet Office, Government of Japan, Historical Statistics of Japan, tabla 3-30-a (1980-2003); Cabinet Office, National Accounts, 2010, Flow, tabla 3.1 (2001-2010).

Nota: La financiación neta externa total se calcula a través de la suma de la financiación neta bancaria y la de mercado.

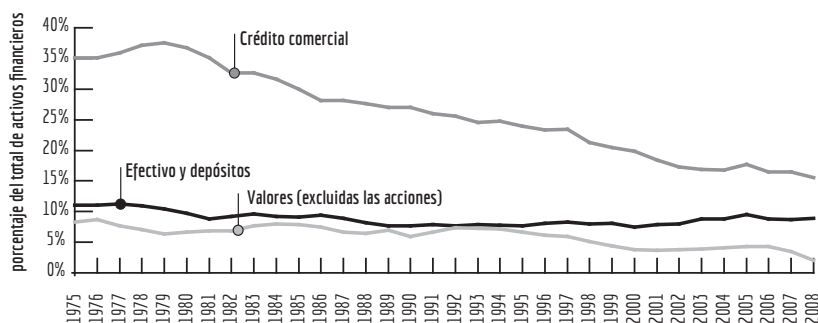
En resumen, la primera etapa de la investigación empírica de las empresas no financieras ha determinado que en los cuatro países ha crecido la independencia respecto a la financiación «externa». El capital productivo en los países líderes de la financiación basada en el mercado y en la banca confía

cada vez más en las ganancias no distribuidas para financiar la inversión sobre bases netas. La financiarización viene caracterizada por la distancia, cada vez mayor, entre las empresas no financieras y los bancos. Bajo este supuesto fundamental, la financiarización se presenta en los países capitalistas sin importar la caracterización histórica de sus sistemas financieros. Al mismo tiempo, las empresas no financieras han adquirido habilidades y capacidades que les permiten una colaboración más estrecha con los mecanismos del sistema financiero. Hay, en este sentido, grandes diferencias entre los países capitalistas, tal y como se demuestra a continuación.

La segunda fase del análisis empírico de las empresas no financieras se centra en la composición de la «financiación externa» y se consideran los usos y las fuentes de los fondos en términos brutos. El objetivo es tratar de plasmar el cambio en la implicación de las empresas no financieras en el sector financiero en ambos lados del balance, mostrando a las empresas no financieras tanto como prestatarios (receptores) como prestamistas (oferentes) de fondos. Otro de los objetivos es demostrar el cambio en la composición de las actividades «externas», de nuevo en los dos lados del balance, para establecer el trasfondo de la financiarización.

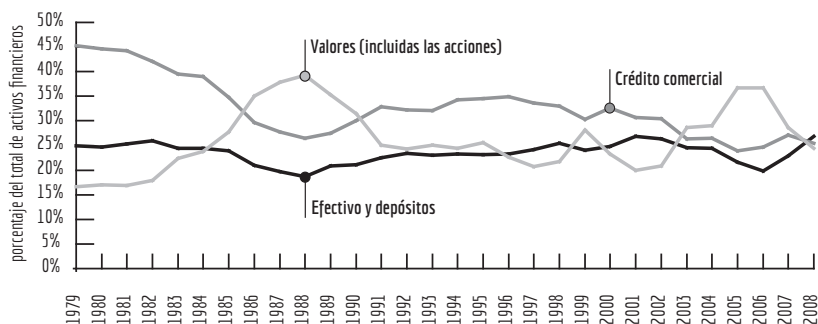
Primero se considera la composición de los activos financieros de las empresas no financieras, mostrados para cada país en los gráficos 18, 19, 20 y 21. Las categorías escogidas para reflejar la composición son: en primer lugar, las divisas y los depósitos, que indican la liquidez de las empresas no financieras; en segundo lugar, los títulos, que indican el préstamo de capital prestable pero también las participaciones cruzadas; y en tercer lugar, el crédito comercial, que indica la provisión de cierto tipo de crédito entre empresas que retiene un grado sustancial de independencia respecto al sistema financiero.

GRÁFICO 8.18. COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS TOTALES DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS EN EEUU (1975-2008)



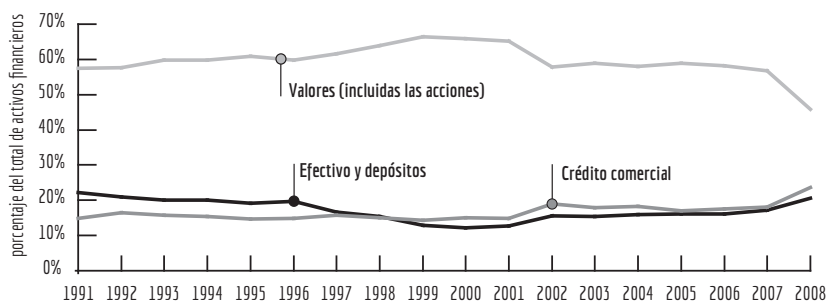
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de US Flow of Funds. Los títulos (excluyendo las acciones) se definen como la suma de los instrumentos del mercado crediticio, las participaciones en los fondos de inversión y los repo (operaciones de reporto). A diferencia de otros países, las acciones no se incluyen en los títulos.

GRÁFICO 8.19. COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS TOTALES DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS EN JAPÓN (1978-2008)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Bank of Japan. Los títulos (incluyendo las acciones) se definen como la suma de «títulos excluyendo las acciones» y «acciones y otro capital».

GRÁFICO 8.20. COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS TOTALES DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS EN ALEMANIA (1991-2008)

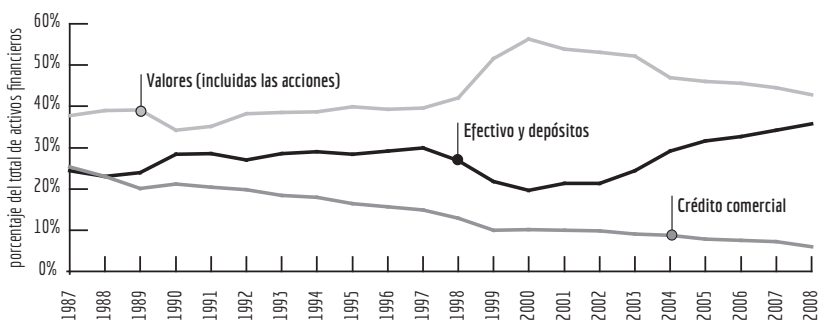


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Deutsche Bundesbank. Los títulos (incluyendo las acciones) se definen como la suma del papel comercial, los bonos, las acciones, otro capital, y participaciones de los fondos de inversión. La categoría «otros activos» se usa como aproximación del crédito comercial.

Es necesario interpretar estos gráficos con cautela, especialmente en el caso de EEUU, donde las tendencias están distorsionadas por la vasta categoría «otros», como ya se ha mencionado anteriormente. El rasgo más llamativo es la caída continua del crédito comercial proporcionado por las empresas no financieras en EEUU, Japón y Reino Unido, aunque este haya aumentado en Alemania. Parece que las empresas no financieras han pasado a depender más directamente del sistema financiero a causa de las necesidades de la circulación del capital, excepto en el caso de Alemania. Resulta

igual de llamativo, aunque no tan sorprendente, que haya una relación inversa entre el dinero y los títulos de las empresas en los cuatro países. No hay tendencias predominantes: las empresas no financieras tienden a alterar la composición de los activos financieros de acuerdo con las condiciones económicas generales y con las fluctuaciones de los tipos de interés.

GRÁFICO 8.21. COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS TOTALES DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS EN REINO UNIDO (1987-2008)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la ONS. Los títulos (incluyendo las acciones) se definen como la suma de «títulos excluyendo las acciones» y «acciones y otro capital». El concepto de «otras cuentas por pagar/por cobrar» se usa como aproximación del crédito comercial.

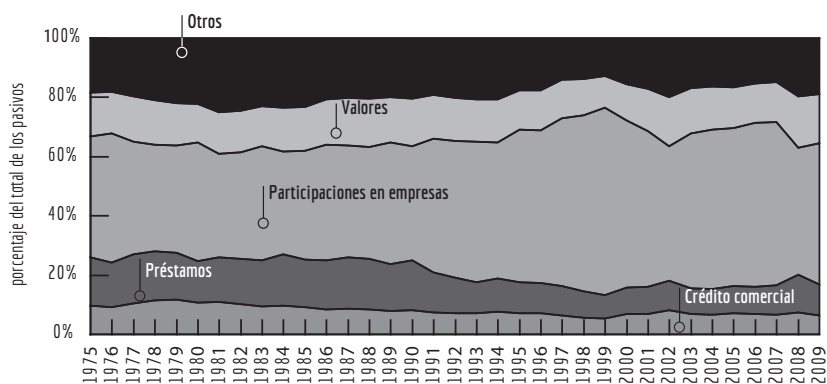
En este sentido, las fusiones y adquisiciones de las empresas no financieras han sido importantes durante las últimas décadas, especialmente en los sistemas financieros anglosajones. Las fusiones y adquisiciones son un mecanismo clave para la centralización del capital, y por tanto, de forma implícita, para la financiación de las actividades de las empresas monopolistas, aunque su alcance obviamente depende del carácter global del sistema financiero. Las fusiones y adquisiciones también ofrecen oportunidades para extraer ganancias financieras y podrían, por tanto, modificar el funcionamiento interno de los monopolios. Este es un tema habitual de la literatura heterodoxa sobre las finanzas, que por lo general destaca también el efecto perjudicial de la participación de las empresas no financieras en el mercado bursátil; este tema se relaciona así directamente con el debate sobre el «valor accionario»<sup>18</sup>. De acuerdo, no obstante, con el enfoque de

<sup>18</sup> Para un análisis histórico del movimiento de fusiones en EEUU a comienzos del siglo XIX véase Naomi Lamoreaux, «The Great Merger Movement in American Business, 1895-1904», Cambridge, Cambridge University Press, 1985. Para un análisis crítico de los efectos de las fusiones en el poder de los gestores y del auge de los imperativos financieros entre las empresas norteamericanas véase William Lazonick, «Financial Commitment and Economic Performance», *Business and Economic History*, Second Series, núm. 17, 1988; y William Lazonick, «Controlling the Market for Corporate Control», *Industrial and Corporate Change*, núm. 1:3, 1992.

la financiarización adoptado en este libro, los cambios en la combinación de activos y pasivos financieros de las empresas no financieras —incluso los de las transacciones independientes en el mercado bursátil— tienen una relación indirecta con las decisiones de inversión. Hay pocas dudas de que la organización interna del capital monopolista se altera cuando las fusiones y adquisiciones del mercado bursátil pasan a ser una parte importante de sus actividades, sin embargo el vínculo causal con la inversión no es en absoluto obvio. Esto no niega el hecho empírico de la existencia de una inversión débil en los países capitalistas maduros, que se discutirá con mayor detalle en el capítulo 9.

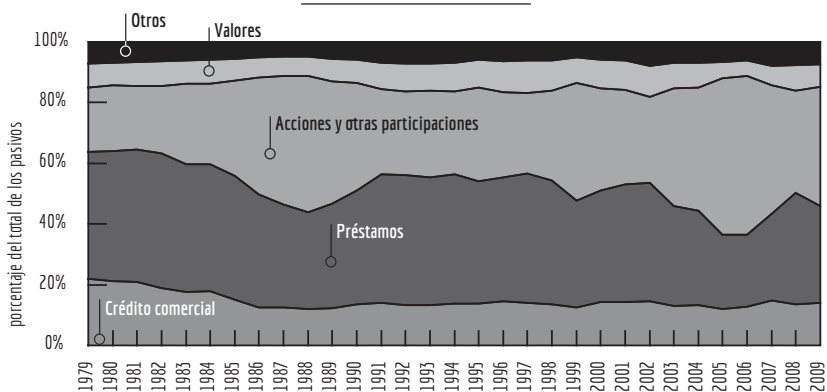
En el otro lado del balance, la composición de los pasivos financieros de las empresas no financieras se muestra para cada país en los gráficos 22, 23, 24 y 25. Las categorías escogidas para plasmar la composición son: en primer lugar, los títulos no accionariales; en segundo lugar, el total de acciones; en tercer lugar, los préstamos totales; y en cuarto lugar, el crédito comercial. Las dos primeras categorías indican la financiación de mercado a través del papel comercial, los bonos, las acciones y otros títulos emitidos en los mercados abiertos; el tercero indica la financiación proporcionada por los bancos; y el cuarto ofrece evidencia de la financiación a través del crédito que se genera espontáneamente entre empresas.

GRÁFICO 8.22. COMPOSICIÓN DE LOS PASIVOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS Y NO AGRARIAS EN EEUU (1975-2008)



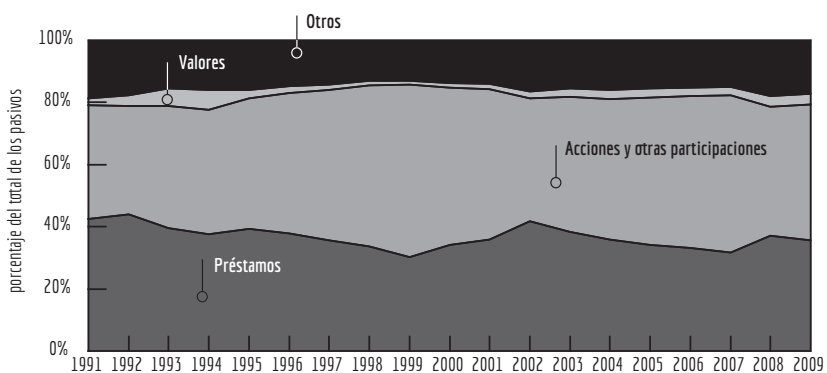
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de los US Flow of Funds.

GRÁFICO 8.23. COMPOSICIÓN DE LOS PASIVOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS EN JAPÓN (1979-2009)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Bank of Japan, Flow of Funds. La categoría de «otros» incluye los depósitos monetarios, la cuentas por pagar, otras obligaciones externas y deudas, entre otros. Los «títulos» no incluyen las acciones ni los derivados financieros.

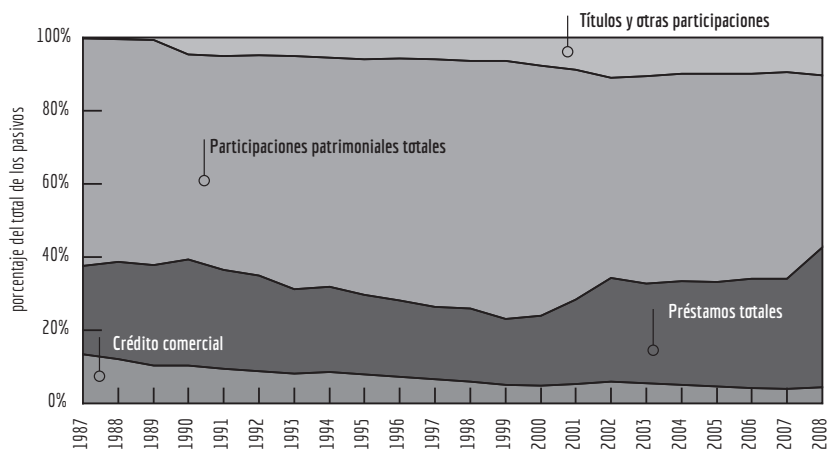
GRÁFICO 8.24. COMPOSICIÓN DE LOS PASIVOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS EN ALEMANIA (1991-2008)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Deutsche Bundesbank. La categoría de «títulos» es la suma del papel del mercado monetario y los bonos; la categoría «otros» es la suma de las obligaciones de pagos de las pensiones y de otros pasivos.



GRÁFICO 8.25. COMPOSICIÓN DE LOS PASIVOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS EN REINO UNIDO (1987-2008)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la ONS, Financial Statistics Consistent, tabla 12.1B.

Queda patente que el crédito comercial como fuente de financiación ha estado en continuo declive en EEUU, Japón y Reino Unido, aunque no haya datos disponibles para Alemania. La caída es consistente con la evidencia sobre el crédito comercial del lado de los activos, y de nuevo señala una mayor implicación de las empresas no financieras en las actividades del sistema financiero, con tal de obtener liquidez para la circulación. Los créditos bancarios, por otro lado, han disminuido de forma continua como proporción de los pasivos en EEUU, y todavía de modo más prominente en Japón y Alemania. Huelga decir que las empresas japonesas y las alemanas continúan teniendo mayores porcentajes de deuda bancaria que las empresas norteamericanas, lo cual refleja el carácter basado en la banca de las finanzas en Alemania y Japón.

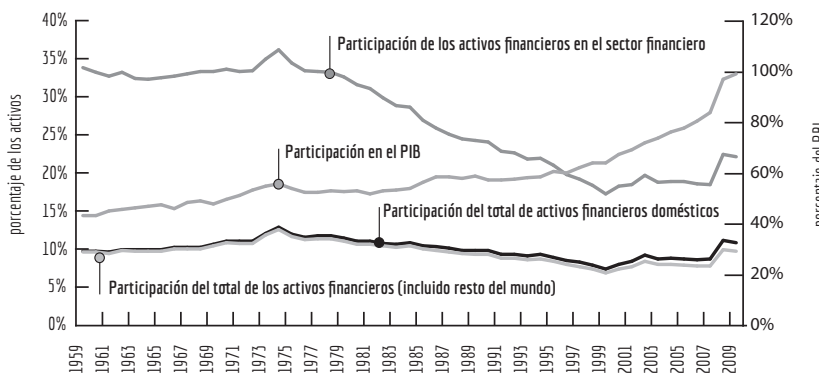
Reino Unido ha mostrado, finalmente, un comportamiento inusual en los años dos mil, en tanto parece que los préstamos bancarios muestran un fuerte crecimiento. Este aspecto de Reino Unido se discute con más desarrollo a continuación; no obstante, el aumento de los préstamos bancarios de las empresas del Reino Unido ha sido en gran parte debido a los bancos extranjeros. La financiación de mercado muestra, finalmente, un crecimiento continuo en EEUU, Japón y Alemania, pero disminuye en Reino Unido en los años dos mil, consistente con el aumento de la financiación bancaria.

En definitiva, la evidencia, tanto la que presentan los activos como la de los pasivos del sector empresarial, indica que la financiarización ha tenido lugar en los cuatro países. Concretamente, las empresas no financieras muestran más confianza en los mercados de títulos y menos en los bancos para obtener financiación; también muestra un debilitamiento de la generación espontánea del crédito comercial. Sobre esta base, la financiarización de las empresas no financieras supone una mayor integración en el sistema financiero, al tiempo que una mayor distancia respecto de los bancos. El capital productivo se está financiarizando, pero esto no supone un retorno del capital financiero.

## La transformación de los bancos

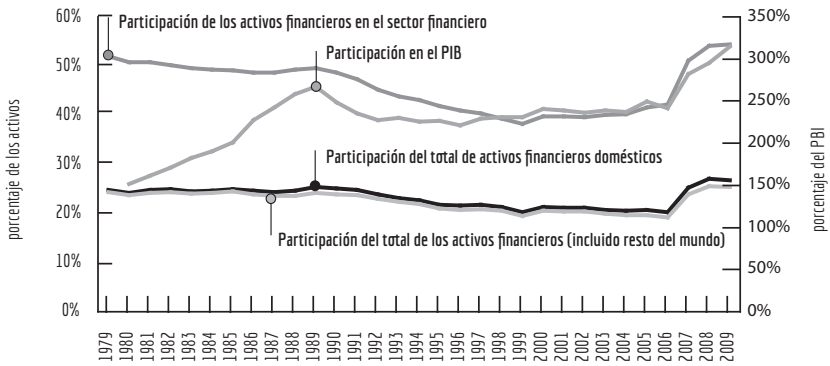
La financiarización de las empresas no financieras ha tenido implicaciones importantes para los bancos: su transformación ha sido un rasgo central del periodo. En los gráficos 26, 27, 28 y 29 se muestra la expansión del sector bancario de los cuatro países a través de los activos financieros de los bancos comerciales con respecto, primero, del PIB; segundo, de los activos financieros de todo el sistema financiero; tercero, del total de los activos financieros nacionales; y, cuarto, del total de los activos financieros incluidos los del resto del mundo.

GRÁFICO 8.26. ACTIVOS DE LOS BANCOS COMERCIALES COMO PORCENTAJE DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS DEL SECTOR FINANCIERO, DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS DE TODA LA ECONOMÍA Y DEL PIB EN EEUU (1959-2009)



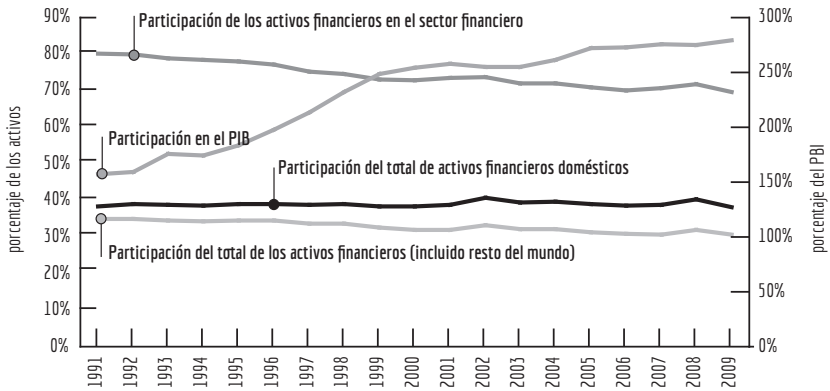
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de los flujos de fondos de EEUU, NIPA, Tabla 1.1.5.

GRÁFICO 8.27. ACTIVOS DE LOS BANCOS COMERCIALES COMO PORCENTAJE DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS DEL SECTOR FINANCIERO, DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS DE TODA LA ECONOMÍA Y DEL PIB EN JAPÓN (1979-2009)



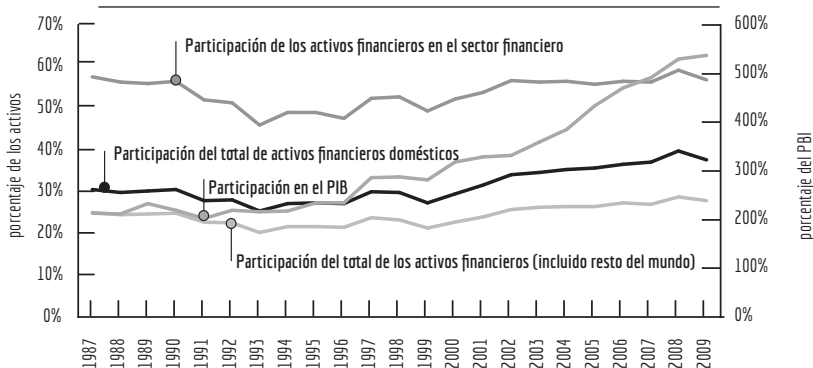
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Bank of Japan, Flow of Funds; Cabinet Office, Government of Japan, National Accounts.

GRÁFICO 8.28. ACTIVOS DE LOS BANCOS COMERCIALES COMO PORCENTAJE DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS DEL SECTOR FINANCIERO, DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS DE TODA LA ECONOMÍA Y DEL PIB EN ALEMANIA (1991-2009)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Deutsche Bundesbank, Financial accounts; Statistische Bundesamt Deutschlands. El sector financiero se basa en la Institución Financiera Monetaria, compañías de seguros y otras instituciones financieras.

GRÁFICO 8.29. ACTIVOS DE LOS BANCOS COMERCIALES COMO PORCENTAJE DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS DEL SECTOR FINANCIERO, DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS DE TODA LA ECONOMÍA Y DEL PIB EN REINO UNIDO (1987-2009)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la ONS, Financial Statistics Consistent, tablas 12.1, UK Output, Income and Expenditure, tabla C. 1.

Ha existido un fuerte crecimiento de los bancos comerciales en relación al PIB en todos los países. Incluso en Japón, a finales de la década de 2000, los bancos tenían un tamaño grande con relación al resto de la economía, y esto a pesar de que los bancos habían pasado por un prolongado periodo de estancamiento después del estallido de la burbuja de los años ochenta. Sin embargo, existen también diferencias notables entre los cuatro países —los bancos han pasado a ser proporcionalmente mayores en Reino Unido en comparación con Japón, Alemania e incluso con EEUU<sup>19</sup>. Cabe señalar también que en EEUU y Japón, el peso de los activos de los bancos comerciales en relación con los activos financieros nacionales es similar al peso relativo sobre los activos financieros en manos del resto del mundo; sin embargo, en Alemania y Reino Unido, los primeros son mayores que los segundos. Parece pues que los agentes económicos de Alemania y Reino Unido han estado mucho más involucrados en las transacciones financieras internacionales que en EEUU y Japón.

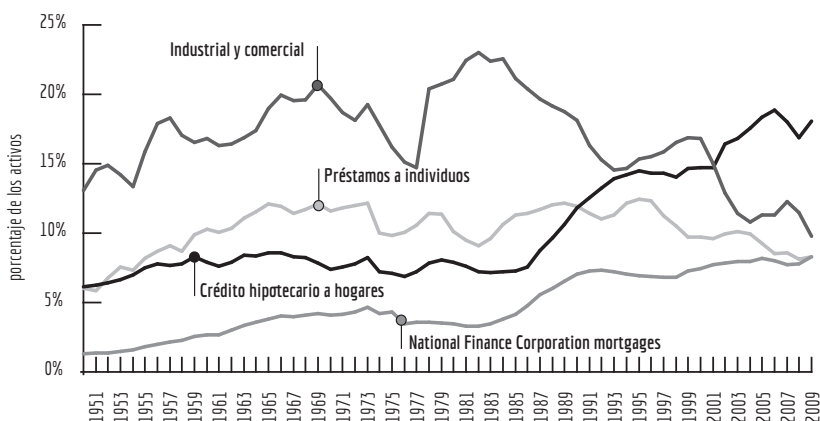
La ratio de activos bancarios sobre el total de activos del sector financiero merece especial atención. La ratio ha caído en EEUU y Alemania, aunque se ha mantenido estable en Japón, incluso ha aumentado ligeramente. El aspecto más destacable de los gráficos 26-29 es, en este sentido, la reafirmación de la presencia de la banca comercial en los años dos mil: la ratio paró de disminuir e incluso aumentó en todos los países. A lo largo de la enorme burbuja de esta década, los bancos comerciales han ratificado su posición central en los sistemas financieros avanzados. En parte gracias

<sup>19</sup> Aunque la existencia de la banca «en la sombra» en EEUU distorsiona la imagen.

a que los bancos comerciales han adquirido funciones relacionadas con la intermediación de las transacciones en los mercados financieros abiertos, su papel ha quedado reafirmado. Los bancos comerciales se han mantenido en el núcleo del sistema financiero aunque sus actividades han cambiado de forma sustancial para incluir la intermediación en los mercados abiertos y los préstamos a los particulares. Esta transformación ha tenido implicaciones profundas en el funcionamiento interno de los bancos, así como en su capacidad para intermediar eficazmente los flujos de capital prestable. En concreto, la reorganización interna de los bancos y la introducción de nuevas tecnologías parecen haber alterado su capacidad para conseguir y evaluar información sobre los prestatarios, una cuestión que se discute con mayor detalle en el próximo capítulo.

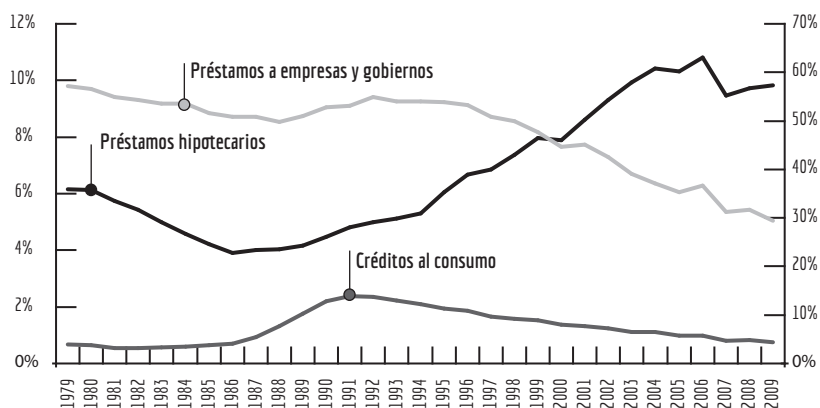
Estos progresos son importantes a fin de analizar otras diferencias en lo que respecta al ascenso de los bancos producido en los cuatro países. En los gráficos 30, 31, 32 y 33 se muestra la composición de los activos bancarios en cada país. Las categorías escogidas para reflejar la composición son: primero, el crédito a las empresas no financieras; segundo, el crédito a los hogares para finalidades hipotecarias o de consumo; y tercero, el crédito a otros bancos o instituciones financieras. La disponibilidad de los datos hace que estos índices no se calculen de la misma manera en los cuatro países, o que ni siquiera se puedan calcular. Conviene ser muy cautelosos, pues, a la hora de interpretar los resultados.

GRÁFICO 8.30. COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS DE LOS BANCOS COMERCIALES EN EEUU (1950-2009)



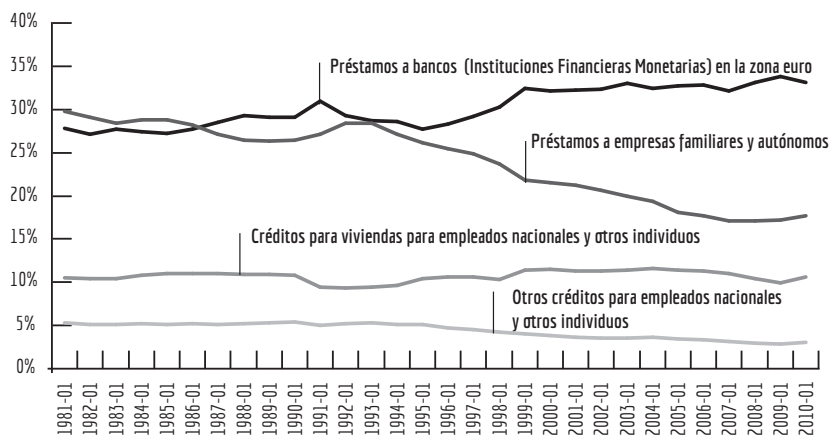
Fuente: Elaboración propia a partir del FDIC - Federal Deposit Insurance Corporation [Organismo Federal de Garantías de Depósitos], Historical Statistics on Banking, tablas CB09, CB11, CB12.

GRÁFICO 8.3.1. COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS BANCARIOS EN JAPÓN (1979-2009)



Fuente: Elaboración propia a partir del Bank of Japan, Flow of Funds.

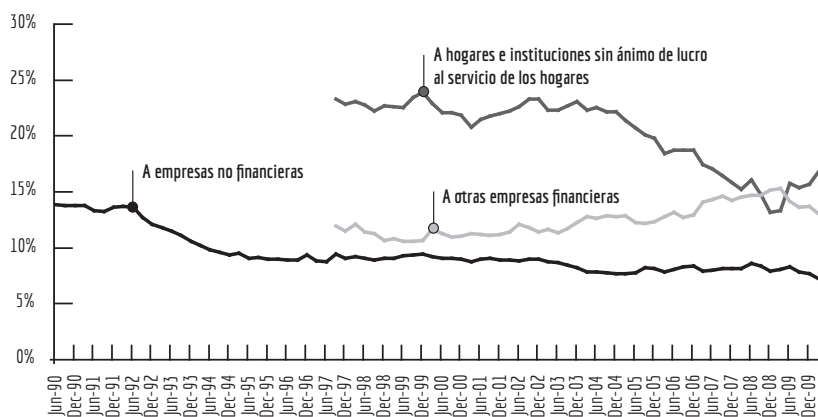
GRÁFICO 8.3.2. COMPOSICIÓN DEL CRÉDITO DE LOS BANCOS NACIONALES COMO PORCENTAJE DEL TOTAL DE LOS ACTIVOS BANCARIOS EN ALEMANIA (1981-2009)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Deutsche Bundesbank.

Se muestran así algunos rasgos distintivos del comportamiento de la banca en el periodo de la financiarización. En primer lugar, el crédito a las empresas no financieras ha disminuido en los cuatro países, concretamente desde principios de los años noventa, en pleno apogeo de la financiarización. El relativo desapego de los bancos hacia la acumulación productiva en el curso de la financiarización, discutido en los anteriores capítulos, se refleja de forma general en los gráficos. En segundo lugar, el crédito hipotecario a los particulares ha aumentado mucho en EEUU y Japón;

GRÁFICO 8.33. COMPOSICIÓN DE LOS PRÉSTAMOS DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS MONETARIAS COMO PORCENTAJE DE LOS ACTIVOS DE LAS MISMAS EN REINO UNIDO (JUNIO DE 1990-MARZO DE 2010)



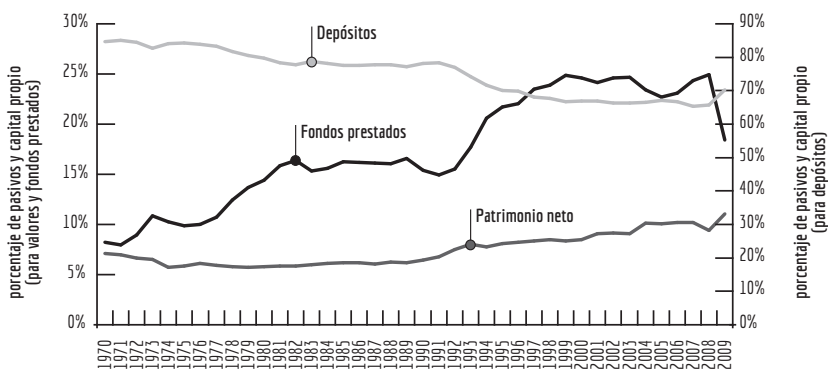
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Bank of England, Monetary and Financial Statistics, B2.1 y B2.1.1.

se ha mantenido estable en Alemania y parece haber disminuido en Reino Unido (donde los créditos bancarios concedidos a los hogares del país suponen sin duda la mayor parte). La caída relativa del crédito a los hogares en Reino Unido refleja probablemente el aumento de la proporción del crédito a los no residentes por parte de los bancos (algo que no aparece en el gráfico). También destaca que el crédito para el consumo de los hogares supone una parte relativamente pequeña del crédito bancario en los cuatro países, aunque una parte considerable de estos créditos están en realidad incluidos en los créditos hipotecarios. En tercer lugar, el crédito interbancario ha aumentado de forma importante en Reino Unido y Alemania, pero los datos no permiten calcular esta ratio para EEUU y Japón. El giro de los bancos hacia la intermediación en los mercados abiertos queda patente al menos en Reino Unido y Alemania.

En resumen, los gráficos confirman el ascenso de los bancos comerciales, así como su gradual desapego respecto a la acumulación productiva en el curso de la financiarización. También parece que hay una tendencia general de los bancos a dedicarse al crédito a los hogares; especialmente a la vivienda y no tanto al consumo. Por último, aunque los datos por lo general hacen difícil determinar el alcance del crédito interbancario, su aumento es evidente, lo cual es consistente con el giro de los bancos hacia las transacciones en los mercados financieros abiertos. El último aspecto de la banca a considerar es, en este sentido, la composición de sus pasivos, que se muestra en los gráficos 34, 35, 36 y 37. Las categorías escogidas para

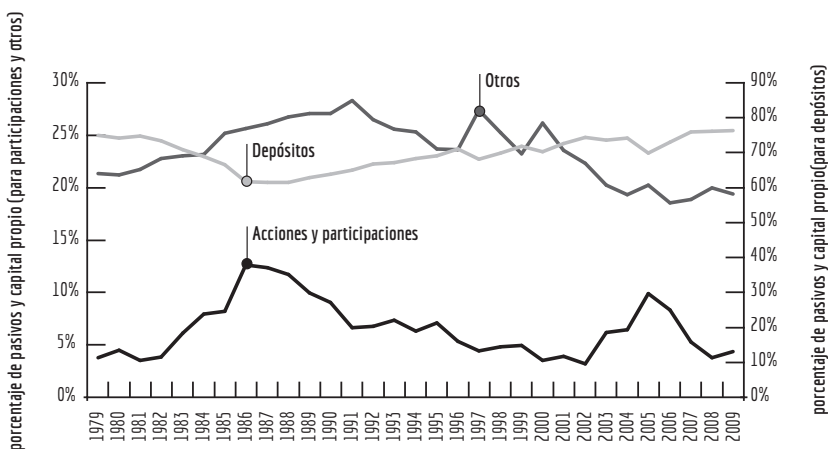
plasmar la composición son: primero, los depósitos; segundo, los títulos y otros fondos prestados; y, tercero, el capital y las acciones.

GRÁFICO 8.34. COMPOSICIÓN DE LOS PASIVOS Y CAPITAL PROPIO DE LOS BANCOS COMERCIALES EN EEUU (1970-2009)



Fuente: Elaboración propia a partir del FDIC, Historical Statistics on Banking, tabla CB14. Los fondos prestados incluyen los fondos propiamente prestados, los pagarés subordinados y otros pasivos.

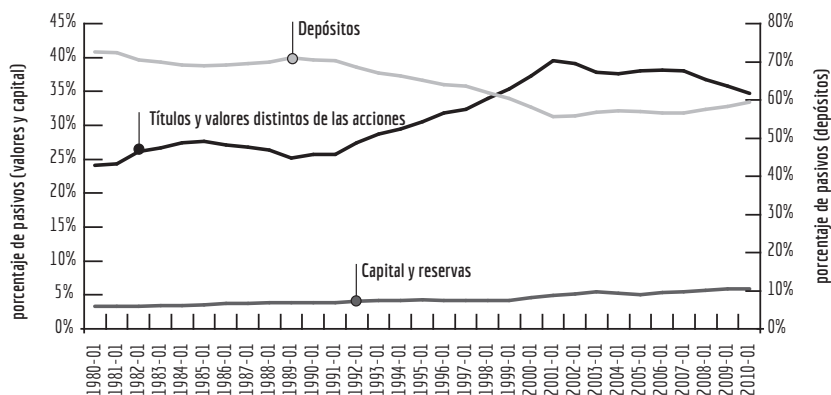
GRÁFICO 8.35. COMPOSICIÓN DE LOS PASIVOS BANCARIOS EN JAPÓN (1979-2009)



Fuente: Elaboración propia a partir del Bank of Japan, Flow of Funds.

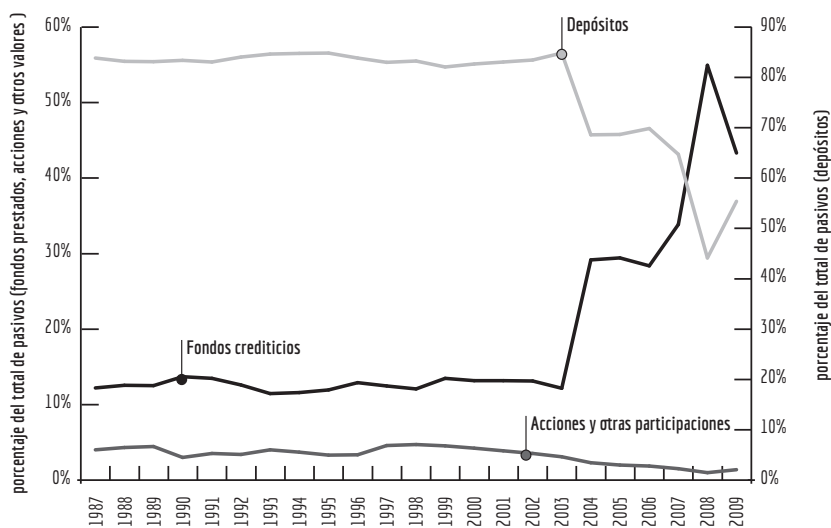


GRÁFICO 8.36. COMPOSICIÓN DE LOS PASIVOS BANCARIOS EN ALEMANIA (1980-2009)



Fuente: Elaboración propia a partir del Deutsche Bundesbank.

GRÁFICO 8.37. COMPOSICIÓN DE LOS PASIVOS DE LOS BANCOS COMERCIALES COMO PORCENTAJE DEL TOTAL DE LOS PASIVOS FINANCIEROS EN REINO UNIDO (1987-2008)



Fuente: Elaboración propia a partir de la ONS, UK Economic Accounts, tabla A58. Los fondos prestados incluyen los títulos que no son acciones, los créditos y otras cuentas a cobrar/a pagar.

Existe una variación significativa en la financiación de los bancos comerciales entre los cuatro países. Así, los bancos norteamericanos han aumentado su confianza en los fondos prestados al tiempo que incrementaban su capital

bancario; a su vez, los depósitos han disminuido continuamente. Los bancos alemanes han confiado aun más en los fondos prestados, los depósitos también han disminuido. Parece que tanto los bancos comerciales de EEUU como los de Alemania han adoptado prácticas similares a fin de financiarse. Los bancos de Reino Unido han tenido un comportamiento parecido en los años dos mil, cuando aumentó la importancia de los fondos prestados y se redujeron los depósitos. No obstante, cabe destacar también que el capital propio de los bancos del Reino Unido disminuyó a lo largo de la burbuja de la década de los años dos mil, lo que incrementó temporalmente la rentabilidad de los bancos pero los dejó en una posición extremadamente vulnerable. Por último, en Japón los bancos parecen haber tenido un comportamiento bastante distinto. Los bancos japoneses han financiado sus actividades principalmente a través del aumento de los depósitos en lugar de por medio fondos prestados. Estos datos demuestran una vez más que los bancos japoneses han sido prudentes a la hora de pasarse a la intermediación en los mercados abiertos, seguramente como resultado de la larga crisis de la banca japonesa tras el estallido de la burbuja de los años ochenta.

## La financiarización de los hogares y de los particulares

El aspecto más destacable de la financiarización es la penetración de las transacciones financieras en la circulación del ingreso personal, como ya se ha mencionado en capítulos anteriores. Los hogares se han adentrado en el sistema financiero formal, tanto en lo que se refiere al capítulo de activos como al de los pasivos. Las implicaciones que esto tiene para los bancos y para los mercados financieros son profundas.

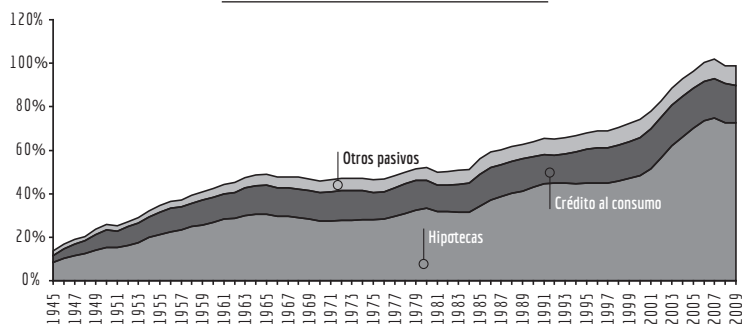
Se consideran primero los pasivos financieros. Los hogares han acumulado enormes pasivos financieros en el curso de la financiarización, lo cual implica un aumento del endeudamiento. Hay varias causas para este hecho, que solo se relacionan parcialmente con el crecimiento débil (o el estancamiento) de los ingresos reales de los trabajadores y otros particulares. De hecho, la evidencia disponible revela un proceso, complejo y con muchos matices, de financiarización de los hogares. Los gráficos 38-41 desagregan el endeudamiento de los hogares según país en tres categorías: deuda hipotecaria, deuda de consumo no garantizada y otros pasivos. Sin lugar a dudas, el endeudamiento se compone mayoritariamente de un deuda hipotecaria que se ha incrementado mucho (excepto en Alemania); la deuda de consumo no garantizada ha aumentado en general pero está lejos de ser la forma dominante de los pasivos de los hogares<sup>20</sup>. La mayor parte de la deuda de los hogares en el periodo de la financiarización en los países desarrollados se ha contraído eminentemente con fines hipotecarios. Por supuesto,

---

<sup>20</sup> Este punto se sostiene para todos los países capitalistas maduros. En los países de renta media, la financiarización de los hogares parece haber seguido un camino distinto, que incluye el aumento acelerado del préstamo al consumo, como se muestra en el siguiente capítulo.

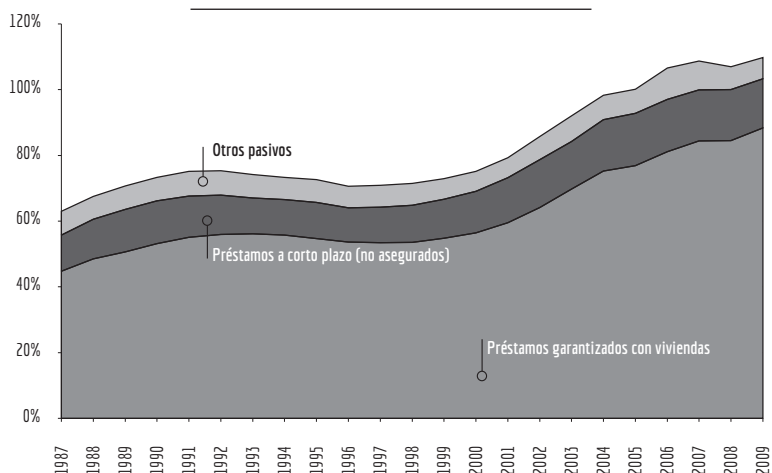
es muy probable que el endeudamiento hipotecario oculte algunos préstamos de consumo garantizados con el valor de la vivienda; no obstante, la vivienda sigue siendo la causa principal del endeudamiento de los hogares<sup>21</sup>.

GRÁFICO 8.38. COMPOSICIÓN DE LOS PASIVOS DE LOS HOGARES COMO PORCENTAJE DEL PIB EN EEUU (1945-2009)



Fuente: Elaboración propia a partir de los US Flow of Funds, tabla L.100; NIPA, tabla 1.1.5. Los «otros pasivos» se calculan como residuo, la diferencia entre el total de los pasivos de los hogares y la deuda hipotecaria y de consumo.

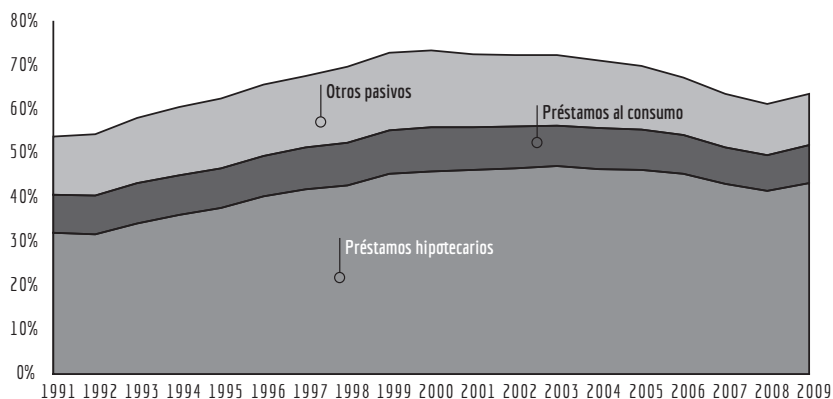
GRÁFICO 8.39. COMPOSICIÓN DE LOS PASIVOS DE LOS HOGARES COMO PORCENTAJE DEL PIB EN REINO UNIDO (1987-2009)



Fuente: Elaboración propia a partir de la ONS, UK Economic Accounts, tabla A64, UK Output, Income and Expenditure, tabla C.1. Los «préstamos» incluyen los préstamos emitidos tanto por las instituciones financieras monetarias de Reino Unido como por las del resto del mundo. Los «otros pasivos» se calculan como residuo.

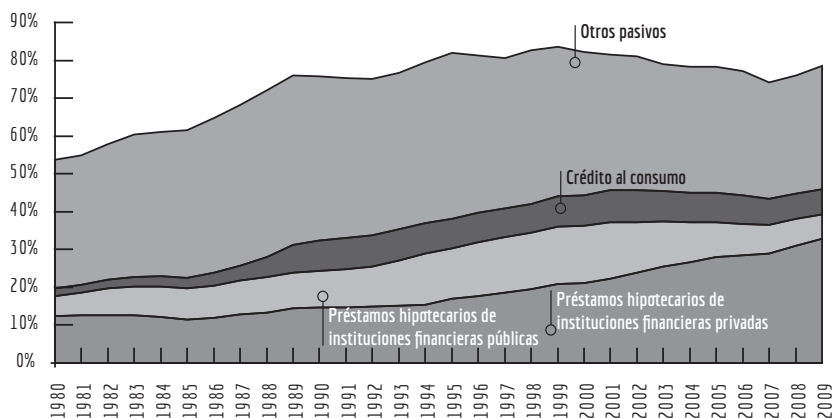
<sup>21</sup> Cabe señalar que la categoría de «otros» en Japón probablemente incluye a los préstamos empresariales que se han realizado como si se tratara de préstamos a los hogares.

GRÁFICO 8.40. COMPOSICIÓN DE LOS PASIVOS DE LOS HOGARES COMO PORCENTAJE DEL PIB EN ALEMANIA (1991-2009)



Fuente: Elaboración propia a partir del Deutsche Bundesbank, Financial accounts, y la Statistische Bundesamt Deutschlands. «Otros pasivos» se calcula como residuo.

GRÁFICO 8.41. COMPOSICIÓN DE LOS PASIVOS DE LOS HOGARES COMO PORCENTAJE DEL PIB EN JAPÓN (1980-2009)



Fuente: Elaboración propia a partir del Bank of Japan, Flow of Funds, y Cabinet Office, Government of Japan, National Accounts. «Otros pasivos» se calcula como residuo.

La preponderancia de la vivienda señala un factor central de la financiarización de los hogares en las últimas décadas: el aumento de la deuda de los hogares ha venido asociado con los cambios en la provisión social de los servicios básicos entre los que se encuentran la vivienda, la salud, la educación y el transporte. En la medida en que la provisión pública ha disminuido o no ha aumentado, la provisión privada de bienes, intermediada

por el sector financiero, ha ganado terreno. La financiarización de la renta personal es, bajo esta perspectiva, el proceso por el que el sector financiero ha intermediado la provisión privada de bienes y servicios a los hogares<sup>22</sup>. La expropiación financiera ha corrido en paralelo a este proceso: la transferencia directa de renta personal a las ganancias de las instituciones financieras que han desempeñado este papel intermediador.

La evidencia muestra que la financiarización de los hogares ha significado, sobre todo, una gran confianza en los proveedores privados de financiación —los bancos o las instituciones asociadas con los bancos— para obtener una vivienda. Por este motivo, la financiarización de los hogares y de los particulares ha variado según los mecanismos institucionales, tradicionales y consuetudinarios de cada país para obtener una vivienda. Japón, por ejemplo, tuvo una enorme burbuja inmobiliaria en los años ochenta, su estallido ha actuado como freno a la expansión de la deuda de los hogares en los últimos años. Alemania, por otro lado, ha confiado más en un modelo de vivienda de alquiler que otros países. Así pues, no ha habido burbuja inmobiliaria en Alemania (ni en Japón) en los años dos mil y, por eso, la deuda de los hogares ha sido mucho menor con relación a la de EEUU y Reino Unido. De hecho, los gráficos 38-41 muestran que en los últimos años la deuda de los hogares ha disminuido en Japón y Alemania en comparación con EEUU y Reino Unido. Esta diferencia ha desempeñado un papel vital en el desarrollo de la crisis mundial después de 2007, como se demuestra en el capítulo 9.

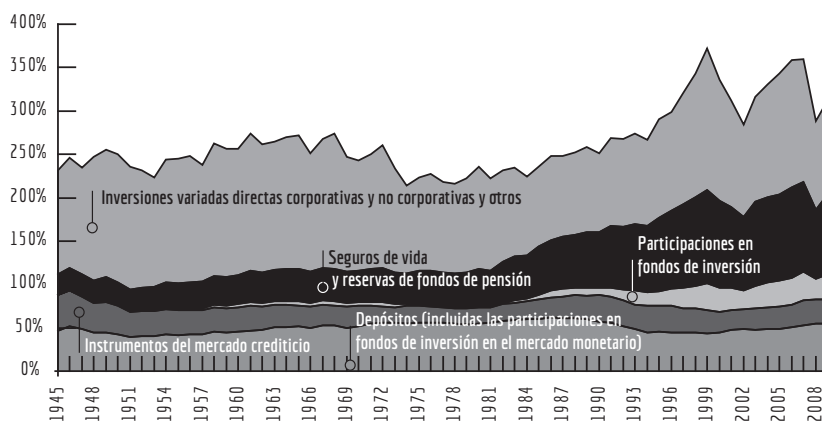
Sin embargo, la financiarización de los hogares no está relacionada únicamente —ni principalmente— con los pasivos de los hogares, y por tanto con los préstamos a los hogares. Los hogares se han implicado cada vez más en el sistema financiero formal con el objeto de gestionar el ahorro derivado de la renta personal. De nuevo, los cambios en la provisión pública de los servicios básicos, sobre todo de las pensiones, han sido importantes para este proceso. Un elemento esencial de la financiarización ha sido el aumento de la provisión privada de las pensiones, lo que ha dirigido una parte de la renta personal hacia la posesión privada de activos financieros<sup>23</sup>.

<sup>22</sup> Este punto se discute más completamente en C. Lapavitsas, «Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation», *Historical Materialism*, núm. 17:2, 2009.

<sup>23</sup> La retirada gradual del Estado en la provisión de las pensiones y su sustitución por mecanismos privados habitualmente asociados al mercado bursátil está verificada tanto en la bibliografía crítica como en la de la corriente dominante. El auge de los fondos de pensiones como inversores institucionales con poder en el capitalismo financiarizado es una parte esencial de esta tendencia. Para un análisis del cambio de los mecanismos de las pensiones, véase Richard Minns, «The Political Economy of Pensions», *New Political Economy*, núm. 1:3, 1996; y Robin Blackburn, *Banking on Death, or Investing in Life*, Londres, Verso, 2002. Blackburn ha señalado los riesgos y las pérdidas de estos cambios para los pensionistas en Reino Unido («How to Rescue a Failing Pension Regime», *New Political Economy*, núm. 9:4, 2004; *Age Shock*, Londres, Verso, 2007). Paul Langley ha asociado el surgimiento del nuevo régimen de pensiones con la financiarización («In the Eye of

Las instituciones financieras privadas han participado también en este aspecto de la financiarización transformando los ahorros de las pensiones en capital prestable, extrayendo de este modo ganancias financieras y añadiendo nuevas dimensiones a la expropiación financiera. De nuevo, los patrones han sido distintos en cada país según los factores históricos, políticos, consuetudinarios y culturales de la provisión de pensiones. Los gráficos 42-45 indican algunas de las principales diferencias al mostrar la composición de los activos financieros de los hogares en los cuatro países. Las cinco categorías que se han utilizado según los datos disponibles en cada país son: acciones empresariales y capital, fondos de seguros y de pensiones, fondos comunes, instrumentos del mercado de crédito y depósitos bancarios.

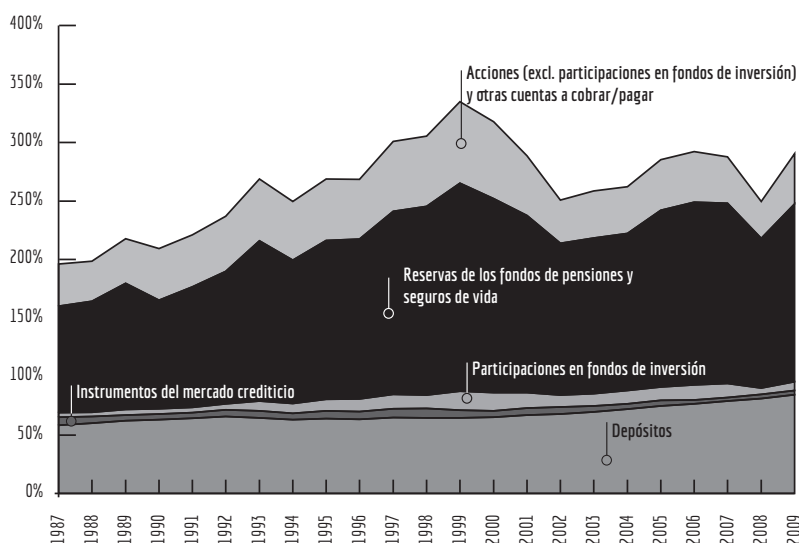
GRÁFICO 8.42. COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS DE LOS HOGARES COMO PORCENTAJE DEL PIB EN EEUU (1945-2009)



Fuente: Elaboración propia a partir de US Flow of Funds, tabla L.100; NIPA, tabla 1.1.5. «Otros» consiste en los títulos crediticios y una miscelánea de activos.

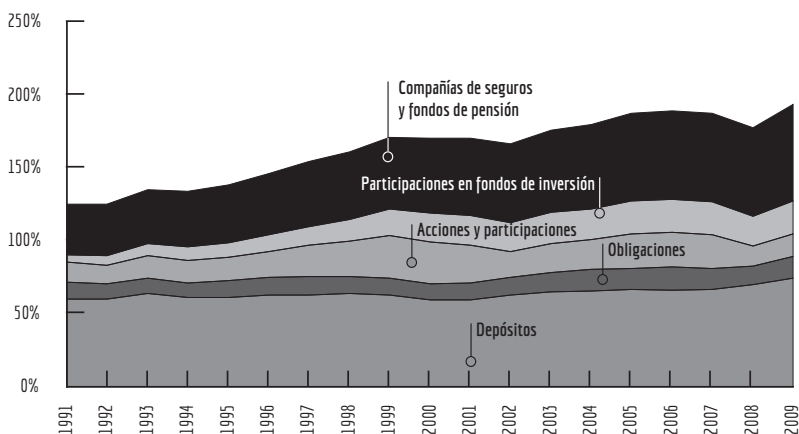
la “Perfect Storm”, *New Political Economy*, núm. 9:4, 2004). Adam Dixon se ha centrado en el auge de los fondos de pensiones como un cambio estructural del capitalismo europeo («The Rise of Pension Fund Capitalism in Europe», *New Political Economy*, núm. 9:4, 2004). Otros, sin embargo, han observado estos cambios desde una perspectiva mucho más comprensiva; véase, por ejemplo, Neil Gilbert, *Transformation of the Welfare State*, Oxford, Oxford University Press, 2002.

GRÁFICO 8.43. COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS DE LOS HOGARES COMO PORCENTAJE DEL PIB, EN REINO UNIDO (1987-2009)



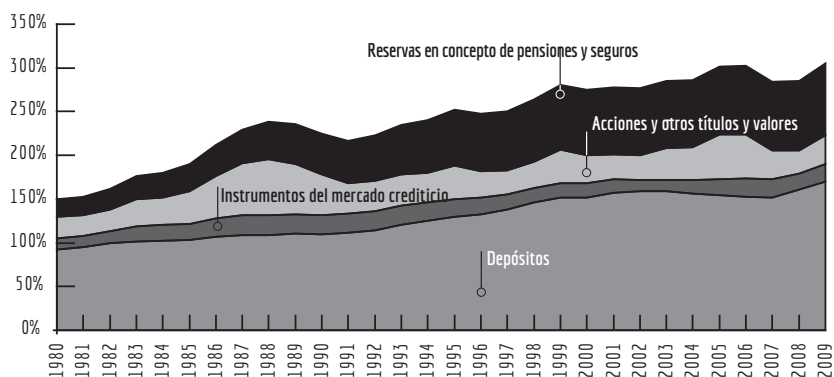
Fuente: Elaboración propia a partir de la ONS, UK Economic Accounts, tabla A64, UK Output, Income and Expenditure, tabla C.1. Los «instrumentos del mercado crediticio» consisten en títulos que no son acciones (principalmente bonos públicos) y préstamos.

GRÁFICO 8.44. COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS DE LOS HOGARES COMO PORCENTAJE DEL PIB EN ALEMANIA (1991-2009)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Deutsche Bundesbank, Financial accounts, y en la Statistisches Bundesamt Deutschlands. Los depósitos incluyen los nacionales y los extranjeros.

GRÁFICO 8.45. COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS DE LOS HOGARES COMO PORCENTAJE DEL PIB EN JAPÓN (1980-2009)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Bank of Japan, Flow of Funds, y en Cabinet Office, Government of Japan, National Accounts. Los «instrumentos del mercado de crédito» son la suma de los préstamos, los títulos que no son acciones y los derivados financieros.

Los depósitos bancarios han sido una parte más importante de los activos de los hogares de Japón y Alemania que de los de EEUU y Reino Unido. EEUU ha sido un tanto excepcional en lo que respecta a la posesión de acciones por parte de los hogares —no se puede comparar con ninguno de los otros tres países. La posición insólita de EEUU en esta cuestión refleja su trayectoria histórica, la cual incluye la fuerza ideológica que posee en este país la tenencia de acciones. Sin embargo, el rasgo más llamativo de los activos financieros de los hogares ha sido la posesión cada vez mayor de activos en los fondos de seguros y de pensiones. Este ha sido un aspecto característico de la financiarización de la renta de los hogares, que ha proporcionado una base para que los intermediarios financieros no bancarios expandieran sus operaciones en los mercados financieros. Los activos de los hogares han sido una fuente de ganancias financieras, tanto por las comisiones que se han llevado las instituciones que participaban, como por las ganancias de capital y de las transacciones con activos financieros de los intermediarios y de los propietarios finales.

Por recapitular, las dos últimas secciones han demostrado que tanto el ascenso de la acumulación financiera como el aumento del peso de las ganancias financieras son rasgos comunes de EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido. También están igualmente presentes las tendencias subyacentes de la financiarización: primero, el aumento de la participación de las empresas no financieras en las transacciones financieras, de forma



relativamente independiente de los bancos; segundo, un giro de la banca hacia las transacciones financieras en los mercados abiertos y hacia los hogares; tercero, un aumento de la participación de los hogares en las finanzas formales tanto por el lado de los activos como de los pasivos. La evidencia también revela una variación considerable en la financiarización, lo cual refleja la especificidad del desarrollo institucional e histórico de cada país. Además, la vieja distinción entre las finanzas basadas en la banca y las basadas en el mercado no ha desaparecido, sino que ha asumido nuevas características, como una financiarización más limitada de los hogares en los países con sistemas financieros basados en la banca.

A la luz del carácter general aunque variable de la financiarización en los países avanzados, la siguiente sección considera la evidencia empírica sobre la financiarización en los países en vías de desarrollo.

### La financiarización subordinada de los países en vías de desarrollo<sup>24</sup>

La financiarización ha sido un proceso que se ha dado principalmente en los países avanzados. Sin embargo, la financiarización también se ha producido en los países en vías de desarrollo, donde ha conllevado la transformación estructural de los sistemas financieros de estos países y de la interacción entre las economías domésticas y las finanzas internacionales. La financiarización de los países en vías de desarrollo tiene rasgos específicos que reflejan el papel dominante de los países desarrollados en el mercado mundial. No se ha producido un retorno al imperialismo formal pero la financiarización en los países en vías de desarrollo ha tenido un carácter subordinado que se deriva de la naturaleza jerárquica y explotadora de las interacciones en el mercado mundial.

Los comienzos de la financiarización en los países en vías de desarrollo pueden situarse en la oleada de liberalización financiera de los años setenta, que dismanteló los controles de precios y magnitudes en los sistemas financieros nacionales. Los resultados en términos de inversión, eficiencia y crecimiento han sido mediocres, pero la financiarización de los países en vías de desarrollo ha acumulado gradualmente varios rasgos, incluida la entrada de los mercados bursátiles; a finales de los años ochenta este proceso mutó en una estrategia integrada de desarrollo, el Consenso de Washington. Dirigido por el FMI y el Banco Mundial, el Consenso de Washington forzó cambios en las finanzas nacionales de los países en vías de desarrollo, favoreciendo por lo general el paso de las estructuras relacionales controladas por el Estado y basadas en la banca, a las instituciones y mecanismos no relacionales privados

---

<sup>24</sup> Jeff Powell sugirió por primera vez el término «financiarización subordinada».

basados en el mercado<sup>25</sup>. La financiarización de los países en vías de desarrollo empezó a tomar forma a finales de los años noventa y en los dos mil.

Un componente fundamental del Consenso de Washington ha sido la apertura de las economías nacionales a los flujos de capital internacionales, fundamentado por lo general en el hecho de que el capital iría de los países ricos a los pobres, promoviendo así su desarrollo. Ciertamente, el modo en que los países en vías de desarrollo se han integrado en el mercado mundial ha cambiado desde los años noventa. Aunque la mayor parte de la Inversión Directa Extranjera (IDE) se ha dado entre países desarrollados, se ha producido una exportación continua de capital, desde los países desarrollados hacia los países en vías de desarrollo, en forma de IDE, de flujos bancarios y de cartera. Cabe destacar que, a medida que la acumulación capitalista adquiría dinamismo en algunos países en vías de desarrollo, incluida China, también se producían enormes flujos de IDE entre los países en vías de desarrollo<sup>26</sup>.

Sin embargo, a medida que los países en vías de desarrollo participaban más estrechamente en los flujos mundiales de capital, surgían patrones insólitos. Los flujos netos de capital de los países en vías de desarrollo se han ido haciendo cada vez más negativos, es decir, el capital ha ido de los países pobres a los ricos. Este ha sido un rasgo llamativo de la financiarización internacional, que la diferencia profundamente del periodo del imperialismo. El origen de este cambio en la dirección de los flujos de capital no se debe a las operaciones de las empresas capitalistas y de otros agentes privados, sino a las acciones de los agentes públicos de los países en vías de desarrollo y de los países desarrollados. El fenómeno del cambio de dirección de los flujos de capital está asociado con el actual papel del dinero mundial, que ha afectado a la jerarquía de los países capitalistas en

<sup>25</sup> El término «Consenso de Washington» fue acuñado por John Williamson; véase Williamson, «What Washington Means by Policy Reform», en John Williamson (ed.), *Latin American Readjustment: How Much has Happened?*, Washington Institute for International Economics, 1990; John Williamson, «The Washington Consensus Revisited», en Louis Emmerij (ed.), *Economic and Social Development into the XXI Century*, Washington, Inter-American Development Bank, 1997. Joseph Stiglitz postuló una crítica continuada del Consenso de Washington con tal de desarrollar un Consenso post-Washington basado en la noción de los fallos del mercado, provocados por la asimetría de información; J. Stiglitz, «More Instruments and Broader Goals: Moving Toward the Post Washington Consensus», 7 de enero de 1998; Joseph Stiglitz, «Whither Reform? Ten Years Of The Transition», World Bank, Annual Bank Conference On Development Economics, 28-30 abril de 1999. Para un análisis tanto del Consenso de Washington como del Consenso post-Washington desde un punto de vista marxista y heterodoxo, véase Ben Fine, C. Lapavistas, y Jonathan Pincus (eds.), *Development Policy in the Twenty-first Century: Beyond the Post-Washington Consensus*, Londres, Routledge, 2001; y C. Lapavistas y Makoto Noguchi (eds.), *Beyond Market-Driven Development: Drawing on the Experience of Asia and Latin America*, Londres, Routledge, 2005.

<sup>26</sup> Para los factores que explican el crecimiento de los flujos de IDE, bancarios y de cartera entre países en vías de desarrollo y desarrollados, así como entre países en vías de desarrollo, véanse los informes de la inversión mundial hechos por la UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo) de los años 1999, 2002, 2003, 2005 y 2006.

el mercado mundial y ha dotado a la financiarización de los países en vías de desarrollo de un carácter subordinado.

El Consenso de Washington, además, ha estimulado la entrada de la banca extranjera en los países en vías de desarrollo. El razonamiento que habitualmente se ha seguido es que los bancos extranjeros mejorarían la eficiencia, ayudando a suplir la escasez de crédito nacional. En la práctica, la entrada de bancos extranjeros en los países en vías de desarrollo a partir de los años noventa ha tenido resultados inesperados, entre los que se incluye la redirección del crédito bancario hacia la renta personal. La entrada de la banca extranjera ha sido un factor clave de la financiarización subordinada.

En el siguiente apartado se considera la financiarización subordinada principalmente en relación con los flujos de capital y la entrada de la banca extranjera. El cambio en la dirección de los flujos de capital ha comportado costes significativos para los países en vías de desarrollo, que se asemejan a la imposición de un tributo informal que pagan a los países desarrollados, sobre todo a EEUU. La reorientación de los flujos de capital ha contribuido a un fuerte crecimiento de los mercados financieros nacionales, concretamente en los países de renta media, catalizando así la financiarización en estos países. La entrada de la banca extranjera, por otro lado, ha promovido también la financiarización, provocando fenómenos que recuerdan la transformación de las finanzas en los países desarrollados.

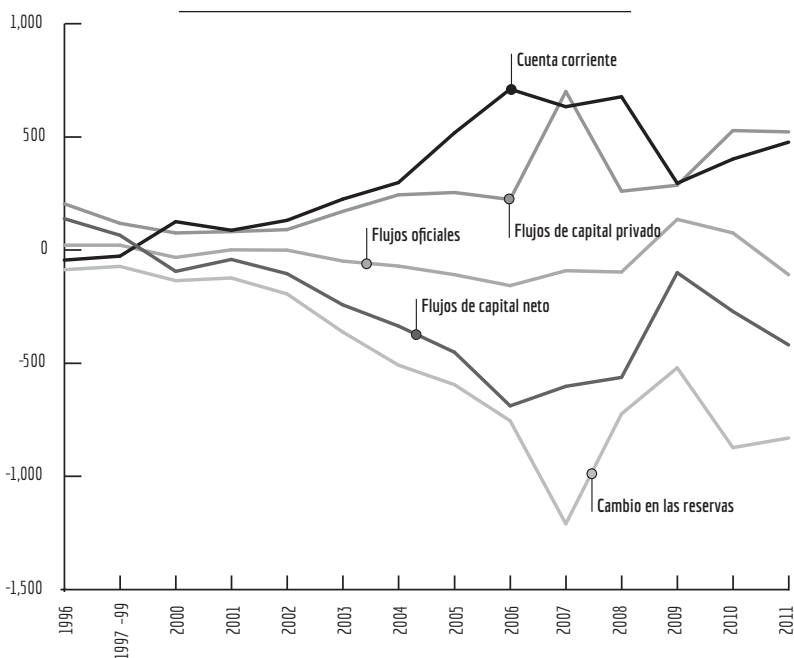
## **El cambio de dirección de los flujos netos de capital**

Los flujos internacionales de capital y el comercio internacional han sido fundamentales para la financiarización subordinada, especialmente después de la crisis asiática de 1997 y 1998. El gráfico 46 recoge los flujos mundiales de valor entre los países desarrollados y los países en vías de desarrollo. Se utilizan categorías estándar, siguiendo la metodología del FMI; los flujos se diferencian entre flujos privados, flujos oficiales, balance de la cuenta corriente y el cambio en las reservas; su suma da como resultado el flujo neto total.

Un aspecto destacable de los flujos mundiales ha sido la creciente divergencia entre los flujos privados y los flujos oficiales a partir de 2002. La crisis asiática de 1997 y 1998 llevó al colapso de los flujos privados, pero entre 2002 y 2007 se produjo una fuerte recuperación. Durante el mismo periodo, sin embargo, los flujos oficiales netos pasaron a ser negativos, en parte porque los flujos de ayuda siguieron siendo débiles, pero principalmente porque los países en vías de desarrollo pasaron a reembolsar las deudas oficiales, especialmente las contraídas con organizaciones internacionales que habían acumulado a finales de los años noventa. La expansión de los flujos de capital en los años dos mil acabó en colapso, de forma

similar a lo que ocurrió a finales de los noventa, si bien los resultados de la consiguiente crisis han sido un tanto distintos.

GRÁFICO 8.46. FLUJOS DE CAPITAL MUNDIAL NETO, PAÍSES EMERGENTES Y EN VÍAS DE DESARROLLO (EN MILLARDOS DE DÓLARES)



Fuente: World Economic Outlook, FMI, 2009. Los flujos netos de capital agrupan la inversión directa neta, la inversión de cartera neta y otros flujos netos de inversión a largo y corto plazo entre los que se encuentran los oficiales y los privados.

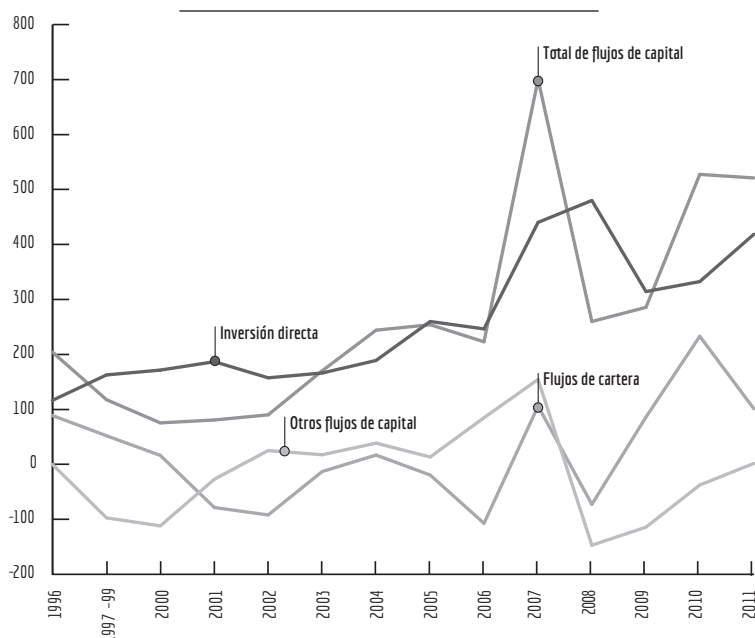
El gráfico 8.47 permite tomar una mayor perspectiva respecto a los flujos privados de capital en la medida en que muestran su composición. Se utilizan de nuevo las categorías del FMI: inversión directa extranjera, de cartera y «otros» flujos —este último indica principalmente el crédito bancario a corto plazo.

La IDE, que siguió en expansión incluso después de la crisis asiática, ha sido de lejos el componente más vigoroso de los flujos privados en los años dos mil. La distribución de la capacidad productiva en todo el mundo ha cambiado significativamente a medida que la acumulación capitalista continuaba expandiéndose en algunos países en vías de desarrollo<sup>27</sup>. Los flujos de cartera, por otro lado, han sido débiles y han fluctuado a lo largo del

<sup>27</sup> La IDE debe interpretarse con especial cautela. Una proporción significativa es, en la práctica, inversión de las instituciones financieras de los países desarrollados en los sistemas financieros de los países en vías de desarrollo. Además, la inversión de cartera se clasifica técnicamente como IDE si implica la compra de más del 10 % de una empresa que cotice en el mercado bursátil.

periodo, pero se han restablecido después de la crisis de los años dos mil, a medida que el capital prestable de los países avanzados buscaba ganancias en los países en vías de desarrollo. Los «otros» flujos han seguido siendo bajos hasta el año 2005, después tuvieron una fuerte recuperación aunque esta no fue uniforme en todos los países en vías de desarrollo, como se muestra a continuación. Sin embargo, los «otros» flujos cayeron de forma severa tras el estallido de la crisis de los años dos mil. La expansión de los flujos a corto plazo ha sido precaria y se revertió cuando los bancos se vieron envueltos en la agitación financiera.

GRÁFICO 8.47. FLUJOS DE CAPITAL PRIVADO, PAÍSES EMERGENTES Y EN VÍAS DE DESARROLLO (EN MILLARDOS DE DÓLARES)



Fuente: World Economic Outlook, FMI, 2009.

El gráfico 8.46 muestra también que durante este periodo los países en vías de desarrollo han registrado sustanciales superávits por cuenta corriente. Subyacente a este fenómeno es la mayor integración de los países en vías de desarrollo en el mercado mundial gracias a la adopción generalizada de las políticas de liberalización comercial a partir de los años ochenta. Esta creciente integración se ha dado incluso en los países de renta baja de África y Asia, a juzgar por las exportaciones con relación al PIB<sup>28</sup>.

<sup>28</sup> Massoud Karshenas, «The Impact of the Global Financial and Economic Crisis on LDC Economies», United Nations Office of the High Representative for the Least Developed Countries, Landlocked Developing Countries and Small Island Developing States, 2009.

La trayectoria del balance por cuenta corriente en los años dos mil ha variado significativamente en los países en vías de desarrollo en línea con su especialización comercial y otros factores históricos específicos. No obstante, sobresalen dos grandes grupos de países en vías de desarrollo. El primero son los países que han ganado terreno en la manufactura internacional, siendo China el más importante, y que por tanto han obtenido excedentes sustanciales gracias a la exportación a los países desarrollados, concretamente gracias a la exportación de bienes de consumo a EEUU y a Europa occidental. El segundo grupo son los exportadores de materias primas, sobre todo de petróleo, entre los que se encuentran Rusia y los países del Golfo Pérsico, pero también los exportadores de metales industriales. El aumento de los precios de las materias primas a mediados de esta década dio como resultado que los países exportadores registraran superávit comerciales sustanciales, aunque estos fueron menos importantes para los exportadores de materias primas agrícolas.

Sin duda el aspecto más llamativo del gráfico 8.46 es el crecimiento de las reservas de divisas de los países en vías de desarrollo. La acumulación de reservas es en última instancia la razón por la cual los flujos netos de capital han cambiado su dirección, es decir, de que el capital haya ido de los países pobres hacia los países ricos. La acumulación de reservas y los flujos netos de capital de los países pobres hacia los países ricos disminuyeron durante y después de la crisis de 2007-2009, pero la tendencia subyacente se ha vuelto a manifestar después de 2009. Este es un rasgo destacable de la financiarización subordinada que va en contra de los preceptos del Consenso de Washington en relación con los flujos de capital —y que sostiene que el capital debería ir de los países ricos hacia los pobres<sup>29</sup>.

La tabla 8.1 aporta mayores detalles sobre la acumulación de reservas en los países en vías de desarrollo. China ha sido el país dominante en la posesión de reservas, con más de un tercio del total de las reservas, a causa de sus persistentes superávit por cuenta corriente; los países exportadores de petróleo tienen también reservas importantes. No obstante, la zona con reservas que llama más la atención es el África subsahariana, donde estas han aumentado de forma espectacular durante el periodo. Al tiempo que se expandía la financiarización subordinada, incluso los países empobrecidos de África han contribuido a que los flujos de capital fueran de los países pobres hacia los ricos.

---

<sup>29</sup> Esto ha causado desconcierto entre los economistas de la corriente dominante; véase Eswar Prasad, Rajan Raghuram y Arvind Subramanian, «Foreign Capital and Economic Growth», *Brookings Papers on Economic Activity*, núm. 38, 2007, pp. 153-230. Cabe señalar que el rendimiento efectivo de los flujos de capital ha sido mucho más problemático que la cuestión que ocupaba a Robert Lucas —es decir, la falta de flujos de capital sostenidos desde los países ricos hacia los pobres; véase Robert E. Lucas, «Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?», *American Economic Review*, núm. 80:2, 1990. En los años dos mil, se han producido también grandes flujos de capital desde los países ricos hacia los pobres.

TABLA 8. I. RESERVAS DE LOS PAÍSES EMERGENTES Y EN VÍAS DE DESARROLLO (EN MILLARDOS DE DÓLARES)

	China	India	Rusia	Brasil	México	África sub-sahariana	Europa Central y del Este
2001	216,3	46,4	33,1	35,6	44,8	35,5	72,8
2002	292	68,2	44,6	37,5	50,6	35,9	89,2
2003	409,2	99,5	73,8	48,9	59	35,9	110,6
2004	615,5	127,2	121,5	52,5	64,1	62,2	129,2
2005	822,5	132,5	176,5	53,3	74,1	82,9	157,9
2006	1069,5	171,3	296,2	85,2	76,3	115,8	196,3
2007	1531,3	267,6	466,7	179,5	87,1	146,3	248,9
2008	2134,5	271,7	421,3	192,9	94,6	163,5	258,6
2009	2847,3	258,7	416,7	239,1	90,9	155,1	287,6
2010	3253,6	267,8	443,6	288,6	113,6	157,9	324,4
2011	3181,1	262,9	454	352	142,5	180,1	339,1

Fuente: World Economic Outlook, FMI, 2009.

Existen distintas razones por las que los países en desarrollado han acumulado reservas durante los años dos mil. El *shock* del cambio de dirección de los flujos privados de capital en 1997-1998 ha estimulado la denominada política de «autoseguro». Este es un desafortunado eufemismo empleado para referirse a la política de los países en vías de desarrollo dirigida a mantener reservas caras debido al funcionamiento del dólar como moneda mundial. Los países en vías de desarrollo fueron abandonados a su suerte en los años dos mil en un entorno en el que los flujos privados habían salido refortalecidos; consecuentemente trataron de reducir su exposición a los flujos a corto plazo y de cartera. En la misma línea, los países en vías de desarrollo aumentaron las reservas para protegerse de las potenciales consecuencias desastrosas de un cambio repentino en la dirección de los flujos de capital<sup>30</sup>. El FMI y el Banco Mundial han impuesto activamente el «autoseguro» mediante la monitorización de los niveles de reservas en relación con las exportaciones y al crecimiento monetario nacional, incluso de los países en vías de desarrollo más pobres. En la práctica, se han usado tres reglas para

<sup>30</sup> Alan Greenspan, «Currency Reserves and Debt», Remarks Before the World Bank Conference on Recent Trends in Reserves Management, Washington DC, 29 abril de 1999. Matthieu Bussiere y Christian Mulder, «External Vulnerability in Emerging Market Economies: How High Liquidity Can Offset Weak Fundamentals and the Effects of Contagion», IMF Working Paper WP/99/88, International Monetary Fund, julio de 1999.

determinar el nivel de reservas adecuado: la primera, la ratio de reservas sobre las importaciones que debía ser suficiente como para hacer frente a un deterioro inesperado de la balanza comercial; la segunda, la ratio de reservas sobre la deuda externa a corto plazo que debía ser suficiente como para cubrir toda la deuda externa a corto plazo del periodo posterior, habitualmente doce meses (la regla Greenspan-Guidotti); la tercera, la ratio de reservas sobre la oferta monetaria que debía ser suficiente como para afrontar una salida de capital repentina (habitualmente las reservas debían corresponder al 20 % de M2).

La acumulación de reservas ha sido también el resultado del viraje de la política de tipos de cambio adoptada por los países en vías de desarrollo<sup>31</sup>. Por un lado, los países en vías de desarrollo con superávit por cuenta corriente han tratado de evitar que aumentaran los tipos de cambio. Por otro lado, se ha forzado a los países en vías de desarrollo a adoptar la política de cumplimiento de un objetivo de inflación como parte del Consenso de Washington. Los objetivos de inflación han hecho que los tipos de cambio estuvieran vinculados al dólar, o a otras divisas importantes, para así controlar la importación de inflación; así pues, para ser capaces de defender la vinculación de su moneda, los países en vías de desarrollo han tenido que acumular reservas. En el mismo sentido, los países en vías de desarrollo han adoptado unos tipos de interés nacionales altos, lo que incluso ha provocado el aumento de los tipos de cambio durante el periodo. Estos últimos han estimulado formas de «operaciones de arbitraje» (*carry trade*), esto es, los residentes de los países en vías de desarrollo se han endeudado con el extranjero con tal de invertir en los activos financieros de sus países<sup>32</sup>. A medida que el endeudamiento con el exterior aumentaba, también lo hacía la presión para mantener reservas. El resultado final ha sido que los países en vías de desarrollo han exportado capital al núcleo desarrollado del mercado mundial. Este es quizás el aspecto más destacable de la financiarización subordinada y está estrechamente conectado con el papel del dólar como moneda mundial.

---

<sup>31</sup> Esto tiene el engañoso nombre de práctica «mercantilista» en Michael P. Dooley, David Folkerts-Landau y Peter Garber, «An Essay on the Revived Bretton Woods System», NBER Working Paper, núm. 9971, 2003. No hay nada de mercantilista en la política de atesoramiento de reservas como protección contra los caprichos del mercado mundial, sobre todo cuando se ha fomentado que los países en vías de desarrollo integren sus economías en el mercado mundial. La acumulación de reservas es una práctica impuesta a los países en vías de desarrollo por la lógica de los mercados internacionales, no por una doctrina pasada de moda. En cualquier caso, Aizenman y Lee encontraron que el motivo «preventivo» domina al motivo «mercantilista» en la acumulación de reservas. Véase Joshua Aizenman y Jaewoo Lee, «International Reserves: Precautionary Versus Mercantilist Views: Hypothesis and Evidence», *Open Economies Review*, núm. 18, 2007; Joshua Aizenman y Jaewoo Lee, «International Reserves: Precautionary Versus Mercantilist Views: Theory and Evidence», IMF Working Paper WP/05/198, octubre de 2005.

<sup>32</sup> Juan Pablo Painceira, «Developing Countries in the Era of Financialisation: From Deficit Accumulation to Reserve Accumulation», RMF Discussion Papers 4, febrero de 2009.



## El dinero mundial impone la financiarización subordinada

La composición precisa de las reservas internacionales no está disponible al público, pero no cabe duda de que los dólares norteamericanos son los que tienen más peso. Los países en vías de desarrollo han seguido una política de acumulación de reservas, especialmente el atesoramiento de dólares, con tal de poder participar en el comercio internacional y hacer frente a los flujos financieros del mercado mundial. En términos de la teoría marxista del dinero discutida en el capítulo 4, la acumulación de reservas es el atesoramiento intensificado del dólar como moneda mundial. El alcance de este atesoramiento en los países en vías de desarrollo no tiene precedentes, especialmente si se considera que el dólar no es más que dinero del banco central respaldado por el Estado mediante la deuda soberana de EEUU. En efecto, los países en vías de desarrollo han estado acumulando grandes reservas en una forma de dinero que se apoya únicamente en la promesa de que el gobierno norteamericano pagará un dólar (sin valor intrínseco) por cada dólar nominal de su deuda.

Por esta razón, la manera más segura que tienen los países en vías de desarrollo de acumular dólares es la compra de deuda pública de EEUU. La expansión de las reservas por parte de los países en vías de desarrollo durante la década del 2000 ha supuesto, así, que las instituciones oficiales, principalmente los bancos centrales, han mantenido una proporción cada vez mayor de deuda soberana de EEUU. Más concretamente, durante los años dos mil, una proporción creciente de los títulos del tesoro de EEUU han estado en manos de extranjeros, incluyendo los títulos emitidos por las agencias semipúblicas que son el eje vertebrador del mercado inmobiliario de EEUU<sup>33</sup>. En consecuencia, los flujos de capital asociados con la posesión de reservas han surgido a partir de las transacciones entre Estados o agentes públicos y no entre los capitalistas privados. Estos flujos han tenido también una conexión directa con la burbuja inmobiliaria de EEUU, que se discutirá en el capítulo 9.

El aumento de las reservas de moneda cuasi mundial por parte de los países en vías de desarrollo representa, de este modo, una forma de crédito oficial por parte de los países en vías de desarrollo al Estado de EEUU, que se ha llevado a cabo con fondos que potencialmente podrían haber sido invertidos en la economía nacional para apoyar el desarrollo. En consecuencia, los flujos internacionales de capital y las reservas de dinero mundial constituyeron una fuente de ganancias para la economía de EEUU bajo las condiciones del capitalismo financiarizado. Los países en vías de desarrollo han estado subsidiando, de forma implícita, el poder hegemónico del mercado mundial

---

<sup>33</sup> *Ibidem*.

con tal de tener acceso a la forma dominante de dinero mundial (sin valor intrínseco)<sup>34</sup>.

El coste del subsidio para los países en vías de desarrollo ha sido estimado con una gran variedad de métodos<sup>35</sup>. Uno de los métodos se ha centrado en los países que han recibido importantes entradas de capital privado a corto plazo y que por tanto se han visto obligados a mantener reservas cuantiosas con tal de mitigar el riesgo de un cambio repentino de los flujos. Este grupo de países en vías de desarrollo ha recibido efectivamente créditos significativos del extranjero —incurridos por empresas privadas—, procediendo a «asegurar» las deudas privadas por medio de la concesión de créditos oficiales a EEUU. Sin embargo, el endeudamiento privado se ha hecho habitualmente a los tipos de interés comercial, mientras que el «seguro» se ha obtenido al tipo de interés oficial de EEUU, que es mucho menor. En un estudio pionero, Dani Rodrik ha estimado que el coste social de tal política de «autoseguro» es alrededor del 1 % del PIB de los países en vías de desarrollo<sup>36</sup>.

Conviene señalar que los beneficiarios de este tributo informal pagado por los países pobres a EEUU ha incluido no solo al sector público de EEUU, sino también a los capitalistas de los países en vías de desarrollo. En los países en vías de desarrollo, las empresas privadas y otras agencias han sido capaces de endeudarse con el extranjero a tipos de interés habitualmente menores que los nacionales, al tiempo que «aseguraban» indirectamente la deuda imponiendo los costes al conjunto de la sociedad. Además, los acreedores privados han usado también fondos para invertir en los activos financieros nacionales, con «operaciones de arbitraje» [*carry trade*] que les han permitido una apropiación directa de los beneficios generados a partir de los diferenciales en los tipos de interés. La acumulación de reservas ha animado, así, la diferenciación interna en los países en vías de desarrollo.

Otro modo de estimar el coste de las reservas para los países que han registrado superávit por cuenta corriente, o para los países pobres que han recibido ayudas, se ha centrado en el impacto de la política monetaria<sup>37</sup>.

---

<sup>34</sup> Japón también ha estado proporcionando un gran subsidio a EEUU, de modo similar y durante más tiempo, aunque la relación entre los dos países avanzados tiene poco que ver con la financiarización subordinada.

<sup>35</sup> Incluso sin contar el riesgo de las pérdidas de capital si el dólar se depreciara en el futuro.

<sup>36</sup> Dani Rodrik, «The Social Cost of Foreign Exchange Reserves», NBER Working Paper, núm. 11952, enero de 2006. Yknaz Akyüz ha propuesto un cálculo alternativo del coste que utiliza la diferencia entre los tipos de interés de los préstamos y los costes de mantenimiento de las reservas, mientras que a la vez se refiere también a la distinción entre las reservas prestadas y las obtenidas («Managing Financial Instability in Emerging Markets: a Keynesian Perspective», *METU Studies in Development*, núm. 35:1, 200). La misma distinción ha sido utilizada por Jacques Polak y Peter Clark en su cálculo de costes, «Reducing the Costs of Holding Reserves», Inge Kaul y Pedro Conceição (ed.), *The New Public Finance*, Oxford, Oxford University Press, 2006.

<sup>37</sup> Véase, por ejemplo, J. Onno de Beaufort Wijnholds y Lars Søndergaard, «Reserve Accumulation: Objective or By-Product?», European Central Bank, Occasional Paper Series, núm. 73, 2007; Joshua

La adquisición de reservas por parte de los bancos centrales ha sido por lo general esterilizada para prevenir el crecimiento del dinero doméstico, que podría haber puesto en peligro los objetivos de inflación. Sin embargo, los pasivos que han emitido los bancos centrales, con el objetivo de esterilizar las reservas, están por lo general a los tipos de interés domésticos. Los tipos domésticos han tendido a ser significativamente más altos que los tipos de interés de los activos públicos extranjeros, que también adquirieron los bancos centrales, en parte por los objetivos de inflación. El diferencial entre los tipos de interés domésticos y extranjeros es un coste impuesto al banco central, y por tanto a toda la sociedad. El principal beneficiario ha sido naturalmente EEUU, dado que ha estado en disposición de pedir prestado a tipos bajos. Sin embargo, esto ha tenido importantes implicaciones para el funcionamiento interno de los sistemas financieros de los países en vías de desarrollo.

Una de las implicaciones internas más importantes para los países en vías de desarrollo ha sido el aumento de la emisión de deuda soberana. Los mercados nacionales de bonos han crecido considerablemente en muchos países en vías de desarrollo desde mediados de los años noventa, principalmente en Asia, donde con diferencia se atesoran las reservas de divisas extranjeras más grandes, pero también en América latina. El crecimiento de los mercados financieros domésticos ha representado una mayor penetración financiera en los países en vías de desarrollo y un nuevo impulso a la financiarización subordinada. La disponibilidad de los títulos públicos domésticos y líquidos ha facilitado las transacciones financieras y ha permitido el surgimiento de las nuevas instituciones financieras en los países en vías de desarrollo. Ante todo, la expansión de la liquidez ha hecho posible que los bancos nacionales se volcaran sobre los mercados financieros, así como sobre las transacciones que implicaban a los hogares del país<sup>38</sup>. En los países en vías de desarrollo han empezado así a surgir las formas características de la financiarización, acelerándose más si cabe con la entrada de los bancos extranjeros en los años noventa y dos mil.

La entrada de la banca extranjera en las últimas dos décadas ha provocado que los países en vías de desarrollo de rentas medias posean proporciones importantes de los activos bancarios totales. No obstante, se ha producido también una entrada sostenida de la banca extranjera en los países de rentas bajas, entre los que se incluyen los del continente africano, donde la propiedad extranjera ha pasado a dominar los activos

---

Aizenman y Reuven Glick, «Sterilization, Monetary Policy, and Global Financial Integration», NBER Working Paper, núm. 13902, 2008; y Joshua Aizenman y Reuven Glick, «Pegged Exchange Rate Regimes: A Trap?», *Journal of Money, Credit and Banking*, núm. 40:4, 2008.

<sup>38</sup> Para un análisis de los casos característicos de Brasil y Corea del Sur, véase Juan Pablo Painceira, «Central Banking in Middle Income Countries in the Course of Financialisation: A Study with Special Reference to Brazil and Korea», Tesis Doctoral no publicada, University of London, 2011.

bancarios en una serie de países<sup>39</sup>. La entrada de bancos extranjeros ha tenido inevitablemente resultados complejos para el crecimiento, así como para el desempeño del sector financiero doméstico. Los economistas de la corriente dominante han defendido a menudo la entrada de los bancos extranjeros con el argumento de que estos son más eficientes y, por tanto, mejoran el desempeño de los sistemas financieros domésticos, a la vez que mitigan la persistente escasez de crédito para las empresas pequeñas y medianas<sup>40</sup>. Pero incluso la corriente dominante pone en duda que las habilidades de los bancos extranjeros a la hora de evaluar la información cuantitativamente sean las apropiadas para los países en vías de desarrollo en los que el crédito ha tendido tradicionalmente a depender de la información de tipo cualitativo<sup>41</sup>.

Un resultado destacable de la entrada de los bancos extranjeros ha sido el aumento de las operaciones de la banca que se dirigen hacia la renta de los particulares y de los hogares, especialmente en los países de renta media durante los años dos mil. Los bancos extranjeros han expandido la provisión de créditos hipotecarios y de tarjetas de crédito, así como de otros servicios financieros relacionados. Más aún, los bancos nacionales también se han visto atraídos a este ámbito y han contribuido a la aceleración de la financiarización de la renta personal. El resultado ha sido un crecimiento sostenido del endeudamiento personal en un conjunto de países en vías de desarrollo entre los que se encuentran los países pobres<sup>42</sup>.

<sup>39</sup> Massoud Karshenas, «The Impact of the Global Financial and Economic Crisis on LDC Economies», United Nations Office of the High Representative for the Least Developed Countries, Landlocked Developed Countries and Small Island Developing States, 2009.

<sup>40</sup> La bibliografía sobre este tema es muy extensa. Para los argumentos a favor de la entrada de la banca extranjera basados en los presuntos beneficios que comportaría para los sistemas financieros domésticos, e incluso para las operaciones de la banca central, véase Ross Levine, «Financial Development and Economic Growth», *Journal of Economic Literature*, núm. 35:2, 1997; Michael Gavin y Ricardo Hausmann, «Securing Stability and Growth in a Shock-Prone Region», en Ricardo Hausmann y Helmut Reisen (eds.), *Securing Stability and Growth in Latin America*, París, Organisation for Economic Co-operation and Development, 1996; Stijn Claessens y Tom Glaessner, «The Internationalization of Financial Services in Asia», World Bank Policy Research Working Paper, núm. 1911, 1998; Stijns Claessens, Asli Demirgüç-Kunt, y Harry Huizinga, «How Does Foreign Bank Entry Affect Domestic Banking Markets?», *Journal of Banking and Finance*, núm. 25, 2001; y George Clarke *et al.*, «Foreign Bank Entry: Experience, Implications for Developing Economies and Agenda for Further Research», *The World Bank Research Observer*, núm. 18:1, 2003. Para una excelente discusión crítica, véase Paulo Dos Santos, «Foreign Capital and Familial Control in Philippine Banking», Tesis Doctoral no publicada, University of London, 2007.

<sup>41</sup> Thierry Tresselt, Enrica Detragiache y Poonam Gupta, «Foreign Banks in Poor Countries: Theory and Evidence», IMF Working Paper, núm. 06/18, International Monetary Fund, 2006.

<sup>42</sup> Para una discusión detallada de estos procesos en Turquía, véase Nuray Ergüneç, «Global Integration of the Turkish Economy in the Era of Financialisation», RMF Discussion Paper, núm. 7, 2009; también publicado en Lapavitsas (ed.), *Financialisation in Crisis*. Se puede encontrar un estudio meticuloso del crédito a los hogares por parte de los bancos de los países en vías de desarrollo usando los datos de Turquía en Elif Karacimen, «Political Economy of Consumer Debt in Developing Countries: Evidence from Turkey», Tesis Doctoral no publicada, University of London, 2013.

En definitiva, la década de 2000 ha sido un periodo de integración acelerada de los países en vías de desarrollo en los procesos del comercio y las finanzas mundiales —con variaciones importantes— lo que ha dotado a la financiarización subordinada de un aspecto tanto doméstico como internacional. En los años dos mil se ha producido un fuerte incremento de la IED y del crédito a corto plazo, no obstante los flujos de cartera desde los países desarrollados hacia los países en vías de desarrollo han sido débiles. A su vez, los países en vías de desarrollo han registrado grandes superávits por cuenta corriente gracias al aumento de los precios de las materias primas y de las manufacturas de exportación. Lo más importante es que los países en vías de desarrollo han acumulado una enorme cantidad de reservas de divisas extranjeras. El resultado ha sido el registro de flujos netos de capital negativos: los países pobres han financiado a un conjunto selecto de países ricos, principalmente a EEUU.

El mantenimiento de enormes reservas de dólares como moneda mundial ha sido una parte esencial de la financiarización subordinada. Los costes para los países en vías de desarrollo han sido sustanciales, sin que importe si la estimación se hace mediante el diferencial de los tipos de interés domésticos y extranjeros o a través del coste de la esterilización de los bancos centrales. Los países en vías de desarrollo han pagado un tributo implícito a los países desarrollados, especialmente a EEUU en tanto emisor hegemónico del dólar. La acumulación de reservas ha contribuido al crecimiento de los mercados financieros domésticos, de tal modo que ha impulsado también la financiarización doméstica. La entrada sostenida de la banca extranjera en los países en vías de desarrollo ha exacerbado la financiarización subordinada animando el vuelco de las prácticas bancarias hacia los mercados financieros abiertos y hacia la renta personal como fuente de ganancias financieras. La expropiación financiera doméstica parece haber arraigado en los países en vías de desarrollo en los años dos mil, lo que ha resultado en un aumento de la deuda personal.

## APÉNDICES

### La financiación de la inversión agregada: metodología

#### Fuentes

<b>EEUU</b>	Federal Reserve System Flow of Funds, tabla F.102
<b>Reino Unido</b>	Oficina Nacional de Estadísticas (ONS), Financial Statistics, tablas 11.1D y 14.3C
<b>Alemania</b>	Eurostat, Annual Sector Accounts
<b>Japón</b>	Banco de Japón, Flow of Funds; Cabinet Office, Gobierno de Japón, Historical Statistics of Japan, tablas 3-29-b y 3-30-a (1980-2003); Cabinet Office, Gobierno de Japón, National Accounts, 2010, Flow, Tables 2.2, 3.1 (2001-2010)

La identidad principal: Formación bruta de capital = financiación interna + financiación externa neta = financiación interna + (crédito bancario neto + financiación neta de mercado + otra financiación externa neta).

#### EEUU

Fondos internos = ahorro bruto incluyendo las ganancias no distribuidas hechas en el extranjero menos las transferencias netas de capital pagadas.

Las fuentes externas netas de cada tipo de financiación se calculan como la diferencia entre los correspondientes pasivos y activos.

	<b>Pasivos</b>	<b>Activos</b>
<b>Crédito bancario</b>	Préstamos de las instituciones de depósito no clasificados en otras categorías, otros préstamos y anticipos, hipotecas.	Depósito disponible mediante cheque y divisas, depósitos a plazo y de ahorro, depósitos extranjeros privados.
<b>Financiación de mercado</b>	Emisiones netas de nuevas acciones, papel comercial, títulos municipales, bonos empresariales	Acciones de los fondos de inversión en el mercado monetario, títulos de operaciones de recompra, papel comercial, títulos del tesoro, títulos federales y respaldados por empresas semipúblicas, títulos municipales, hipotecas, participaciones en fondos de inversión.
<b>Crédito comercial</b>	Cuentas por pagar	Cuentas a cobrar, crédito al consumo
<b>Otros</b>	Miscelánea de pasivos, impuestos a pagar	Miscelánea de activos

La discrepancia estadística se calcula mediante la suma de todas las fuentes de financiación netas como porcentaje de los gastos de capital menos el 100 %.

## Reino Unido

Fondos internos = ahorro bruto

Las fuentes externas netas de cada tipo de financiación se calculan como la diferencia entre los pasivos y activos correspondientes.

	Pasivos	Activos
<b>Crédito bancario</b>	Préstamos a corto plazo, préstamos a largo plazo garantizados con una vivienda, leasing financiero	Divisas y depósitos
<b>Financiación de mercado</b>	Títulos que no son acciones, acciones y otro capital	Títulos que no son acciones, acciones y otro capital
<b>Otros</b>	Préstamos de inversión directa (en el exterior y del exterior), otros préstamos de los residentes de Reino Unido, otros préstamos del resto del mundo, otras cuentas por pagar / por cobrar.	Préstamos de inversión directa (en el exterior y del exterior), arrendamiento de financiación, préstamos a largo plazo de residentes de Reino Unido, prepago de primas de seguro, etc., otras cuentas a pagar / a cobrar.

La discrepancia estadística se calcula mediante la suma de todas las fuentes de financiación netas como porcentaje de la formación bruta de capital menos el 100 %. La formación bruta de capital es la suma de la formación bruta de capital fijo, la variación en las existencias y las adquisiciones menos disposiciones de objetos de valor.

## Alemania

Los datos de las empresas no financieras son datos consolidados.

Fondos internos = ahorro bruto

Las fuentes externas netas de cada tipo de financiación se calculan como la diferencia entre los pasivos y activos correspondientes.

	Pasivos	Activos
Crédito bancario	Préstamos a corto y largo plazo	Divisas y depósitos
Financiación de mercado	Títulos que no son acciones (a corto y a largo plazo), acciones y otro capital (excluyendo las participaciones en los fondos de inversión).	Títulos que no son acciones (a corto y largo plazo), derivados financieros, acciones y otro capital (excluyendo las participaciones en los fondos de inversión), participaciones en los fondos de inversión.
Otros	Patrimonio neto de los hogares en reservas de seguros de vida y de fondos de pensiones, otras cuentas por pagar / por cobrar.	Préstamos a corto y largo plazo, prepago de primas de seguro y reservas para los créditos vigentes, otras cuentas a pagar / a cobrar.

La discrepancia estadística se calcula mediante la suma de todas las fuentes de financiación netas como porcentaje de la formación bruta de capital menos el 100 %. La formación bruta de capital es la suma de la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias y las adquisiciones menos disposiciones de objetos de valor.

## Japón

Los datos se proporcionan según el ejercicio fiscal. Las empresas no financieras incluyen tanto las empresas no financieras privadas como las públicas.

La formación bruta de capital se calcula como la suma de la formación bruta de capital fijo y la variación de existencias.

Fondos internos = ahorro bruto

Las fuentes externas netas de cada tipo de financiación se calculan como la diferencia entre los pasivos y activos correspondientes.

La discrepancia estadística se calcula mediante la suma de todas las fuentes de financiación netas como porcentaje de la formación bruta de capital menos el 100 %.

Las cuentas nacionales de Japón contienen datos sobre las transacciones financieras, es decir, sobre la adquisición de activos y pasivos financieros. Estos datos están disponibles en las cuentas de la financiación del capital que publica el *Cabinet Office* del gobierno de Japón, en las *Historical Statistics of Japan* (tabla 3-30-a). Si se hubiera utilizado la misma fuente de datos para la financiación externa y para el ahorro bruto y la formación bruta de capital se habría asegurado la compatibilidad entre las valoraciones de los fondos internos y la inversión, por un lado, y la financiación externa, por el otro. No obstante, hay un inconveniente: las cuentas de la



financiación del capital no proporcionan suficiente detalle para desglosar los fondos externos entre el crédito bancario y la financiación de mercado. En concreto, en el lado de los pasivos, la tabla 3-30-a contiene datos sobre el total de los préstamos de las empresas no financieras. Los préstamos totales son, sin embargo, una aproximación pobre al crédito bancario. Además del crédito de las instituciones financieras, los préstamos totales incluyen los préstamos del sector no financiero, el crédito a plazos y los acuerdos de recompra, y las transacciones de préstamo de valores. De acuerdo con los datos de los flujos de fondos disponibles en el Banco de Japón, que desglosan el crédito en diversas categorías inferiores, entre 1980 y 2010 los préstamos de las instituciones financieras privadas y los préstamos de las instituciones financieras públicas suponían de media un 78 % del total del crédito a las empresas no financieras. La desviación estándar de esta ratio sobre el mismo periodo de tiempo alcanzó, sin embargo, 64 puntos porcentuales, lo cual indica una alta variabilidad de la proporción del crédito bancario en el total de los préstamos. Por esta razón, para calcular el crédito bancario neto, la financiación de mercado neta, y otras fuentes de financiación externa netas como porcentaje de la formación bruta de capital, se usaron los datos de los flujos de fondos disponibles en el Banco de Japón, en lugar de las cuentas de financiación del capital que proporciona la tabla 3-30-a de las *Historical Statistics of Japan*.

	Pasivos	Activos
<b>Crédito bancario</b>	Préstamos de las instituciones financieras privadas, préstamos de las instituciones financieras públicas, depósitos de dinero.	Divisas y depósitos, depósitos con el Fiscal Loan Fund, depósitos de dinero.
<b>Financiación de mercado</b>	Acuerdos de recompra y transacciones de préstamo de valores, títulos que no son acciones, acciones y otro capital, derivados financieros	Acuerdos de recompra y transacciones de préstamo de valores, títulos que no son acciones, acciones y otro capital, derivados financieros
<b>Otros</b>	Préstamos del sector no financiero, créditos a plazos (no incluidos en el crédito al consumo), crédito comercial y créditos para el comercio exterior, cuentas a pagar / a cobrar, otros créditos y deudas frente al exterior, otros.	Dinero y préstamos a la vista, préstamos del sector no financiero, créditos a plazos (no incluidos en el crédito al consumo), crédito comercial y créditos para el comercio exterior, cuentas por pagar/por cobrar, inversión directa al exterior, inversión en títulos del exterior, otros préstamos frente al exterior y deudas, otros.



## IX

# LA PROPENSIÓN A LA CRISIS: ESTALLA UNA ENORME TORMENTA EN 2007

LA FINANCIARIZACIÓN HA SURGIDO a partir de las principales perturbaciones económicas de los años setenta que marcaron el final del largo *boom* de posguerra de los países capitalistas maduros. Ha venido caracterizada por la recurrencia de crisis, que a menudo han girado alrededor del sector financiero, aunque ninguna de ellas ha sido tan profunda como la tormenta económica mundial que empezó en agosto de 2007. Esta crisis surgió en el sector financiero de EEUU tras el estallido de la burbuja del 2001-2007, principalmente en el mercado inmobiliario. Un rasgo característico de esta burbuja fue la financiarización de la renta personal, concretamente a través del crédito hipotecario concedido a los trabajadores norteamericanos, incluidos los más pobres.

La burbuja tuvo un impacto modesto sobre la acumulación productiva en EEUU y en otros países maduros, pero el estallido del *shock* financiero provocó una recesión mundial en 2008-2009, a través de mecanismos financieros y comerciales. El efecto de esta recesión varió mucho en todo el mundo y sus peores consecuencias tardaron más de un año en manifestarse en Europa. La crisis de la eurozona, que en 2010 inició su momento más virulento, llevó la conmoción económica mundial a una nueva fase, una mayor propensión a la inestabilidad de la financiarización, asociada concretamente con el papel del dinero mundial.

La enorme tormenta económica de los años dos mil constituye una crisis de la financiarización que ha llevado a primer plano algunos aspectos característicos de este periodo. Por un lado, ha ofrecido una nítida perspectiva de la transformación de los bancos, incluidas sus actividades de crédito a los hogares y de comercialización de capital prestable en los mercados abiertos. Los bancos han afrontado problemas inasumibles de liquidez y solvencia, mientras que los hogares y los Estados se han ahogado en sus propias deudas; el endeudamiento, en cambio, ha sido menos severo para las empresas industriales y comerciales. La crisis también ha dejado claro el papel central del Estado en el sustento de la financiarización en los países maduros. La intervención del banco central ha rescatado repetidas veces a la banca y ha atenuado el impacto de la crisis en la acumulación real.

Por encima de todo, la prolongación y la continua evolución de la crisis ha indicado que la propensión del capitalismo financiarizado a las crisis está profundamente arraigada y no será fácil de contrarrestar. La expansión de las finanzas y la penetración de las prácticas financieras en la vida económica ha exacerbado la propensión inherente a la inestabilidad y a las crisis de la acumulación capitalista. Este capítulo examina la crisis de los años dos mil para sacar conclusiones más generales sobre las causas y los mecanismos de la inestabilidad en el capitalismo financiarizado. El análisis sienta también las bases para la discusión general sobre la intervención del Estado en las economías financiarizadas que se realiza en el capítulo 10. El primer paso en este sentido es considerar brevemente la discusión de Marx sobre las finanzas como factor de las crisis capitalistas.

### Las finanzas y las crisis según Marx

Marx no desarrolló una teoría coherente de las crisis pero ofreció perspectivas muy ricas sobre sus causas, aunque no todas fueran plenamente consistentes entre sí. Según Marx, las crisis capitalistas suceden necesariamente dentro de la acumulación capitalista y reflejan las contradicciones fundamentales entre el valor y el valor de uso en la producción, pero también la falta de una organización consciente de la economía capitalista. A su vez, las crisis funcionan como oportunidad para reestructurar la producción capitalista y hacen posibles las nuevas oleadas de acumulación.

La reproducción económica capitalista se organiza mediante interacciones autónomas en el mercado que dan lugar a cambios en los precios e inducen los flujos de mercancías y de dinero correspondientes. Estos flujos permiten la producción de plusvalía, y la reproducción del conjunto de la economía. Las causas de las crisis emanan habitualmente de la esfera de la producción. Sin embargo, la forma inmediata de la crisis es la imposibilidad de vaciar los mercados en tanto los precios, el dinero y las mercancías dejan de relacionarse entre sí de forma «normal». Por un lado, las mercancías (incluido el trabajo) no se pueden vender, mientras que por otro el dinero queda ocioso —se interrumpe la reproducción cuando la relación entre los precios, las mercancías y el dinero se rompe<sup>1</sup>. En términos más convencionales, aparece el desempleo, hay exceso de oferta de mercancías y se atesora liquidez. Al mismo tiempo, las crisis son una forma violenta de restaurar la interacción «normal» entre los precios, las mercancías y el dinero. Se reestructura la esfera de la producción, se establecen nuevas bases para la extracción de la plusvalía y la reproducción supera al fin la perturbación.

---

<sup>1</sup> Véase, por ejemplo, K. Marx, *Grundrisse*, cit., pp. 410-420.

Por lo general, los teóricos marxistas reconocen la existencia de una dimensión comercial —o de mercado— esencial para las crisis capitalistas; sin embargo, los desequilibrios del mercado se adscriben habitualmente a los procesos subyacentes de la producción capitalista. Está ampliamente aceptado en la economía marxista que las crisis suceden por las tendencias contradictorias de la acumulación en la esfera de la producción, lo cual provoca un desequilibrio en los mercados. Del mismo modo, está aceptado que las crisis son el mecanismo de la economía capitalista para superar las perturbaciones, y permiten que la acumulación continúe hasta que las contradicciones de la producción conduzcan de nuevo a una crisis. No obstante, siguiendo los pasos de los escritos de Marx, han surgido varias teorías marxistas que discuten las causas concretas de las crisis dentro de la producción capitalista<sup>2</sup>.

Las conocidas aproximaciones de la sobreacumulación, de la desproporcionalidad entre los sectores de la economía y del subconsumo se apoyan en el trabajo de Marx, aunque no en la misma medida<sup>3</sup>. Las teorías de la sobreacumulación, en particular, han sido la aproximación dominante durante las últimas cuatro décadas. La causa de la crisis viene dada por la caída de la tasa de ganancia que resulta de la tendencia a que aumente la composición orgánica del capital a medida que los capitalistas introducen nuevas tecnologías a fin de ahorrar trabajo<sup>4</sup>. En términos generales, las crisis suceden porque la acumulación del capital industrial se produce sobre la base de la introducción continua de estas nuevas tecnologías que, por tanto, alteran la relación entre capital y trabajo; así, aumenta

---

<sup>2</sup> La tensión inherente entre las teorías marxistas de las crisis fue discutida por Richard Day en un excelente libro que desafortunadamente es poco leído hoy en día (*The Crisis and the 'Crash'*, Londres, NLB, 1981). Como Day argumenta, el análisis de Marx tiende a centrarse en las crisis cíclicas, pero los escritos marxistas posteriores se centraron en las crisis seculares. De este modo, los debates de los marxistas clásicos sobre el imperialismo y los debates soviéticos posteriores fueron en gran medida sobre fenómenos seculares a largo plazo. El argumento de Day es importante y se puede aplicar a algunas teorías marxistas sobre la crisis y la financiarización que se consideraron en el capítulo 2. Cabe señalar, sin embargo, que tanto la forma como el trasfondo de las crisis capitalistas ha cambiado desde la época en que Marx publicó sus escritos, debido al proceso de monopolización que se ha producido y a que la intervención del Estado ha pasado a ser vital para la economía capitalista. Los cortos episodios de crisis agudas de las que Marx fue testigo a mediados del siglo XIX han sido reemplazados por periodos de larga perturbación de la acumulación. La crisis de los años dos mil ya lleva cinco años y continuará aun más tiempo. Así pues, el cambio de análisis hacia una perspectiva más a largo plazo refleja la realidad y no meramente una excentricidad teórica.

<sup>3</sup> Para una discusión más detallada de esta cuestión véase M. Itoh y C. Lapavistas, *Political Economy of Money and Finance*, cit., cap. 6.

<sup>4</sup> Esta aproximación ha formado la base de la corriente anglosajona de las teorías marxistas de las crisis a partir de los años setenta. Se pueden encontrar elementos de ello en M. Dobb, *Political Economy and Capitalism*, Londres, Routledge & Kegan Paul, 1937; y M. Dobb, *Theories of Value and Distribution*, Cambridge, Cambridge University Press, 1973; más significativamente en Henryk Grossman, *Law of the Accumulation and Breakdown of the Capitalist System*, Leipzig, Hirschfeld, 1929; y Paul Mattick, *Economic Crisis and Crisis Theories*, Armonk (NY), M.E. Sharpe, 1981.

la composición orgánica de capital y esto conduce a la caída de la tasa de ganancia<sup>5</sup>. Los problemas en la rentabilidad se manifiestan a través de la incapacidad de las empresas para vender el producto, lo cual conduce al colapso de los mercados, la caída de la producción, las quiebras y el aumento del desempleo. La crisis resultante abre un periodo de reestructuración del capital que potencialmente podría restaurar la rentabilidad y preparar el terreno para una nueva forma de acumulación.

Por otro lado, hay otras teorías marxistas de la crisis, como la desproporción y el subconsumo que se derivan de los problemas de «realización». El problema de «realización» equivale esencialmente a la caída de la demanda agregada por debajo de la oferta agregada, es decir, a la imposibilidad de vender el producto, que conduce, de este modo, a la caída de la tasa de ganancia. Los problemas de «realización» pueden suceder por la desproporción entre los departamentos de la producción capitalista —el departamento I produce los medios de producción y el departamento II produce los medios de consumo— que refleja el carácter no planificado y anárquico del capitalismo; la exposición clásica de esta visión puede encontrarse en *Les crises industrielles en Angleterre*, de Tugan-Baranovsky. La teoría de la desproporción influyó en los debates marxistas clásicos de la época sobre el imperialismo, pero en su mayoría ha sido abandonada a lo largo de las últimas décadas. Los problemas de «realización» pueden suceder también por la restricción del consumo de la clase trabajadora, que da como resultado una insuficiencia de la demanda agregada. La tradición del «subconsumo» está estrechamente vinculada con el libro *La acumulación de capital*, de Rosa Luxemburgo, pero también a *El capital monopolista*, de Baran y Sweezy, de la época de posguerra. Actualmente, la influencia de la teoría del subconsumo es limitada aunque la corriente ha sido decisiva para desarrollar el concepto de financiarización, tal y como se expuso en el capítulo 2.

Este capítulo no pretende revisar la visión de Marx sobre las crisis, ni mucho menos examinar los posteriores debates entre marxistas sobre la teoría de las crisis. Su objetivo es analizar las crisis del capitalismo financiarizado y, por tanto, en la siguiente sección basta con centrarse en el análisis de Marx sobre la relación entre el sistema financiero y las crisis económicas. Sobre esta base, se puede desarrollar un enfoque analítico de la crisis de

---

<sup>5</sup> Se consideraron algunos aspectos de esta aproximación en el capítulo 2 en relación con las teorías de la financiarización. Anwar Shaikh es probablemente el exponente más importante de la visión de que las crisis se deben a las tendencias en la producción que provocan una caída de la tasa de ganancia. Véase Shaikh, «Political Economy and Capitalism: Notes on Dobb's Theory of Crisis», *Cambridge Journal of Economics*, núm. 2:2, 1978; «An Introduction to the History of Crisis Theories» en *US Capitalism in Crisis*, Nueva York, Monthly Review Press, 1978; «The Falling Rate of Profit and the Economic Crisis in the US» en *The Imperiled Economy*, Nueva York, Union of Radical Political Economics, 1987; «The Falling Rate of Profit and Long Waves in Accumulation» en *New Findings in Long Wave Research*, Londres, Macmillan, 1992; y «Explaining the Global Economic Crisis», *Historical Materialism*, núm. 5, invierno de 1999.

los años dos mil en las últimas partes del capítulo. Con este objetivo, se considera, primero, el papel del dinero y de las finanzas en las discusiones de Marx sobre las crisis y, segundo, el marco histórico e institucional en el que Marx desarrolló su visión sobre las crisis.

## **El análisis de Marx sobre el dinero y las finanzas como aspectos esenciales de las crisis capitalistas**

Según Marx, las crisis capitalistas tienen aspectos monetarios y financieros esenciales, a pesar de que sus causas se encuentren en la esfera de la producción. Los aspectos monetarios y financieros fueron fundamentales para el análisis de Marx sobre las violentas y repentinas fluctuaciones características de las crisis. Al fin y al cabo es extremadamente complicado plasmar en la teoría los cambios violentos que marcan las crisis capitalistas sin referirse a la falta de crédito o a la necesidad de liquidar los compromisos de pago adquiridos en el pasado. El hecho de que el periodo de reembolso de las relaciones de crédito sea fijo y de que no sea posible eludir la liquidación de la deuda por su naturaleza, son ambos factores típicos que inducen el empeoramiento repentino de la actividad económica en una economía capitalista. Por eso, Marx dedicó mucho esfuerzo al estudio de los aspectos de las crisis relacionados con el crédito, tal y como se hace evidente en la parte cinco del tercer volumen de *El capital*<sup>6</sup>.

Desafortunadamente, desde los años setenta los elementos monetarios y financieros del análisis de Marx sobre las crisis han quedado bastante de lado en los debates marxistas anglosajones a este respecto. La tradición de la Escuela de Uno —y del marxismo japonés en general— es en este sentido muy distinta, en tanto ha prestado atención de forma sistemática a los aspectos monetarios y financieros de las crisis capitalistas. Sobre la base del trabajo de la corriente de Uno y simplificando mucho es posible componer una explicación coherente del análisis de Marx de los aspectos monetarios y financieros de las crisis capitalistas de su época<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup>Las investigaciones recientes han empezado a determinar la atención meticulosa con la que Marx siguió las perturbaciones financieras y crediticias de su época. Por ejemplo, los apuntes de Marx sobre la gran crisis financiera que empezó en 1866 y que llevó al colapso de Overend, Gurney y cia., véase João Antonio de Paula *et al.*, «Marx in 1869: Notebook B113, The Economist and The Money Market Review», Discussion Paper, núm. 417, Cedeplar, Universidade Federal de Minas Gerais, 2011.

<sup>7</sup> Para una discusión más detallada de esta cuestión véase Itoh y Lapavistas, *Political Economy of Money and Finance*, cit., cap. 6. Cabe señalar que la corriente de Uno habitualmente destaca la escasez de oferta de trabajo (de hecho, destaca los cuellos de botella en la oferta de trabajo) como el principal factor que induce las crisis en la actividad económica (véase, por ejemplo, Uno, 1936). Sin embargo, no es necesario aceptar este aspecto concreto de la tradición de Uno para reconocer el potencial de su análisis del dinero y el crédito a lo largo de las crisis.

El punto de partida del análisis de Marx es el crédito comercial y asume que este se expande a lo largo de un *boom*, generando grandes volúmenes de letras de cambio, lo cual provoca que la producción y el comercio aumenten<sup>8</sup>. A medida que se desarrolla el *boom*, sin embargo, el crédito bancario entra de forma decisiva en escena: los bancos descuentan las letras de cambio y ofrecen así el capital dinerario prestable que cubre las necesidades de liquidez de los capitalistas. En los últimos estadios del *boom*, la especulación financiera empieza a darse a gran escala, principalmente mediante la creación de letras de cambio con el único fin de ser descontadas por los bancos. Estas letras de cambio están poco o nada relacionadas con la actividad productiva. El exceso de crédito (tanto comercial como bancario) contribuye a la sobreacumulación y a la sobreproducción, y provoca la acumulación de existencias y el exceso de oferta en los mercados de mercancías. Dada la dificultad para vender, la expansión empieza a desintegrarse y surge una crisis comercial.

Según Marx, la aparición de una crisis comercial tiene un impacto decisivo en el desbordamiento de los mecanismos de crédito.<sup>9</sup> La imposibilidad de vender el producto acabado implica la imposibilidad por parte de los capitalistas acreedores de cumplir los pagos de las letras de cambio que vencen. En consecuencia, los bancos empiezan a acumular activos de cobro dudoso. A medida que la calidad de los activos bancarios y la solvencia de los acreedores disminuyen, los bancos se vuelven reacios a prestar dinero. La restricción del crédito bancario ocurre en un momento en el que el capital dinerario líquido es muy demandado por los capitalistas activos, presionados por la dificultad de vender. Paulatinamente, incluso los bancos se hacen reacios a prestarse entre sí, en consecuencia el mercado monetario se hace extremadamente estrecho y los tipos de interés aumentan rápidamente. En otras palabras son los comienzos de una escasez absoluta de liquidez.

En estas circunstancias de escasez de liquidez, los capitalistas no demandan más capital dinerario para sostener o ampliar la circulación del capital productivo, sino que están bajo la presión de obtener dinero con el fin de liquidar las letras de cambio y otros préstamos que vencen. Estos préstamos fueron contraídos durante el periodo de auge con la expectativa de que la liquidez proporcionada por los bancos o por otras fuentes sería accesible en el momento de su liquidación. Sin embargo, la destrucción de la confianza entre los bancos implica que los nuevos fondos no estén disponibles; los bancos (y otros participantes en el mercado monetario) prefieren atesorar dinero. En una crisis de liquidez, el efectivo pasa a ser el bien máspreciado y las promesas de pago entre capitalistas se devalúan.

---

<sup>8</sup> Véase, por ejemplo, K. Marx, *Capital*, cit., vol. 3, pp. 619-625.

<sup>9</sup> *Ibid.*, pp. 674-679; véase también todo el capítulo 34 en *ibidem*.



Con una frase sobresaliente, Marx afirmó que en una crisis capitalista hay una «brusca conversión del sistema crediticio en sistema monetario»<sup>10</sup>.

El colapso del crédito privado lleva al aumento de los tipos de interés y cataliza el aspecto industrial de la crisis a medida que las empresas quiebran, las plantas se cierran y los trabajadores son despedidos. La recesión aparece de este modo abriendo el camino a una reestructuración del capital que permitirá que el *boom* y el estallido se repitan más adelante. La fase más aguda de la crisis (la crisis propiamente dicha) a menudo ha pasado ya en el momento en que la recesión aparece verdaderamente, ya que la crisis viene dada principalmente por la imposibilidad de obtener liquidez para hacerse cargo de las deudas comerciales que vencen. Al fin y al cabo, el periodo de tiempo de la deuda comercial está habitualmente fijado por la práctica consuetudinaria (tres meses, seis meses y rara vez más de un año) y por eso la fase aguda de la crisis finaliza inevitablemente a medida que el grueso de las obligaciones existentes alcanza su vencimiento. Cuando la economía está en recesión, el sistema crediticio se vuelve reactivo, e incapaz de generar nuevos créditos, al tiempo que los capitales industriales y comerciales dejan de buscar crédito para expandirse. Dicho brevemente, según Marx las recesiones tienden a ser periodos en los que la actividad crediticia es débil y en los que los tipos de interés caen en comparación con el punto álgido de la crisis<sup>11</sup>.

Conviene señalar que en algunas partes de su discusión sobre las crisis, Marx sugirió que el producto que los capitalistas tienen dificultades para vender es, a menudo, el que se exporta, mientras que las letras que vencen son las de los importadores extranjeros<sup>12</sup>. De este modo, el subsiguiente colapso del crédito está asociado con el equilibrio de los déficit comerciales y con los flujos internacionales de capital dinerario prestable, con impactos inevitables sobre los tipos de cambio. Además, el *boom* previo puede haber sido testigo de una expansión de la actividad del mercado bursátil. La especulación podría darse en los proyectos industriales que salen a bolsa por primera vez, a menudo sin apenas relación con los procesos subyacentes de creación de valor. La historia de los mercados bursátiles está repleta de los delirios de grandeza de los inversores, desde los tulipanes hasta la colonización del Mississippi y la construcción del ferrocarril. El estallido de una burbuja del mercado bursátil disminuye la capacidad de obtener capital accionario y, de este modo, exacerba la recesión.

<sup>10</sup> K. Marx, *A Contribution to the Critique of Political Economy*, Moscú, Progress, 1970, p. 146.

<sup>11</sup> K. Marx, *Capital*, cit., vol. 3, p. 622.

<sup>12</sup> Véase, por ejemplo, ibídem, pp. 622–623; véase también Costas Lapavistas, «The Classical Adjustment Mechanism of International Balances: Marx's Critique», *Contributions to Political Economy*, núm. 15:1, 1996, pp. 63–79.

Recapitulando, según Marx, el dinero y las finanzas son partes esenciales de las crisis capitalistas que se manifiestan a través de la interacción del comercio, la banca y el crédito del mercado monetario. Las crisis tienen dimensiones monetarias y financieras que surgen necesariamente de la acumulación capitalista. Las finanzas sostienen la sobreacumulación del capital, y acompañan la recesión a través de la destrucción total del crédito y la escasez absoluta de dinero. De forma equivalente, la sobreacumulación de capital se expresa necesariamente, y es intermediada, a través de mecanismos monetarios y de crédito. Las crisis monetarias y financieras, que son una parte esencial de las crisis industriales y comerciales, se han denominado como crisis de «tipo 1»<sup>13</sup>.

Sin embargo, queda implícito en el análisis de Marx que, en un sistema económico de producción, intercambio y distribución de mercancías penetrado por el dinero y el crédito, las crisis también podrían surgir debido únicamente al mal funcionamiento de los mecanismos monetarios y de crédito. Si no hubiera reservas de dinero cuando estas son necesarias, si los flujos de dinero no fueran suficientes, si los créditos comerciales y bancarios no se articularan entre sí al volumen, en el momento y en el lugar necesarios, si sobre todo el reembolso de las obligaciones de crédito no ocurriera con la regularidad prevista, el comercio y la producción sufrirían inevitablemente sus repercusiones negativas. Las crisis monetarias y financieras precipitadas por el mal funcionamiento de los mecanismos monetarios y financieros se han denominado crisis de «tipo 2»<sup>14</sup>.

Ambos tipos de crisis monetarias y financieras son características del capitalismo financiarizado, especialmente cuando se considera la penetración de las finanzas en la producción y en la circulación. Las finanzas intervienen activamente en la organización de la acumulación financiarizada e influyen en la conducta de las empresas no financieras, de los bancos y de los hogares. Por eso, las finanzas tienden a dar forma a las crisis que surgen de la acumulación y contribuyen de forma autónoma al surgimiento de las crisis. Las crisis de la financiarización tienen un aspecto financiero irreductible.

El análisis de Marx de los aspectos monetarios y financieros de las crisis capitalistas era históricamente específico y se basaba en el marco institucional del sistema financiero británico a mediados del siglo XIX. Además, Marx se basaba en los debates monetarios británicos de la época. El análisis de las crisis en el periodo de la financiarización debería tener en cuenta igualmente el marco institucional e histórico de la financiarización, además de los debates teóricos relevantes sobre este fenómeno. A este respecto

---

<sup>13</sup> M. Itoh y C. Lapavistas, *Political Economy of Money and Finance*, cit., p. 124.

<sup>14</sup> *Ibidem*.

es instructivo revisar brevemente el marco institucional e intelectual con el que Marx desarrolló su análisis del dinero y las finanzas.

## **El contexto institucional e intelectual del análisis de Marx sobre el dinero y las finanzas**

El análisis de Marx sobre el dinero y las finanzas estuvo decisivamente influido por los debates sobre la política monetaria de Gran Bretaña en los años treinta, cuarenta y cincuenta del siglo XIX. En esa época ya estaban en activo instituciones monetarias y de crédito muy desarrolladas dentro de los países capitalistas. Gran Bretaña lideró el camino con su complejo sistema crediticio que nació en la primera mitad del siglo. El principal instrumento de crédito eran las letras de cambio que emitían las empresas comerciales y que después descontaban los bancos, un rasgo que está muy bien reflejado en el trabajo analítico de Marx. Los bancos del país se involucraron en el descuento de letras y, a través de ello, transfirieron los excesos de capital desde las áreas agrícolas a las industriales. Estos bancos tenían el derecho de emitir sus propios billetes, que normalmente circulaban a nivel local<sup>15</sup>.

En el mercado de Londres se comerciaban las letras, en donde operaban otras empresas financieras, como los brokers de letras. Los bancos en Londres no tenían derecho a emitir sus propios billetes, pero algunos de ellos se convirtieron en sociedades por acciones ya en la década de 1840. El banco dominante en Londres era, sin duda, el Banco de Inglaterra, que operaba como una institución semipública con derechos exclusivos sobre la emisión de billetes que era el dinero utilizado para hacer las transacciones entre bancos, principalmente para la compensación de las obligaciones. El mercado bursátil desempeñó un papel importante en la financiación de grandes proyectos, como el ferrocarril, pero no tuvo un gran peso en las operaciones de las empresas textiles y del metal, que eran el pilar del poder industrial británico.

El dinero en circulación era principalmente dinero crediticio —billetes y depósitos— creados por bancos privados, habitualmente durante el descuento de los instrumentos de crédito comercial. El oro también circulaba ampliamente junto con el dinero crediticio, por ejemplo, en el gasto de la renta personal. El oro, sin embargo, se empleaba principalmente para las transacciones internacionales, en las que actuaba como moneda mundial al usarse para liquidar las obligaciones y déficit entre las naciones. El Banco de Inglaterra atesoraba oro por razones nacionales e internacionales,

---

<sup>15</sup> El análisis sobre las instituciones y las teorías se basa bastante en M. Itoh y C. Lapavistas, *Political Economy of Money and Finance*, cit., cap. 1-3.

y mantenía siempre la vista puesta en las fluctuaciones de sus reservas. De nuevo, estos elementos característicos de las finanzas británicas pueden encontrarse en el análisis de Marx sobre las crisis. Finalmente, en esas décadas la City de Londres no había alcanzado aún la posición de dominación mundial que disfrutaría a finales del siglo XIX. Gran Bretaña no era todavía el centro neurálgico de la financiación del comercio mundial a través de las letras de cambio de Londres. En el mismo sentido, aunque el capital prestable se comerciaba internacionalmente, no había un mercado mundial apropiado para los fondos a corto plazo con un tipo de interés correspondiente.

Desde la década de 1820 tuvieron lugar una sucesión de crisis económicas —en 1825, 1836, 1847, 1856 y 1866— que estremecieron a Gran Bretaña, y por extensión al mercado mundial, y que proporcionaron el marco sobre el cual Marx desarrolló su análisis de las crisis. Fueron crisis comerciales e industriales pero con claros aspectos monetarios y crediticios. Así pues, en los años de *expansión*, antes de la crisis, los precios subieron hasta cotas muy elevadas, el crédito era fácilmente accesible para las industrias y los tipos de interés aumentaron progresivamente. La crisis se manifestaba a través de una súbita escasez de crédito y de una fuerte demanda de dinero. Los tipos de interés crecían hasta cotas parecidas a los de la usura y el dinero se atesoraba, lo que provocaba las quiebras. A la vez, la balanza comercial registraba déficit, los tipos de cambio caían y las reservas de oro disminuían. La fase más aguda de las crisis duraba unos pocos meses, tras los cuales la creación de crédito seguía estancada y los tipos de interés eran bajos.

Dos escuelas del pensamiento económico se disputaron la explicación de estos fenómenos, y cada una de ellas dejó su huella en la teoría monetaria. La primera fue la Escuela Monetaria [*Currency School*], la predecesora del monetarismo moderno<sup>16</sup>. Los autores de la Escuela Monetaria explicaron la inestabilidad monetaria tomando como base la teoría cuantitativa del dinero<sup>17</sup>. En pocas palabras, la Escuela Monetaria afirmó que las crisis eran provocadas por el exceso de emisión de billetes del Banco de Inglaterra, lo que llevaba a una caída del valor de cambio del dinero y a una caída simultánea de los tipos de cambio. Si esta era la causa de la crisis, la cura pasaba por controlar la oferta de dinero de acuerdo con las fluctuaciones de los tipos de cambio.

---

<sup>16</sup> Es difícil encontrar referencias concisas y apropiadas de la perspectiva de la Escuela Monetaria. Quizás la más pertinente sea Robert Torrens, *The Principles and Practical Operation of Sir Robert Peel's Act of 1844 Explained and Defended*, 2nd ed., Londres, Longman, Brown, Green, Longmans and Roberts, 1857.

<sup>17</sup> La teoría cuantitativa ya fue postulada con gran claridad por David Ricardo, *The High Price of Bullion*, en P. Sraffa y M. Dobb (eds.), *The Works and Correspondence of David Ricardo*, vol. 3, Cambridge, Cambridge University Press, 1951.

Siguiendo el consejo de la Escuela Monetaria, el gobierno británico introdujo la Ley de Banca de 1844, que forzaba al Banco de Inglaterra a regular las emisiones de billetes de acuerdo con sus reservas de oro, reflejando en principio el comportamiento de los tipos de cambio. La ley bancaria de 1844 es un punto de referencia de la historia de la intervención del Estado en la economía capitalista. Es el primer caso de política monetaria basado explícitamente en el análisis teórico, pero fracasó en sus objetivos y este fue el motivo de su suspensión en crisis posteriores.

El lado opuesto de la Escuela Monetaria estuvo representado por la Escuela Bancaria, que rechazaba la teoría cuantitativa del dinero con el argumento de que los precios determinan la cantidad de dinero en circulación y no al revés<sup>18</sup>. Además, según la Escuela Bancaria, el dinero crediticio se crea como pasivo de una institución financiera y por tanto es emitido de acuerdo con la demanda de crédito y se elimina cuando se reembolsan los préstamos en curso. La visión de la Escuela Bancaria es muy afín al análisis contemporáneo postkeynesiano del carácter endógeno de la oferta monetaria<sup>19</sup>. Los autores de la Escuela Bancaria acusaron a la Ley de Banca de 1844 de ser una medida que probablemente conduciría al fracaso e incluso a exacerbar las crisis. No obstante, no definieron de forma clara unas políticas monetarias alternativas.

Los escritos de Marx sobre los aspectos monetarios y financieros de las crisis capitalistas —producidas, principalmente en los años cincuenta y sesenta del siglo XIX— tienen sentido sólo en ese contexto. Al igual que la Escuela Bancaria, Marx rechazó la teoría cuantitativa del dinero tanto en la *Contribución a la crítica de la economía política* como en *El capital*; según Marx, la cantidad agregada de dinero viene determinada por el precio agregado del producto<sup>20</sup>. A pesar de apoyarse en la teoría del valor trabajo para la determinación de los precios de las mercancías, Marx llegó a una perspectiva opuesta a la de Ricardo sobre el dinero. El rechazo de Marx de la teoría cuantitativa del dinero está relacionado, en última instancia, con su análisis de las funciones del dinero en la circulación capitalista. El precio de cada mercancía es el resultado del funcionamiento del dinero como medida de valor, en tanto traduce el valor de la mercancía en un precio. Cuando las mercancías circulan el dinero funciona como medio de cambio.

<sup>18</sup> Esto se resume muy bien en Thomas Tooke, *An Inquiry into the Currency Principle*, Londres, LSE Reprint Series, 1959; y John Fullarton, *On the Regulation of Currencies*, Londres, John Murray, 1845.

<sup>19</sup> Véase, por ejemplo, Basil J. Moore, *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge, Cambridge University Press, 1988.

<sup>20</sup> Para un análisis más profundo de esta cuestión, véase C. Lapavistas, «The Banking School and the Monetary Thought of Karl Marx», *Cambridge Journal of Economics*, núm. 18:5, 1994, pp. 447-461.

Siendo un poco más concisos, Marx argumentó —de forma similar a Ricardo— que la cantidad de dinero necesaria en circulación durante un periodo está determinada por el valor agregado de las mercancías, el valor del dinero y la velocidad del dinero.<sup>21</sup> A partir de este punto, el análisis de Ricardo considera el dinero principalmente como medida de valor y medio de cambio, lo que le lleva a adoptar la teoría cuantitativa del dinero. En cambio Marx destacó la función del dinero en tanto dinero, en particular el atesoramiento, lo que le permitió rechazar la teoría cuantitativa. En línea con la Escuela Bancaria, Marx argumentó que el atesoramiento regula la cantidad de dinero en circulación y, por tanto, el dinero conforma los precios y no al revés. Los críticos de la teoría cuantitativa se han echo eco de este argumento en las décadas posteriores, como por ejemplo hizo Keynes en su discusión sobre la preferencia por la liquidez<sup>22</sup>.

No obstante, esto no quiere decir que para Marx la teoría cuantitativa no fuera válida en ningún caso. Tal y como se expuso en el capítulo 4, el desarrollo de la forma del dinero lleva al surgimiento, de la mano del Estado, de sustitutos fiduciarios (símbolos) del dinero como mercancía. A diferencia del dinero como mercancía, el dinero fiduciario sin valor intrínseco no sirve tan bien como medio de atesoramiento y por tanto tiende a seguir en circulación. Por eso, si la cantidad de dinero fiduciario creciera sin límite, el valor de cambio del dinero caería y se generaría inflación. Esta es una forma pura y simple de la teoría cuantitativa del dinero, que fue propugnada por Marx en *La contribución*<sup>23</sup>. Se aplica principalmente al dinero fiduciario bajo condiciones muy concretas y, por tanto, no es una teoría general del dinero y del nivel de precios.

Las limitaciones de la teoría cuantitativa son patentes en el caso del dinero crediticio, la forma dominante del dinero en el capitalismo avanzado. El dinero crediticio —que radica en la función del dinero como medio de pago— se crea de acuerdo a la demanda de préstamos y vuelve a su emisor cuando los activos vencen. De este modo, el dinero crediticio sale sistemáticamente de la esfera de la circulación debido a su característica trayectoria circular. Esta propiedad del dinero crediticio fue denominada por la Escuela Bancaria como «la ley de reflujo» y una de sus implicaciones es que el dinero crediticio no suele comportarse de acuerdo con la teoría cuantitativa<sup>24</sup>. Si los precios tendieran a aumentar, como era el caso habitual en las vísperas de las crisis, probablemente sería por la alteración de las condiciones en la

<sup>21</sup> Para una presentación sencilla de esto véase C. Lapavistas, «The Theory of Credit Money: A Structural Analysis», *Science and Society*, núm. 55:3, 1991, pp. 291-322.

<sup>22</sup> Véase, por ejemplo, J. M. Keynes, *The General Theory of Employment...*, cit., p. 174.

<sup>23</sup> Véase, por ejemplo, K. Marx, *A Contribution to the Critique of Political Economy*, cit., pp. 118-121.

<sup>24</sup> Esta fue una de las declaraciones hechas en John Fullarton, *On the Regulation of Currencies*, Londres, John Murray, 1845.

producción y en el comercio de mercancías, en lugar de por un mal funcionamiento monetario. Marx simpatizó con la ley del reflujo de la Escuela Bancaria y atribuyó su descubrimiento a Sir James Steuart el teórico monetario por excelencia<sup>25</sup>. Una vez más, existen afinidades entre el análisis de Marx sobre el dinero crediticio y las teorías contemporáneas postkeynesianas sobre el carácter endógeno de la oferta de dinero crediticio.

Por último, Marx despreció la ley de 1844, en parte por su análisis del crédito, pero también por razones más profundas. A diferencia de la Escuela Bancaria, Marx trataba las crisis recurrentes como el resultado de las patologías de la producción capitalista, y no de la circulación de las mercancías y del dinero. Los fenómenos monetarios son aspectos esenciales pero secundarios de las crisis, del mismo modo que la circulación monetaria es un fenómeno esencial pero secundario de la economía capitalista. El aspecto más importante de la acumulación capitalista es la producción de mercancías y de valor y es aquí donde deben situarse, en general, los orígenes de las crisis. En el mismo sentido, al final es inútil tratar de afrontar las crisis con medidas monetarias. Sin embargo, esto no quiere decir que una teoría económica errónea no pueda llevar a aplicar una intervención del Estado que exacerbe la crisis, como ocurrió con la ley de 1844.

El marco institucional, tanto de la esfera monetaria como de la financiera de los países capitalistas avanzados se transformó profundamente en los años posteriores a la muerte de Marx. El cambio ya se hacía patente a finales del siglo XIX, cuando el surgimiento de la City de Londres como centro mundial del comercio y las finanzas permitió que el Banco de Inglaterra operara su política monetaria mediante los tipos de interés. El tipo de interés como mecanismo de intervención en la esfera monetaria no estuvo presente en los debates sobre la ley de 1844. Su ausencia también se hace evidente en la discusión de Marx sobre los fenómenos monetarios y financieros de las crisis. Sin embargo, desde finales del siglo XIX la manipulación de los tipos de interés ha sido central, tanto para la política monetaria como para la gestión del dinero.

Huelga decir que las condiciones a lo largo del siglo XX han cambiado todavía más. El marco monetario y financiero del capitalismo financiarizado tiene poco en común con el de la época en la que Marx desarrolló sus ideas sobre las crisis. En particular, el vínculo entre el oro y el dinero en circulación se rompió finalmente en 1971-1973 con el colapso de los acuerdos de Bretton Woods, lo cual le dio un carácter históricamente específico a la intervención del Estado en el ámbito de las finanzas. Este es un punto de considerable importancia para el análisis de la crisis de los años dos mil.

---

<sup>25</sup> Véase, por ejemplo, K. Marx, *A Contribution to the Critique of Political Economy*, cit., p. 102; y K. Marx, cit., *Capital*, vol. 1, p. 210.

Tanto la forma como el contenido de las crisis capitalistas ha cambiado drásticamente en el siglo XX. Por un lado, el auge del capital monopolista ha añadido mucha complejidad a los vínculos entre el crédito comercial, el crédito bancario y el mercado monetario. La estructura institucional del sistema financiero del capitalismo maduro es también muy distinta al marco sobre el que trabajó Marx. Por ser más claros, los mercados de letras han disminuido, los mercados de bonos públicos y privados han crecido, el mercado de dinero está formado por enormes bancos monopolistas dominados por un banco central público, y el mercado bursátil ha pasado a ser crucial para la formación de los capitales monopolistas a través de las fusiones y las adquisiciones. Estos cambios financieros han estado asociados con las transformaciones de fondo que se han producido en la acumulación real. Reflejan el paso de una economía relativamente simple basada en los textiles que producen los capitalistas propietarios, como fue la de Inglaterra a mediados del siglo XIX, a economías complejas con grandes capitales monopolistas que dominan varios sectores de la producción, como pasaron a ser las de EEUU, Japón, Alemania y Reino Unido a principios del siglo XXI.

A causa de las transformaciones de fondo, la sobreacumulación de capital en el capitalismo maduro produce fenómenos financieros muy distintos a los de la época de Marx. Atrás quedó la incapacidad de los capitalistas productivos de cumplir los compromisos de las letras de cambio; atrás quedó también el impacto de esto sobre los pequeños bancos especializados en el descuento de letras. La sobreacumulación ahora conlleva grandes fenómenos monetarios y financieros, entre los que se encuentran los auges y caídas del mercado bursátil, la expansión del crédito bancario que lleva a la insolvencia en masa y la manipulación del Estado de los tipos de interés en el mercado de dinero. Las crisis han perdido, además, la regularidad casi exacta que caracterizó a la Inglaterra del siglo XIX. Podrían incluso haber pasado a ser de larga duración, hasta el punto de ser capaces de confinar la acumulación capitalista a un estado de estancamiento. Lo que es más complejo todavía es que en el capitalismo financiarizado las crisis podrían ser el resultado de un mal funcionamiento del sistema financiero sin tener un impacto sustancial en la acumulación real. Es decir, estas crisis podrían clasificarse como de «tipo 2».

Bajo esta perspectiva, la gran crisis que estalló en el 2007 destaca en varios sentidos. Es una crisis sistémica que refleja el avance de la interpenetración de las relaciones financieras en las operaciones de las empresas y los hogares, en parte gracias a la transformación de los bancos. La financiarización ha llevado a la expansión gradual del ámbito de las finanzas, permitiendo que las actividades financieras influyeran directamente sobre la acumulación real. La interpenetración de la acumulación financiera y la



acumulación real ha otorgado a las operaciones financieras del capitalismo maduro una centralidad que anteriormente no tenían. Esto es básicamente por lo que la crisis de los años dos mil es tan compleja y duradera, tal y como se demuestra en el resto de este capítulo.

## Una gran burbuja, principalmente en EEUU (2001-2007)

La crisis de los años dos mil surgió tras la burbuja que tuvo lugar entre 2001 y 2007, principalmente en el mercado inmobiliario de EEUU. Las causas de esta burbuja pueden encontrarse en los daños provocados por la burbuja anterior que tuvo lugar entre 1999 y 2000, principalmente en el mercado bursátil de EEUU, y que estuvo asociada con las «nuevas tecnologías» y el «nuevo milenio». Cuando estalló la burbuja de 1999-2000, la Reserva Federal de EEUU relajó drásticamente la política monetaria. Los tipos de interés se mantuvieron próximos al 1 % durante 2002 y 2003, lo que promovió una actividad extraordinaria en el mercado norteamericano de la vivienda. Además, los bancos privados de EEUU sacaron provecho de los bajos tipos de interés haciendo innovaciones financieras —especialmente, la titulización— y, por tanto, alimentando así la expansión financiera.

La burbuja inmobiliaria en EEUU acabó efectivamente en 2006, pero las condiciones alcistas de los mercados financieros duraron hasta el verano de 2007. La burbuja siguió creciendo después de 2004, a pesar de que los tipos de interés de EEUU empezaron a aumentar a medida que EEUU recibía entradas de capital de los países en vías de desarrollo que expandían las reservas de dólares. Durante ese mismo periodo hubo muchas compra-ventas en el mercado de la vivienda en Reino Unido y en otros países<sup>26</sup>.

<sup>26</sup> A mediados de los años dos mil, los economistas de la corriente dominante eran conscientes de las condiciones extraordinarias de los mercados financieros pero no había acuerdo sobre cuál debía ser la respuesta política adecuada. Cabe señalar que Karl Case y Robert Shiller se dieron cuenta de que las condiciones de burbuja ya se daban a principios de los años dos mil, pero esperaban que la situación se estabilizara («Is There a Bubble in the Housing Market?», *Brookings Papers on Economic Activity*, núm. 2, 2003). En el BIP, sin embargo, William White argumentó que el banco central debía «ir a contracorriente», aumentando los tipos de interés cuando las burbujas amenazaran, incluso si la estabilidad de precios y los objetivos de crecimiento no estaban comprometidos («Procyclicality in the Financial System», *BIS Working Paper*, núm. 193, 2006; «Is Price Stability Enough?», *BIS Working Paper*, núm. 205, 2006). En cambio, Ben Bernanke, quien pasó a ser el director de la Reserva Federal de EEUU, argumentó que debería permitirse que las burbujas crediticias y de activos siguieran su curso y que las autoridades solo debían intervenir agresivamente después de su estallido («The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit», 10 de marzo de 2005; «The Subprime Mortgage Market», 17 de mayo de 2007). La respuesta de los economistas tras el estallido de la burbuja fue también débil, ofreciendo consejos técnicos poco estimulantes, como la mejora de los flujos de información y la extensión de la regulación a todas las instituciones financieras; véase por ejemplo Randall Dodd, «Subprime: Tentacles of a Crisis», *Finance and Development*, diciembre de 2007. Inmediatamente después del fallo financiero, los economistas heterodoxos tuvieron su momento

La tabla 1 muestra la evolución del mercado de la vivienda de EEUU, cuando el crédito bancario y la innovación financiera estaban a pleno rendimiento induciendo las condiciones de burbuja. La creación de hipotecas se expandió rápidamente cuando los tipos de interés cayeron a partir de 2001, pero su expansión en el mercado hipotecario de bajo riesgo se debilitó a partir de 2003, lo que llevó a una caída del total de las nuevas hipotecas. En ese momento, el volumen de hipotecas de alto riesgo empezó a aumentar sosteniendo el volumen total de nuevas hipotecas; el rápido crecimiento de las hipotecas de alto riesgo fue posible porque el 80 % de estas hipotecas estaba ya titulizado en 2006.

TABLA 9. I. PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS EN EEUU, 2001-2006, EN MILLARDO DE DÓLARES ESTADOUNIDENSES

Año	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Nuevas hipotecas totales	2215	2885	3945	2920	3120	2980
Hipotecas de alto riesgo	160	200	310	530	625	600
Hipotecas de alto riesgo titulizadas	96	122	203	401	508	483

Fuente: Mortgage Bankers Association; Mortgage Origination Estimates, actualizado el 24 de marzo de 2008.

Así pues, la agresiva financiarización de los hogares tuvo lugar en el sector de alto riesgo del mercado de la vivienda de EEUU a principios de los años dos mil, manteniendo así el crecimiento del conjunto del crédito hipotecario. Los prestatarios de alto riesgo —es decir, los prestatarios con poca solvencia— provenían de los estratos más pobres de la clase trabajadora de EEUU, previamente excluidos del crédito, a menudo mujeres negras o latinas. Se les ofrecían hipotecas con tipos ajustables, habitualmente con un tipo de interés bajo que posteriormente se ajustaba al alza. En el discurso popular de ese momento esta tendencia era apreciada como una «democratización» de las finanzas y se pensaba que los bancos ya no volverían a situar a los pobres en las zonas consideradas

---

de gloria, dado que varios economistas, entre otros, afirmaron que la crisis era un «momento Minsky»; véase Charles Whalen, «The U.S. Credit Crunch of 2007: A Minsky Moment», Levy Economics Institute Public Policy Brief, núm. 92, 2007; L. Randall Wray, «Lessons from the Subprime Meltdown», Levy Economics Institute Working Paper, núm. 552, 2007; Wray, «Financial Markets Meltdown: What Can We Learn from Minsky?», Levy Economics Institute Public Policy Brief, núm. 94, abril de 2008. A principios de 2009, se había restablecido la situación y las explicaciones sistémicas de la crisis fueron marginalizadas gradualmente.

de riesgo<sup>27</sup>. El resultado final fue desastroso para los más pobres, pero también para el mercado de la vivienda de EEUU y para las economías de todo el mundo.

Paralelamente al *boom* inmobiliario, se expandieron otras formas de financiarización de la renta de los hogares en EEUU: la «extracción de capital», la liberalización de capital a través de nuevas hipotecas, fue un rasgo significativo del periodo, tal y como se muestra en la tabla 2. A medida que crecieron los precios de la vivienda, los propietarios se volvían a hipotecar y utilizaban los créditos para el consumo u otros fines.

TABLA 9. 2. REFINANCIACIÓN HIPOTECARIA EN EEUU, 2000-2007

Año	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Nuevas hipotecas (billones de \$)	1,1	2,2	2,9	3,8	2,8	3	2,7	2,3
Refinanciación (%)	20,5	57,2	61,6	66,4	52,8	52	48,6	49,8

Fuente: Mortgage Bankers Association; Mortgage Origination Estimates, actualizado el 24 de marzo de 2008.

La intensificación de la «extracción de capital» estuvo acompañada por el colapso del ahorro personal en EEUU, tal y como se muestra en la tabla 3. La disminución del ahorro personal ha caracterizado la financiarización en varios países, como por ejemplo pasa en los países más débiles de la eurozona, lo que se discute en las siguientes secciones de este capítulo. La aguda caída del ahorro personal en EEUU es, sin embargo, un suceso destacable para un país capitalista maduro e indica la debilidad subyacente de la acumulación real, así como los cambios en la relación entre salarios reales y consumo<sup>28</sup>.

<sup>27</sup> Para un análisis crítico de la entrada de las finanzas privadas en las áreas anteriormente consideradas de riesgo del mercado de vivienda en EEUU, véase Gary Dymksi, «Racial Exclusion and the Political Economy of the Sub-Prime Crisis», *Historical Materialism*, núm. 17:2, 2009. El cambio legislativo y la ideología floreciente de la «propiedad de la vivienda» contribuyeron a atraer a los trabajadores más pobres, entre otros, al mercado hipotecario.

<sup>28</sup> Establecer empíricamente la evolución del ahorro en EEUU no es para nada algo que se pueda hacer de forma directa, especialmente porque hay varias medidas de ahorro que podrían utilizarse. Para los objetivos de este libro, es suficiente con tomar los datos sobre el ahorro personal de los flujos de fondos de la Reserva Federal.

TABLA 3. AHORRO PERSONAL, EEUU, 2000-2007

Año	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ahorro (millardos de \$)	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, Flow of Funds, varios.

Aparte del crédito barato de la Reserva Federal, la burbuja de EEUU se sostuvo gracias a la entrada de capital proveniente de los países en vías de desarrollo. Las causas fundamentales de estos flujos en dirección contraria se explicaron en el capítulo 8 con relación al aumento de las reservas de dinero mundial en manos de los países en vías de desarrollo. Los pobres del mundo pasaron a ser oferentes netos de capital a EEUU, lo cual permitió que el capital prestable siguiera siendo abundante en los mercados norteamericanos entre 2005 y 2006, cuando la Reserva Federal restringió el crédito y aumentó los tipos de interés.

Durante el periodo de la burbuja, el consumo no mostró un crecimiento especialmente vigoroso. No hay evidencia de un sobreconsumo en ninguno de los cuatro principales países de la financiarización, de hecho el gráfico 1 muestra, por un lado, que el consumo como proporción del PIB, o bien permaneció estancado durante la burbuja, o bien cayó, tal y como ocurrió en Reino Unido y Alemania. Los niveles de consumo, por otro lado, han permanecido relativamente altos en Reino Unido y especialmente en EEUU. El acceso de los trabajadores a los bienes de consumo mejoró gracias a las importaciones de los países en vías de desarrollo de rápida industrialización. El mayor crecimiento de la productividad en algunos países en vías de desarrollo —principalmente en China— permitió que los trabajadores de los países capitalistas maduros mantuvieran el consumo a niveles elevados a pesar del bajo crecimiento de la productividad<sup>29</sup>.

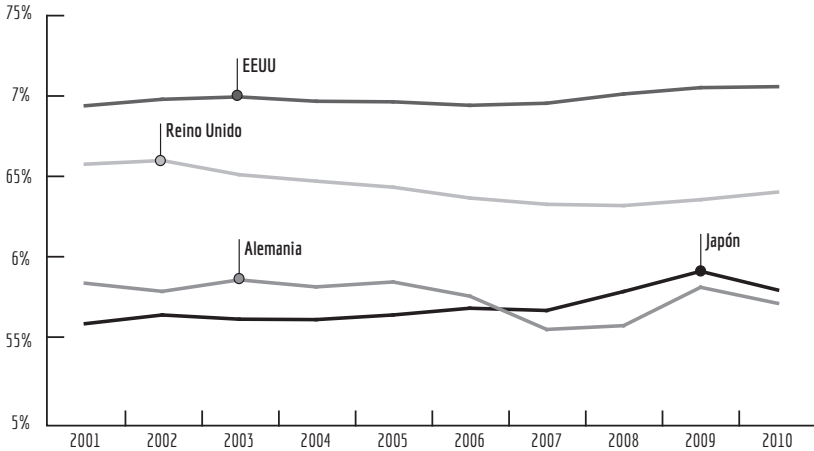
Durante el periodo de la burbuja no hubo, además, un *boom* inversor, por tanto, no hay evidencia, a primera vista, de que se produjera una sobreacumulación en ninguno de los cuatro países, ni siquiera en EEUU, como se muestra en el gráfico 2. Esto está en agudo contraste con la burbuja japonesa de finales de los años ochenta, que se basaba en el mercado inmobiliario pero que estuvo acompañada por una expansión significativa de la inversión doméstica<sup>30</sup>. En este sentido, la crisis de 2007 no ha estado

<sup>29</sup> Una idea lanzada sucintamente por Mary Amiti y Kevin J. Stiroh, «Is the United States Losing its Productivity Advantage?», *Current Issues in Economics and Finance*, núm. 13:8, 2007.

<sup>30</sup> Las diferencias entre la burbuja de EEUU de los años dos mil y la japonesa de los años ochenta vienen resumidas por Itoh, quien apuntó que la crisis de 2007 difícilmente podría igualar a la de

asociada con el exceso de endeudamiento de las empresas. El gráfico muestra también el colapso simultáneo en los cuatro países entre 2008 y 2009 y su débil recuperación en el siguiente periodo. Estos rasgos fundamentales de la crisis actual la hacen diferente de las crisis capitalistas clásicas que discutió Marx.

GRÁFICO 9.1. CONSUMO COMO PORCENTAJE DEL PIB EN EEUU, JAPÓN, ALEMANIA, REINO UNIDO

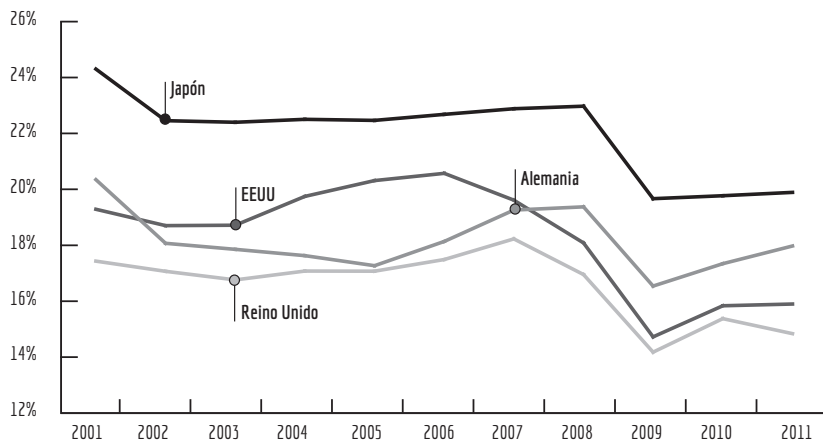


Fuente: Federal Reserve of Flow of Funds, ONS, Bundesbank Flow of Funds, Bank of Japan Flow of Funds.

Por otro lado, el endeudamiento de los hogares y de las instituciones sin ánimo de lucro que se muestra en el gráfico 3, aumentó mucho en EEUU y Reino Unido, aunque durante el mismo periodo cayera en Alemania y Japón. Las diferencias subyacentes en la financiarización de los cuatro países se hicieron patentes a lo largo de la burbuja, concretamente porque no había burbuja inmobiliaria ni en Japón ni en Alemania. Sin embargo, una vez que empezó la crisis, el endeudamiento de los hogares y de las instituciones sin ánimo de lucro, tanto en EEUU como en Reino Unido, cayó significativamente.

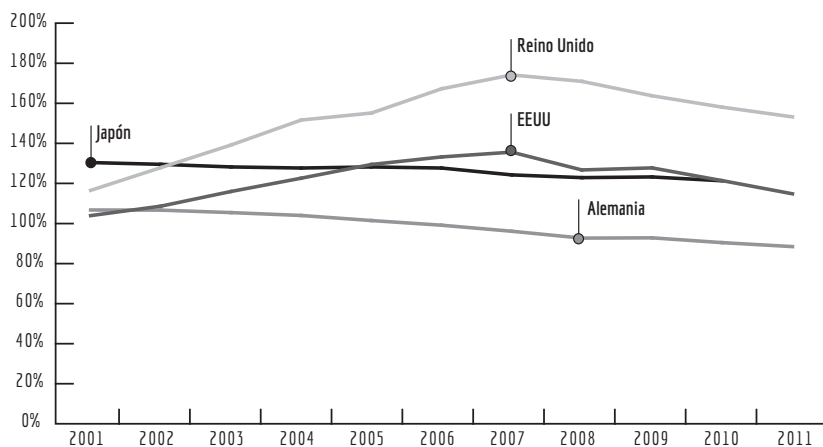
los años treinta, principalmente por la presencia excepcional del Estado en el capitalismo contemporáneo. M. Itoh, «The Historical Significance of the Social Costs of the Subprime Crisis: Drawing on the Japanese Experience» en *Financialisation in Crisis*, ed. C. Lapavitsas, Leiden, Brill, 2012.

GRÁFICO 9.2. INVERSIÓN COMO PORCENTAJE DEL PIB EN EEUU, JAPÓN, ALEMANIA, REINO UNIDO



Fuente: OCDE; Federal Reserve Flow of Funds, ONS.

GRÁFICO 9.3. DEUDA DE LOS HOGARES Y DE LAS INSTITUCIONES SIN ÁNIMO DE LUCRO COMO PORCENTAJE DE LA RENTA BRUTA DISPONIBLE (2001-2007) EN EEUU, JAPÓN, ALEMANIA, REINO UNIDO



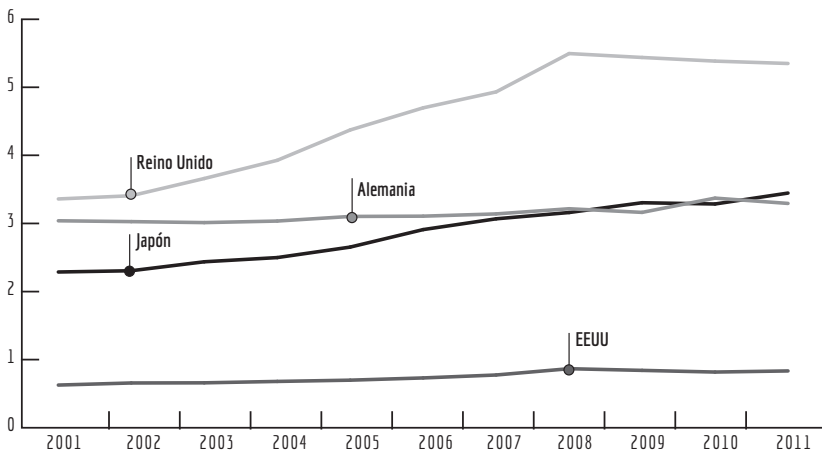
Fuente: Federal Reserve Flow of Funds, ONS, Bundesbank Flow of Funds, Bank of Japan Flow of Funds.

Considerado el largo estancamiento de los salarios reales en EEUU, la enorme expansión de la deuda de los hogares se sostenía sobre una base frágil. Así, cuando los tipos de interés empezaron a escalar entre 2004 y

2005, los hogares empezaron a afrontar cada vez mayores dificultades para cumplir con los pagos de sus deudas. En 2006 la burbuja inmobiliaria de EEUU había terminado, se daban las condiciones para una enorme crisis como la que tuvo lugar. Es destacable —y un verdadero reflejo del trasfondo de la financiarización— que la histórica crisis que empezó en 2007 fuera desencadenada por el impago de las deudas por parte de las capas más pobres de la clase trabajadora norteamericana.

El gráfico 9.4 muestra los activos bancarios como porcentaje del PIB e indica que a lo largo de la burbuja, los bancos y el sistema financiero en general crecieron muy rápido en Reino Unido y de forma significativa en Japón; el crecimiento fue mucho menos rápido en Alemania. Los datos para EEUU son parcialmente engañosos a este respecto debido al gran crecimiento de la «banca en la sombra», que incluye muchas instituciones que participan en actividades como los préstamos hipotecarios y que no aparecen en los datos de los bancos comerciales, como ya se señaló en el capítulo 7. No obstante, los gráficos muestran que han existido diferencias importantes en la financiarización.

GRÁFICO 9.4. ACTIVOS BANCARIOS COMO PORCENTAJE DEL PIB EN EEUU, JAPÓN, ALEMANIA Y REINO UNIDO



Fuente: Federal Reserve Flow of Funds, ONS, Bundesbank Flow of Funds, Bank of Japan Flow of Funds.

La expansión de la banca en EEUU y Reino Unido refleja la transformación subyacente de los bancos a lo largo de la financiarización, un asunto tratado en el capítulo 8. Concretamente, a lo largo de la burbuja los bancos comerciales han pasado a depender cada vez más de la liquidez del

mercado monetario para transformar los préstamos hipotecarios en títulos comercializables. Sobre esta base, fueron capaces de rotar su capital propio expandiendo las actividades fuera de balance, aumentando así su rentabilidad por unidad de capital propio. Además, la titulización de los préstamos hipotecarios ha sido posible por los complejos modelos de riesgo de alta intensidad computacional que han usado los bancos. El resultado fue que ambos, la recopilación de información y la gestión de riesgos por parte de los bancos, perdieron buena parte de su contenido sustancial. En pocas palabras, la burbuja de 2001-2007 representa un fracaso sistémico de la banca privada en EEUU en su sentido más esencial: los bancos han fracasado en el cumplimiento de sus funciones dentro de la economía capitalista, tal y como se discute con mayor detalle a continuación.

### El estallido de la burbuja y la crisis posterior (2007-2009)

En 2006-2007, en EEUU, muchos de los hipotecados empezaron a incumplir sus deudas. Como resultado, los títulos comercializables creados en el sistema financiero como respaldo de las hipotecas de los hogares pasaron gradualmente a ser activos ilíquidos; como consecuencia, los bancos empezaron a afrontar dificultades para acceder a nuevos fondos en el mercado monetario; y por tanto los titulares de los pasivos financieros asociados a estos bancos empezaron a retirarse de los mercados. Fue entonces cuando surgió gradualmente una crisis bancaria sistémica de liquidez y de solvencia.

Las causas inmediatas de la crisis bancaria en EEUU se han discutido mucho en la literatura económica, prestando especial atención al surgimiento del sistema bancario «en la sombra» asociado con los fondos de inversión del mercado monetario y de los mercados de derivados<sup>31</sup>. En pocas palabras, los fondos de inversión del mercado monetario que operan en los mercados monetarios retiraron los depósitos de los particulares de los bancos «tradicionales»; los bancos comerciales titulizaron activos y los pusieron fuera de los balances; los acuerdos de recompra (repos) fueron ampliamente utilizados para dar liquidez a los bonos titulizados.

---

<sup>31</sup> El exponente más prominente de esta visión de que la causa de la crisis fueron principalmente las prácticas de la banca «en la sombra» ha sido Gary Gorton; véase «The Subprime Panic», Yale ICF Working Paper, núm. 08-25, 30 de septiembre de 2008; y «Information, Liquidity, and the (Ongoing) Panic of 2007», *American Economic Review*, núm. 99:2, mayo de 2009. Véase también Gary Gorton y Andrew Metrick, «Regulating the Shadow Banking System», *Brookings Papers on Economic Activity*, núm. 41:2, otoño de 2010; y Gorton y Metrick, «Securitized Banking and the Run on Repo», *Journal of Financial Economics*, núm. 104:3, 2012. La importancia del sistema bancario «en la sombra» en la crisis de EEUU fue apreciada inmediatamente por los profesionales, como Paul McCulley, que se centró en «el alfabeto completo de los apalancamiento no bancarios, los instrumentos de inversión, los vehículos y los productos estructurados». Véase McCulley, «Teton Reflections», *Global Central Bank Focus*, septiembre de 2007.



La banca tradicional contrasta con la banca titulizada, en tanto que la primera consiste en el negocio de hacer préstamos y contraer deudas y su principal fuente de financiación son los depósitos a la vista garantizados; mientras que la segunda consiste en el negocio de la colocación y reventa de los préstamos y su principal fuente de financiación son los acuerdos de recompra.

Bajo esta perspectiva, la crisis financiera de 2007-2008 fue un pánico en todo el sistema bancario que, sin embargo, no sucedió en el sector bancario tradicional sino en el titulizado. Mientras que un pánico bancario tradicional equivale a una retirada masiva de depósitos, un pánico bancario de un banco titulizado equivale a la retirada masiva de acuerdos de recompra (repos). La causa del pánico fue la falta de confianza en relación con la liquidez de los bonos utilizados como colateral en los repos, particularmente en aquellos bonos relacionados con el mercado de alto riesgo. El resultado fue la insolvencia del sistema financiero de EEUU cuando no pudo cumplir sus obligaciones.

Las causas de la crisis bancaria de EEUU se han atribuido también a la aparición de bancos «demasiado grandes para quebrar». Esta cuestión está directamente relacionada con la regulación del sistema financiero —y se discute, por tanto, en el capítulo 10— pero también tiene relevancia para entender el desarrollo de la crisis. Lisa DeFerrari y David Palmer reconocieron el papel dominante de unas pocas instituciones financieras a principios de los años dos mil, acuñando el término «grandes y complejas organizaciones bancarias». Estos grandes bancos han dirigido sus actividades hacia el comercio de derivados. Hacen muchas transacciones con instituciones financieras no bancarias y se expanden continuamente a nivel internacional, lo cual requiere de una supervisión enfocada al riesgo. Según Viral Acharya y Mathew Richardson, este tipo de bancos han sido capaces de colocar los préstamos (habitualmente las hipotecas) en títulos respaldados por activos que se encuentran tanto dentro como fuera de balance. El objetivo de estos grandes bancos ha sido reducir la cantidad de capital que se mantiene para hacer préstamos, incrementando su capacidad para dar más créditos. Los bancos acabaron así en el «sobrepalancamiento», tomando grandes riesgos. Darrel Duffie ha destacado también el problemático papel de los grandes bancos al argumentar que el derrumbe del banco «intermediario» podría ser el resultado de la huida de los titulares de préstamos garantizados a corto plazo, los clientes de los fondos de cobertura y las partes implicadas en los derivados, lo cual podría llevar a la devastadora pérdida de los servicios de compensación y liquidación de valores<sup>32</sup>.

---

<sup>32</sup> Lisa DeFerrari y David E. Palmer, «Supervision of Large Complex Banking Organizations», *Federal Reserve Bulletin*, febrero de 2001; Viral V. Acharya y Matthew Richardson, «Causes of the Financial Crisis», *Critical Review*, núm. 21:2, 2009; Darrell Darrell Duffie, *How Big Banks*

Hay pocas dudas de que la primera señal de la inminente crisis fue la escasez de liquidez de los activos titulizados en el mercado interbancario en agosto de 2007<sup>33</sup>. Los bancos de EEUU y de otros países tenían grandes volúmenes de títulos respaldados por hipotecas o en la práctica estaban obligados a apoyar a las instituciones financieras poseedoras de esos títulos. A medida que creció la morosidad de las hipotecas en EEUU, los títulos respaldados por hipotecas pasaron progresivamente a ser ilíquidos (es decir, a no poder venderse) debido a que los bancos preferían atesorar fondos líquidos en lugar de prestar a otros bancos. Sin embargo, a medida que caía la liquidez bancaria, empezó a haber dudas sobre la solvencia bancaria. Lo que agravó el problema de solvencia fue la caída progresiva de los mercados bursátiles a partir de diciembre de 2007, cuando los compradores de acciones empezaron a vislumbrar la debilidad de los bancos. La caída de los precios de las acciones supuso que los bancos tuvieran problemas para obtener capital privado para hacer frente a las pérdidas en los títulos respaldados por hipotecas, entre otros; de este modo, se exacerbó el problema de solvencia.

El estallido de la burbuja llevó a la contradicción aparente de unas instituciones financieras con enormes cantidades de capital prestable pero extremadamente faltas de liquidez. A este respecto, se confirmó la observación fundamental de Marx sobre las crisis capitalistas: las instituciones financieras necesitaban urgentemente convertir el valor a la forma de dinero pero no podían hacerlo a través del comercio porque la liquidez estaba atesorada. Los agentes que atesoraron liquidez fueron las instituciones financieras, que temían no poder cumplir sus propias obligaciones. La condición de falta de liquidez ha caracterizado al sistema financiero mundial en distintos momentos críticos desde el comienzo de la crisis en 2007.

De forma predecible, los bancos centrales pasaron a la acción con el objeto de hacer frente a la escasez generalizada de liquidez. La Reserva Federal y otros bancos centrales utilizaron un amplio abanico de métodos de provisión extraordinaria de liquidez, como las operaciones de mercado abierto, los créditos en la ventana de descuento, las operaciones de financiación a plazos, el crédito directo a bancos de inversión, el cambio de los títulos respaldados por hipotecas por títulos públicos y la compra de papel

---

*Fail and What to Do About It*, Princeton (NJ), Princeton University Press, 2011. Cabe señalar que Gary Dymski ha ofrecido una perspectiva crítica sobre los bancos «demasiado grandes para quebrar» argumentando que su aparición ha restringido la capacidad de las autoridades de adoptar medidas radicales para resolver una crisis. Los «megabancos» tienen controlada la política financiera y regulatoria y le dan forma de acuerdo con sus preferencias. Gary Dymski, «Genie out of the Bottle: The Evolution of Too-Big-to-Fail. Policy and Banking Strategy in the US», 8 de junio de 2011, disponible en [postkeynesian.net](http://postkeynesian.net).

<sup>33</sup> La siguiente explicación de la crisis se basa fundamentalmente en C. Lapavistas, «Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation», *Historical Materialism*, núm. 17:2, 2009, pp. 114-148.

comercial de las empresas industriales y comerciales. Al mismo tiempo, los bancos centrales redujeron los tipos de interés, que alcanzaron en alguna ocasión el 0 %, como sucedió en EEUU en 2008. Las políticas del banco central operaron en efecto como un subsidio a los bancos, al disminuir el coste de los pasivos bancarios. El anticipo de este subsidio a los bancos ha sido posible principalmente gracias al control que los bancos centrales ejercen sobre el dinero contemporáneo. Cabe destacar ahora, aunque se discutirá con más detalle en el resto del capítulo, que el anticipo de liquidez a menudo se ha producido sin necesidad de que los bancos tuvieran colaterales fuertes. En efecto, los bancos centrales proporcionaron liquidez extraordinaria a los bancos comerciales a la vez que asumían parte del riesgo acumulado por estos bancos a lo largo de la burbuja.

La crisis vivió dos momentos cruciales en 2008, que fueron el resultado de la interacción entre los problemas de liquidez y de solvencia del sistema financiero. El primero fue el derrumbe de Bear Stearns en marzo de 2008, un enorme banco de inversión norteamericano que no pudo obtener fondos privados en el mercado monetario y que a la vez acabó siendo insolvente por tener en su balance una gran cantidad de activos respaldados por hipotecas. La Reserva Federal, junto con el Tesoro norteamericano, gestionaron el derrumbe de Bear Stearns forzando su adquisición por parte de JP Morgan a cambio de la concesión de un préstamo público.

El segundo momento crucial fue entre agosto y octubre de 2008 y representa un episodio excepcional en la historia de la banca. A medida que empeoraban las condiciones del mercado inmobiliario de EEUU, estuvo a punto de producirse el colapso de dos grandes empresas con patrocinio gubernamental («Fannie Mae» y «Freddie Mac»), que participaban en alrededor de la mitad de las transacciones anuales de valores respaldados por hipotecas en EEUU comprando habitualmente sólo los de alta calidad. Durante la burbuja, ambos habían participado en la banca de inversión de riesgo, incluidas las hipotecas de alto riesgo, volviéndose cada vez más débiles y forzando al Estado norteamericano a intervenir para apoyarles. Al mismo tiempo, Lehman Brothers, otro gigante de la banca de inversión en EEUU, se encontró en una posición similar a la de Bear Stearns. No obstante, a diferencia de Bear Stearns, las autoridades de EEUU permitieron que Lehman Brothers quebrara, lo que conllevó pérdidas tanto para los accionistas como para los acreedores. Este fue un error garrafal en tanto demostró que el Estado no era consistente a la hora de tratar con los bancos en dificultades: los acreedores de Lehman Brothers debían afrontar las pérdidas mientras que los de Bear Stearns fueron rescatados del aprieto. El trato diferencial del Estado destruyó todos los vestigios de confianza en el mercado monetario que todavía les quedaban a los bancos y llevó a la congelación del crédito.

Entre septiembre y octubre de 2008, la liquidez desapareció por completo, las acciones de los bancos se derrumbaron y se expandió un auténtico pánico por todos los mercados financieros. El gobierno de EEUU se vio forzado a cambiar rápidamente de postura y a garantizar de forma efectiva a los bancos en el caso de una futura quiebra. Un paso decisivo fue el anticipo de fondos públicos para lidiar con el problema subyacente de la solvencia bancaria, con el Programa de Alivio de Activos Problemáticos [TARP, por sus siglas en inglés] que se discutirá con mayor profundidad más adelante. A pesar de la intervención del Estado, a finales de 2008 empezó a desplegarse una gran ola de recesión en todo el mundo. La restricción de la oferta de crédito de los bancos y de los mercados forzó a las empresas a disminuir la producción y el empleo; el consumo cayó a medida que los hogares reorganizaron sus gastos debido a su preocupación y a las deudas acumuladas; los mercados de exportación se colapsaron, especialmente el del automóvil y el de los aparatos electrónicos. Los países en vías de desarrollo también padecieron las consecuencias a medida que los flujos de capital se volvían problemáticos, requiriendo préstamos de emergencia.

La tormenta económica mundial que se desató en 2008 fue espoleada por la crisis bancaria y la consiguiente restricción del crédito. Los fondos de crédito desaparecieron por completo a medida que las instituciones financieras abandonaban la titulización; los bancos restringieron la provisión de crédito en un intento de mejorar la liquidez y la solvencia; con la carga de las deudas y tras la caída de los mercados inmobiliarios, los hogares redujeron dramáticamente sus créditos; la demanda agregada cayó e impactó sobre las existencias de las empresas, la producción y el empleo; la inversión se colapsó en los países capitalistas avanzados; el comercio internacional cayó, lo que contribuyó a una recesión general.

Entre 2008 y 2009, se evitó lo peor gracias a la intervención extensiva y sistemática del Estado. Sin embargo, el contradictorio resultado de esta intervención fue la aparición de una crisis de deuda soberana a partir de 2009 especialmente feroz en Europa. Antes de considerar la crisis de la eurozona es necesario examinar analíticamente las formas de intervención adoptadas por el Estado norteamericano entre 2008 y 2009 a fin de vislumbrar con más claridad el trasfondo de la financiarización.

### **La intervención del Estado para evitar lo peor; EEUU al frente del proceso (2008-2009)**

El papel central que desempeña el Estado en la financiarización se hizo evidente durante la crisis que empezó en 2007. La política de los gobiernos se ha centrado principalmente en las debilidades subyacentes de las finanzas

a lo largo de la crisis: la escasez de liquidez, los activos de dudoso cobro que estaban en manos de las instituciones financieras y la recapitalización de las instituciones que no tenían suficiente capital propio. Cabe destacar que el Estado norteamericano ha sido más atrevido y decidido a la hora de afrontar la crisis que los Estados de la Unión Europea. La respuesta de EEUU se analiza a continuación y la de los Estados de la UE en las siguientes secciones.

## La provisión de liquidez

Durante las fases iniciales de la crisis, la liquidez del mercado interbancario se desvaneció por razones principalmente relacionadas con la transformación de los bancos en el curso de la financiarización, como la titulización de las hipotecas o de otros activos y como la gran dependencia del mercado monetario a la hora de obtener liquidez<sup>34</sup>. Los bancos y otras instituciones financieras no fueron capaces de obtener nueva liquidez cuando los compradores de activos a corto plazo empezaron a retirarse del mercado monetario. La desaparición de la liquidez reflejaba fundamentalmente la pérdida de confianza entre los bancos, pero también la pérdida de confianza de los titulares de los pasivos financieros bancarios y no bancarios. Empezó a surgir así el equivalente a un pánico bancario en el sector bancario «en la sombra» que amenazó con colapsar las finanzas norteamericanas así como las de todo el mundo<sup>35</sup>.

Los gobiernos de EEUU y Reino Unido tuvieron así que reafirmar la garantía de los depósitos ordinarios de los bancos para prevenir un pánico bancario a gran escala. Las garantías de depósitos del Estado son una forma de intervención decisiva de las finanzas contemporáneas que altera los costes y las tasas de rendimiento de las instituciones financieras. Las implicaciones para la banca y las finanzas en general de las garantías de depósitos se consideran en el capítulo 10, pero no hay duda de que sin estas habría sido extremadamente difícil restaurar la provisión de liquidez durante la reciente crisis.

Una vez garantizados los depósitos privados, la provisión de liquidez se encaminó con dos políticas interrelacionadas por parte del banco central: la primera, reducir los tipos de interés y, la segunda, proporcionar fondos líquidos bajo garantía pública a los bancos. El Banco de Japón hizo

---

<sup>34</sup> Markus Brunnermeier y Lasse Heje Pedersen han distinguido entre liquidez «de financiación» y «de mercado» en el contexto de crisis («Market Liquidity and Funding Liquidity», *Review of Financial Studies*, núm. 22:6, 2009). El primero hace referencia a la capacidad de una institución para hacer frente a los pagos sin demora mientras que el segundo se refiere a la posibilidad de vender un activo en el mercado. Claramente ambos están relacionados: su interacción contribuyó a la desaparición generalizada de la liquidez durante la crisis.

<sup>35</sup> Esto queda reflejado en la literatura de la corriente dominante mencionada en la nota 26.

algo parecido durante la crisis que siguió a la burbuja de los años ochenta. Quizás el paso fundamental que tomaron los bancos centrales de EEUU, Reino Unido y de la Unión Europea fue el de disminuir los tipos de interés hasta alcanzar valores próximos a cero, tal y como hizo el Banco de Japón en los años noventa. Esta política equivale a un subsidio público a los bancos, ya que reduce el coste de los pasivos bancarios y por tanto aumenta la rentabilidad de la banca, los bancos adquieren así deuda pública con un riesgo de impago muy bajo.

Además de la bajada de los tipos de interés y, de nuevo, de forma similar a las prácticas del Banco de Japón en los años noventa y dos mil, los bancos centrales ofrecieron liquidez pública directamente a los bancos comerciales. Tanto el banco central de EEUU como el de Reino Unido adoptaron la flexibilización cuantitativa [*quantitative easing*] tras el colapso de Lehman Brothers y siguieron utilizándola en los años siguientes. La flexibilización cuantitativa supone la expansión sistemática de las reservas que tienen los bancos en el banco central, tal y como se mostró en el capítulo 4. A diferencia del Banco de Japón, sin embargo, la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra no adoptaron objetivos cuantitativos en el nivel de reservas de los bancos comerciales. La flexibilización cuantitativa ha ido acompañada también del anuncio de la intención del banco central de disminuir los tipos de interés a largo plazo<sup>36</sup>. Ya fuera en forma de flexibilización cuantitativa o de crédito normal a los bancos, la provisión de liquidez por parte de los bancos centrales representa también un subsidio público, ya que sustituye el crédito privado con riesgo por crédito público seguro.

La flexibilización cuantitativa implica el abandono de la independencia de la banca central y de los objetivos de inflación, elementos distintivos del periodo de la Gran Moderación y ya discutidos en el capítulo 7. La flexibilización cuantitativa refleja la superposición de la política fiscal y monetaria, en tanto el banco central adquiere bonos del Estado y, por tanto, financia el gasto público. El abandono de los elementos vertebradores del funcionamiento de la banca central de los años noventa y dos mil ha sido reconocido discretamente en la literatura dominante, que ha preferido centrar su atención en la eficacia de la política de la banca central<sup>37</sup>. La eficacia en este contexto parece referirse, primero y principalmente, al impacto de la flexibilización cuantitativa en los tipos de interés. Bernanke, Reinhart y Sack observaron algunos años antes de la crisis que estas medidas «no estándar» podrían ser efectivas, una visión que ha pasado

---

<sup>36</sup> Cabe destacar que el Banco Central Europeo no ha adoptado formalmente la «flexibilización cuantitativa» aunque ha expandido sustancialmente el crédito a los bancos privados, lo que muestra su carácter inusual como banco central discutido en el resto de este capítulo.

<sup>37</sup> Richhild Moessner y Philip Turner, «Threat of Fiscal Dominance? Workshop Summary», *BIS Papers*, núm. 65, 2012.

gradualmente a ser la predominante<sup>38</sup>. Sin embargo, se ha producido un debate sobre la relativa importancia de los canales por los que la flexibilización cuantitativa opera, entre los que se incluye el reequilibrio de las carteras de las instituciones financieras y el impacto directo del hecho de mantener reservas. Tanto la Reserva Federal como el Banco de Inglaterra consideran que la flexibilización cuantitativa ha tenido un efecto significativo en los tipos de interés de los mercados de activos; el efecto en los tipos a largo plazo, sin embargo, podría disminuir con los sucesivos programas de expansión<sup>39</sup>.

La eficacia de la flexibilización cuantitativa a la hora de intervenir en los mercados de activos es una cuestión empírica que no está clara todavía. Lo que tiene mayor interés teórico es que la provisión de liquidez de los bancos centrales a lo largo de la crisis ha seguido el consejo de Walter Bagehot de hace un tiempo en *Lombard Street* —prestar libremente y liquidar las cuentas más tarde<sup>40</sup>. Sin embargo, cabe también destacar que se han ignorado las partes más importantes de la prescripción de Bagehot —prestar sólo a aquellos bancos comerciales que ofrezcan un colateral fuerte y a tipos de interés disciplinarios. En su lugar, los bancos centrales han estado prestando a tipos de interés muy bajos, a la vez que han disminuido sistemáticamente la calidad del colateral aceptable para el crédito. En pocas palabras, el sector público no solo ha subsidiado a los bancos privados, sino que ha asumido los riesgos privados.

El Estado en EEUU y en otros países ha superado, de este modo, lo peor de la escasez de liquidez, empleando esencialmente el control del banco central sobre el dinero para influir en el congelado mercado interbancario. No obstante, cabe señalar que la provisión de liquidez de emergencia es una respuesta a corto plazo que no puede hacer frente a las causas de fondo de la pérdida de confianza en los bancos privados, que es lo que en última

---

<sup>38</sup> Ben Bernanke, Vincent Reinhart y Brian Sack, «Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment», *Brookings Papers on Economic Activity*, núm. 2, 2004.

<sup>39</sup> La literatura relevante es ya abundante pero sigue en expansión; véase C. A. E. Goodhart, «Monetary Policy and Public Debt», *Financial Stability Review*, núm. 16, abril de 2012; Arvind Krishnamurthy y Annette Vissing-Jorgensen, «The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates», NBER Working Paper, núm. 17555, octubre de 2011; Stafania D'Amico y Thomas B. King, «Flow and stock effects of large-scale treasury purchases», *Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series* 52, 2010; Michael Joyce *et al.*, «The Financial Market Impact of Quantitative Easing», Bank of England Working Papers, núm. 393, 2010; James D. Hamilton y Jing Cynthia Wu, «The Effectiveness of Alternative Monetary Policy Tools in a Zero Lower Bound Environment», NBER Working Paper, núm. 16956, abril de 2011; Eric T. Swanson, «Let's Twist Again: A High-Frequency Event-Study Analysis of Operation Twist and Its Implications for QE2», *Brookings Papers on Economic Activity*, núm. 42:1, primavera de 2011; y Jack Meaning y Feng Zhu, «The Impact of Recent Central Bank Asset Purchase Programmes», *BIS Quarterly Review*, diciembre de 2011, pp. 73-83

<sup>40</sup> Walter Bagehot, «Lombard Street», en Norman St John-Stevans (ed.), *The Collected Works of Walter Bagehot*, vol. 9, Londres, The Economist, 1978, pp. 74-75.

instancia explica la destrucción de liquidez. Cabe señalar también que el Estado no puede encargarse de forma permanente del mercado monetario, puesto que la naturaleza del sistema financiero es seguir siendo privado. La provisión de liquidez es inherentemente una medida de emergencia que no puede resolver una crisis profunda. A pesar de la intervención del Estado, la provisión privada de liquidez entre bancos ha seguido siendo irregular en los mercados monetarios internacionales tras el comienzo de la crisis en 2007. Esto es un reflejo del carácter estructural de la crisis de la financierización que se explora en las siguientes secciones.

## **El tratamiento de los activos problemáticos de los bancos**

La escasez de liquidez ha estado asociada con la debilitación de la solvencia a causa de los valores y otros créditos problemáticos que los bancos acumularon. La combinación de la escasez de liquidez y la debilidad de la solvencia interrumpieron, como es natural, las actividades crediticias de los bancos, ya que estos no aceptaron la refinanciación de los préstamos, al tiempo que aumentaron el listón de la solvencia para los nuevos préstamos. La escasez de crédito obstaculizó la inversión y el consumo, reduciendo la demanda agregada e intensificando la recesión. Por eso, surgió la necesidad de que el Estado interviniera para quitar los activos problemáticos de los balances de los bancos y mejorar así su solvencia. Sin embargo, la eliminación de los activos problemáticos de los balances de los bancos no ha sido fácil frente a los intereses económicos y sociales implicados, tal y como se demostró en el caso de EEUU.

El primer problema fue la falta de transparencia. En la medida en que los bancos comerciales son empresas capitalistas privadas y competitivas, tienen incentivos para encubrir la magnitud de los préstamos problemáticos en sus balances, y así prevenir la pérdida de confianza de las partes implicadas. Aun cuando muchos bancos tenían activos problemáticos, el primer banco que revelara el alcance total del problema sufriría unas dificultades desproporcionadas en lo que se refiere a su acceso a la liquidez, los precios de sus acciones y la entrada de depósitos, entre otros. Una dificultad inmediata para la intervención del Estado fue, por tanto, gestionar la opacidad que rodea los activos problemáticos de los bancos privados.

No obstante, más complejo que revelador, fue el problema de los precios a los que los activos problemáticos debían ser eliminados de los balances de los bancos, ya que estos determinarían la incidencia de unas pérdidas inevitables. Si el precio era alto —en el límite sería igual que el precio total de los activos eliminados— las pérdidas serían soportadas de forma desproporcionada por el nuevo titular de los activos; si el precio era bajo el peso recaería en los bancos. En el primer caso, sería difícil encontrar



nuevos titulares privados y por tanto los activos problemáticos terminarían en el sector público; en el segundo, los bancos quedarían en una posición de insolvencia y tendrían que hacer frente a la bancarrota.

Cabe señalar también que si simplemente se posponía la resolución del problema de la deuda incobrable con la esperanza de que los bancos pudieran hacer frente individualmente a la cuestión de los activos problemáticos —o con la esperanza de que los emisores acabaran por pagar según lo estipulado en el contrato—, las dificultades podían agravarse. Los balances de los bancos habrían seguido siendo ilíquidos durante un largo tiempo y, por tanto, no se hubieran reanudado las funciones bancarias normales. Cuanto más tardara en restaurarse la oferta normal de crédito bancario, mayor sería el obstáculo a la acumulación lo que, además, quizás podía provocar que hubiera un volumen más grande de activos problemáticos en los balances de los bancos. El mero paso del tiempo no puede ser una cura del problema de los malos activos que tienen los bancos.

Bajo las supuestas condiciones del capitalismo competitivo, el curso de acción esperado habría sido la imposición de las pérdidas de los activos problemáticos a los bancos privados, hasta el punto de forzarlos a la quiebra. Al fin y al cabo, se supone que los bancos se especializan en la recopilación y el procesamiento de la información, lo que incluye las tareas de evaluación y monitorización de los préstamos. Si han acumulado activos problemáticos en los balances, los bancos deberían soportar los costes y las consecuencias de sus decisiones y de sus acciones. Bajo las condiciones de la financiarización, sin embargo, las cosas evolucionaron de forma muy distinta para los grandes bancos.

Por un lado, los pequeños depositarios estaban protegidos por las garantías del Estado; las pérdidas potenciales, por tanto, deben ser soportadas por los accionistas, los titulares de los bonos y los grandes depositarios. Los accionistas tienen un derecho de propiedad sobre el banco y sus ganancias, y se supone que asumen el riesgo de perder el capital invertido; los titulares de los bonos, y otros activos, y los acreedores tienen un derecho legal sobre los intereses y el repago del principal, pero inevitablemente asumen ciertos riesgos de perder el capital prestable. En principio, los activos problemáticos podían haberse confrontado liquidando el valor de las participaciones en acciones e imponiendo pérdidas a los titulares de los bonos y de los grandes depositantes —una «quita». No obstante, entre los accionistas, los titulares de los bonos y los grandes depositarios se encuentran grandes inversores institucionales de los países desarrollados y grandes instituciones públicas y semipúblicas de los países en vías de desarrollo. Los bancos agrupan el capital prestable y el dinero ocioso de la sociedad como se discutió en el capítulo 5. Por eso, imponer pérdidas a los bancos requería

ordenar los accionistas, los titulares de los bonos y los grandes depositantes de acuerdo a criterios económicos y no económicos.

Resulta algo intuitivo pensar que estos criterios debían tener una dimensión social. ¿Por qué las pérdidas de los bancos debían imponerse, por ejemplo, a los hogares que habían dejado sus ahorros para las pensiones en manos de inversores institucionales? ¿Por qué la quiebra de los bancos en los países desarrollados debía afectar a los ahorros de los trabajadores de los países en vías de desarrollo? Las cuestiones de este tipo surgen por el papel de los bancos como organizadores a gran escala de la producción y la circulación en el capitalismo contemporáneo. Reflejan además la tensión entre la propiedad privada y la función social de los grandes bancos.

Las dificultades para ordenar a los agentes que potencialmente vayan a soportar las pérdidas están presentes en el método que se ha usado en las últimas décadas para resolver el problema de los activos incobrables —es decir, crear un «banco malo» o, de igual manera, «bancos buenos». En consecuencia, para la crisis actual, Willem Buitter propuso el establecimiento de nuevos bancos públicos que agregaran los activos sólidos de los bancos afectados. Los bancos públicos podrían reanudar el crédito y dejarían que los bancos en quiebra se las arreglaran con los activos problemáticos. Jeremy Bulow y Paul Klemperer, en cambio, propusieron crear bancos privados «buenos» que se encargaran de todos los activos pero únicamente de los pasivos más antiguos de los bancos afectados (incluidos los depósitos). El resto de pasivos continuarían en manos de los viejos bancos en quiebra que también serían titulares del capital de los nuevos bancos<sup>41</sup>. Sin embargo, en la práctica, la política típica que se adoptó tras el comienzo de la crisis ha sido, en la medida de lo posible, pasar el coste de los activos problemáticos al sector público, lo que ha permitido que los titulares de las acciones y de los bonos salieran indemnes. Este ha sido el espíritu con el que EEUU ha tratado el problema, particularmente después de la quiebra de Lehman Brothers, que impuso costes a los accionistas y a los titulares de los bonos pero provocó un pánico en los mercados financieros.

La quita de los activos problemáticos de los balances de los bancos (TARP) fue una prioridad proclamada en el Programa de Alivio de Activos Problemáticos de septiembre de 2008, con 700.000 millones de dólares de fondos públicos. En marzo de 2009 se postuló el Plan Geithner con una idea similar a la del Programa de Alivio de Activos Problemáticos. El

---

<sup>41</sup> Hay varias maneras técnicas de aislar los activos problemáticos gracias a la larga experiencia de quiebras bancarias de las últimas tres décadas, véase Gerard Caprio y Daniela Klingebiel, «Bank Insolvencies: Cross-country Experience», World Bank Policy Research Working Paper, núm. 1620, 1996, pero un «banco malo» seguramente es la principal. Véase también William Buitter, «The “Good Bank” Solution», *Financial Times* (online), 29 de enero de 2009; y Jeremy Bulow y Paul Klemperer, «Reorganising the Banks: Focus on the Liabilities, Not the Assets», VoxEU.org, 21 de marzo de 2009.

supuesto subyacente del plan era que los activos problemáticos eran un reflejo de la falta de liquidez en lugar de la toma de malas decisiones a la hora de otorgar los créditos<sup>42</sup>. El objetivo, por tanto, era quitar los activos problemáticos a través de reiniciar el mercado de valores titulizados y lograr los precios más altos posibles para los bancos. El objetivo era dar una supuesta solución al problema de los activos problemáticos confiando en el capital privado y sin imponer costes al tesoro público. Con tal objetivo el Plan Geithner propuso que los bancos debían participar en subastas, de modo que pudieran eliminar los activos problemáticos de sus balances.

En 2009, sin embargo, la política de provisión de liquidez ya había apuntalado con éxito los beneficios de los bancos en EEUU a través de los grandes subsidios públicos que les proporcionaron. Además, los bancos tuvieron que empezar también a recibir inyecciones sustanciales de capital por parte del Estado en términos muy favorables, como se muestra en el siguiente apartado. Los bancos tenían así pocos incentivos para participar en la subasta de los activos problemáticos con pérdidas. Desde su perspectiva, era mejor esperar hasta el vencimiento, y superar las pérdidas a partir de la recuperación de los beneficios o la recapitalización. Este fue el camino que tomaron los bancos norteamericanos en 2009. La consecuencia inevitable fue que durante un largo periodo de tiempo no se restauró por completo el crédito bancario, debido particularmente a que el mercado inmobiliario seguía débil, dañando todavía más el valor de los activos bancarios. Las expectativas de la demanda y de la producción fueron por tanto negativas.

## **La inyección de capital a los bancos**

A medida que los bancos norteamericanos acumulaban gradualmente activos problemáticos, el Estado se vio forzado a dirigir el énfasis de su intervención a restaurar el capital de los bancos. A principios de 2009, los bancos comerciales y otras instituciones financieras de EEUU recibieron inyecciones de capital que alcanzaron los 300.000 millones de dólares y que provenían del Programa de Alivio de Activos Problemáticos (TARP), habitualmente bajo la forma de acciones preferentes con pagos de interés garantizados. Las inyecciones de capital a los bancos con problemas destaparon cuestiones que tocaban el núcleo del funcionamiento de los bancos en el capitalismo financiarizado: ¿cuál sería la fuente en última instancia del capital adicional y qué implicaciones tendrían en la propiedad y la gestión de estos bancos?

---

<sup>42</sup> Lucian A. Bebchuk, «How to Make TARP II Work», Harvard Law and Economics Discussion Paper, núm. 626, Harvard Law School, febrero de 2009.

En una crisis tan profunda como la que empezó en 2007, el Estado norteamericano viró inevitablemente hacia la inyección directa de fondos públicos a los bancos en primer lugar; ante la persistencia de las dudas respecto a la solvencia de los bancos, se hace difícil pensar que las fuentes de capital pudieran haber sido privadas. Consecuentemente, la cuestión de la propiedad y control público de los bancos pasó a un primer plano. Según los funcionarios públicos de EEUU, Reino Unido y otros países, esta evolución creó dificultades severas en lo que se refiere al dominio ideológico del neoliberalismo en las últimas décadas. Era necesario que las inyecciones públicas de capital parecieran una medida temporal que no implicara la propiedad y control público permanente de los bancos. Todavía era más importante evitar cualquier sugerencia de que la gestión pública era superior a la privada, aun cuando la gestión privada había demostrado por sí misma y de forma patente ser deficiente.

El primer paso del Estado norteamericano fue vencer la opacidad de los bancos privados con tal de comprender mejor el problema de escasez de capital. El método natural para mejorar la transparencia habría sido contar con auditores independientes, preferiblemente empleados públicos, para que se hicieran cargo de los bancos, abrieran los libros y determinaran el verdadero alcance del problema de solvencia, buscaran ilegalidades y malversaciones de fondos. Sin embargo, este método habría parecido un primer paso hacia la nacionalización. Por eso, el método que adoptó finalmente el gobierno norteamericano fue la introducción del Programa de Evaluación del Capital de los Bancos (SCAP, por sus siglas en inglés) en marzo de 2009; el programa estipulaba que algunos de los bancos más grandes debían someterse a «pruebas de resistencia» dirigidas por las autoridades regulatorias de EEUU sobre la base de la información solicitada a los bancos.

Concretamente, se pedía a los bancos que hicieran su propia evaluación de las deudas incobrables utilizando un escenario «de referencia» y «muy adverso» del comportamiento del conjunto de la economía. Posteriormente, las autoridades examinaban y ajustaban las evaluaciones, manteniendo siempre contacto directo con los bancos. Las «pruebas de resistencia» evaluaban simplemente la probabilidad de pérdidas de los préstamos que vencían en 2010. Este fue un ejercicio muy distinto al de tratar de determinar el valor de los activos incobrables de los bancos y, por tanto, determinar la magnitud de las pérdidas de estos si fueran forzados a limpiar sus balances. Aun así, las pruebas dieron una estimación de las necesidades de capital adicional para los bancos de solo 75.000 millones de dólares, teniendo en cuenta que los bancos ya habían recibido sumas sustanciales del Programa de Alivio de Activos Problemáticos y que habían

reconstruido su capital desde finales del año 2008, particularmente una vez creció la rentabilidad bancaria en 2009<sup>43</sup>.

Las pruebas de resistencia junto con las garantías públicas de cumplir con las carencias de capital contribuyeron a restaurar la confianza en los bancos de EEUU. La confianza también se restauró gracias a la provisión pública de liquidez y la reafirmación de las garantías públicas de los depósitos. Además, los bancos fueron capaces de restaurar su rentabilidad ayudados por los subsidios públicos recibidos. En consecuencia, ya a mediados de 2009, los bancos de EEUU fueron de nuevo capaces de aumentar el capital por sus propios medios mediante la emisión de nuevas acciones. El resultado fue que los bancos más grandes empezaron a reembolsar los fondos que habían recibido a través del Programa de Alivio de Activos Problemáticos entre 2008 y 2009.

El rápido reembolso de los fondos del Programa de Alivio de Activos Problemáticos era importante para los bancos, aun cuando los fondos venían del Estado y no tenían consecuencias importantes en relación con la propiedad y el control de los bancos. Sólo se aplicaron condiciones relativamente menores y muy discutidas que requerían que los bancos mantuvieran el nivel de sus créditos y a la vez redujeran la excepcional remuneración de los gestores. En efecto, el Estado norteamericano trató el rescate público de los bancos privados en quiebra como una medida temporal tomada a regañadientes, que se asemejaba a una inversión pública en acciones bancarias. Siempre y cuando las acciones bancarias no disminuyeran de precio, el interés público estaría presumiblemente protegido. Aun así, los bancos privados eran totalmente conscientes de los riesgos potenciales que la propiedad pública de acciones y la confianza pasiva en el erario público suponían para la propiedad y el control. Estaban dispuestos a deshacerse de las pocas restricciones que se les habían impuesto a cambio de los fondos del Programa de Alivio de Activos Problemáticos, así como a avanzar hacia la restauración de la remuneración de los gestores a los niveles anteriores a la crisis.

En definitiva, la intervención del Estado norteamericano inyectó fondos públicos a los bancos privados en quiebra entre 2008 y 2009, protegiendo a los accionistas y a los titulares de los bonos de las pérdidas generadas por los créditos hechos a lo largo de la burbuja. Además, se ofreció liquidez bajo garantía pública, empujando hacia bajo los tipos de interés y mejorando la rentabilidad bancaria. Se ofrecieron también garantías implícitas y explícitas ante la posibilidad de quiebra a los bancos y a sus depositantes. Con la

---

<sup>43</sup> Federal Reserve Bank, «The Supervisory Capital Assessment Program: Design and Implementation», 24 de abril de 2009. Federal Reserve Bank, «The Supervisory Capital Assessment Program: Overview of Results», 7 de mayo de 2009.

generosa ayuda pública, los bancos pudieron atesorar liquidez, minimizar las pérdidas derivadas de los activos incobrables y mejorar la rentabilidad. Sin embargo, la creación de crédito de los bancos se vio afectada inevitablemente y prolongó los problemas de la acumulación productiva.

Efectivamente, la sociedad norteamericana se vio forzada a soportar el grueso de la crisis bancaria porque la intervención pública se dedicó a proteger a los bancos privados sin someterlos al control público. El objetivo tácito de EEUU y de otros Estados era defender las relaciones subyacentes a la financiarización del impacto provocado por la crisis. Las consecuencias se hicieron evidentes entre 2010 y 2011 cuando la crisis dio otro viraje todavía más peligroso.

### **El paso a una crisis fiscal: la eurozona en apuros**

La recesión mundial de 2008-2009 tuvo graves consecuencias para las finanzas públicas, especialmente en lo que se refiere a la intervención del Estado para rescatar a los bancos. Los ingresos fiscales cayeron y los déficit públicos aumentaron en EEUU, Reino Unido y otros países. Una crisis que había empezado por culpa de la exposición de los bancos al mercado inmobiliario norteamericano produjo una distorsión mayor en las finanzas públicas y, por tanto, en la deuda soberana. El impacto de la nueva fase de la crisis fue especialmente severo en la eurozona, primero en los países periféricos como Grecia, Irlanda, Portugal y España, pero más adelante afectó también a los países del centro.

A finales de 2011, la crisis amenazó la supervivencia del euro y por tanto la estabilidad del sistema monetario internacional; al mismo tiempo, los bancos europeos y otros bancos afrontaban nuevos problemas de liquidez y solvencia. La intervención del Estado entre 2008 y 2009 no había resuelto de forma decisiva ni siquiera el componente financiero de la crisis, que amenazaba con engullir de nuevo a los bancos, quizás de un modo todavía más agudo. Gradualmente quedó claro que la financiarización había dado lugar a una crisis sistémica capaz de alterar los componentes financieros y monetarios de la acumulación capitalista en todo el mundo. Para entender el complejo giro que dio la crisis después de 2009 es necesario centrarse brevemente en la eurozona.

### **El surgimiento del centro y la periferia de la eurozona**

El desarrollo económico y financiero de la Unión Europea en la década del 2000 ha estado marcado por los mecanismos e instituciones de la Unión Monetaria Europea, los cuales también han determinado la crisis

después de 2009<sup>44</sup>. El euro nunca ha sido un simple medio de medición del valor y de pago en Europa, sino que también ha sido la forma de dinero mundial designada para servir a los intereses de los grandes capitales financieros, industriales y comerciales de Europa, así como a los intereses de los Estados más poderosos dentro de la Unión Monetaria Europea<sup>45</sup>. El carácter de la intervención del Estado en la crisis de la eurozona refleja el papel peculiar del euro como moneda mundial bajo las condiciones del capitalismo financiarizado, y contrasta particularmente con la intervención del Estado norteamericano.

Desde la perspectiva de la economía política marxista, y tal y como se discutió en el capítulo 4, el dinero mundial es una forma de equivalente universal asociada a las tendencias y necesidades del mercado mundial. Un rasgo característico del mercado mundial es la falta de homogeneidad en las leyes, las prácticas contables, las prácticas y normas comerciales, las costumbres de pago, e incluso las medidas y pesos de referencia; otro rasgo característico es la ausencia de un sistema crediticio integrado que proporcione crédito y liquidez. Dicho en otras palabras, el mercado mundial carece de un Estado mundial y de un banco central mundial. Por eso, su funcionamiento depende del papel organizador de una moneda mundial capaz de actuar fiablemente como medio de atesoramiento (reservas internacionales) y como medio de pago para las operaciones internacionales, siempre y cuando esta ya funcione como medida del valor (unidad de cuenta). Además, la jerarquía de los Estados capitalistas también está parcialmente determinada por el control sobre el dinero mundial, dado que, al fin y al cabo, es una arma del poder imperial.

El dinero mundial ha tomado históricamente la forma de metales preciosos, pero durante la mayor parte del siglo XX el papel del oro quedó reducido a un medio de atesoramiento de última instancia. El papel del dinero mundial bajo las condiciones concretas de la financiarización ha sido desempeñado por las monedas nacionales, sobre todo, el dólar norteamericano. En este sentido, el poder imperial de EEUU ha pasado a depender del dinero mundial que produce el Estado norteamericano. Sin embargo, debido a su naturaleza, el dólar ha tenido que hacer frente a una continua competencia de otras monedas nacionales. El euro se ha establecido en un contexto de competencia con el dólar y esto le ha dotado de un carácter contradictorio y discriminatorio.

---

<sup>44</sup> El análisis de esta sección se extrae de tres informes sobre la crisis de la eurozona producidos por la *Research on Money and Finance* en Londres entre 2010 y 2011. Estos informes pueden encontrarse en el libro de C. Lapavistas *et al.*, *Crisis in the Eurozone...*, cit.

<sup>45</sup> La importancia del euro como moneda mundial también se analiza en *ibídem*.

No es una exageración decir que el euro es una forma *sui generis* de dinero mundial. A diferencia del dólar, el euro no es una moneda nacional que ya existiera con anterioridad y cuyo papel internacional hubiera sido catapultado por la fortaleza intrínseca de su economía y su Estado. Igualmente importante es que el euro no ha alcanzado su papel como moneda mundial a través del desarrollo orgánico de las esferas comercial y financiera en Europa. Por el contrario, el euro se ha creado *ex nihilo* mediante una alianza de los Estados europeos teniendo en cuenta los intereses de los grandes bancos europeos y otros capitales monopolistas.

Por esta razón los mecanismos institucionales de la eurozona reflejan los intereses de los grandes bancos que han determinado la trayectoria de la financiarización en Europa. De este modo, se estableció un banco central independiente para apoyar un mercado monetario homogéneo con el mandato explícito de mantener baja la inflación; se introdujo el Pacto de Estabilidad y Crecimiento para imponer la disciplina fiscal precisamente como medio para mantener la inflación baja a pesar de que su cumplimiento se dejó en manos de cada Estado soberano; mientras tanto, la competitividad en el mercado interno pasó a depender del crecimiento de la productividad y de las fluctuaciones del coste unitario nominal del trabajo en cada país<sup>46</sup>.

Los mecanismos institucionales de la eurozona han reflejado además las relaciones jerárquicas entre los Estados miembros. Los países del centro —especialmente Alemania— han utilizado el euro como medio de control sobre los Estados menores de la Unión<sup>47</sup>. El capital industrial

---

<sup>46</sup> Los intereses sociales y políticos representados y promovidos por el euro son bien entendidos dentro de la literatura heterodoxa. Guglielmo Carchedi ha destacado que el euro podría ser capaz de desempeñar funciones internacionales de más alcance que el marco alemán y, por tanto, beneficiaría al capital alemán («The EMU, Monetary Crisis, and the Single European Currency», *Capital and Class*, núm. 19:63, 1997). Werner Bonefeld ha enfatizado la dimensión política del establecimiento del euro como medio para alimentar la dominación de la clase burguesa en Europa, cosa que podría también limitar el alcance de la democracia («Politics of European Monetary Union: Class, Ideology and Critique», *Economic and Political Weekly*, núm. 33:35, 1998; «Europe, the Market and the Transformation of Democracy», *Journal of Contemporary European Studies*, núm. 13:1, 2005). John Grahl lanzó ideas similares un poco antes (*After Maastricht*, Londres, Lawrence and Wishart, 1997).

<sup>47</sup> No importa tanto si Alemania o Francia han desempeñado un papel principal en la fundación de la eurozona en los años noventa. Lo importante es que a finales de los años dos mil, Alemania ha pasado a ser el país dominante de la eurozona, con plena conciencia de su posición. El impulso para crear una unión monetaria en Europa al fin y al cabo se remonta como mínimo al Informe Werner de 1970, al que le han seguido durante las siguientes dos décadas varios intentos, esencialmente fallidos, para fijar los tipos de cambio. La idea detrás de la creación del euro puede quizás verse en el informe del Comité para el Estudio de la Unión Económica y Monetaria, el denominado informe Delors (*Report on Economic and Monetary Union in the European Community*, CB-56-89-401-EN-C, 1989). El documento deja claro que la Unión Europea necesita responder a las condiciones internacionales de inestabilidad que se crearon después del final del acuerdo de Bretton Woods. También deja clara la naturaleza política de la decisión —rigurosamente hablando, innecesaria— de hacer del euro la moneda doméstica común de los Estados miembros. La combinación de estos dos aspectos ha contribuido a la tremenda crisis del euro.



alemán ha conseguido ventajas competitivas por la bajada de los costes de transacción en el mercado interno y por la oportunidad de subcontratar capacidad productiva. Para los otros Estados miembros, el euro ha implicado la pérdida del arma de depreciación de la divisa ante la capacidad exportadora alemana. El capital financiero alemán, mientras tanto, se ha beneficiado de la homogeneidad del mercado monetario dentro de la Unión Monetaria Europea y del papel del euro como moneda de reserva internacional. El euro ha facilitado el endeudamiento bancario en los mercados internacionales, el préstamo en todo el mundo, y la participación en las transacciones financieras. En concreto, la tendencia del euro a ganar terreno respecto al dólar en los años dos mil ha beneficiado al sector financiero alemán pero también al capital industrial alemán, al facilitar su deslocalización en Europa<sup>48</sup>.

Un rasgo sorprendente del desarrollo de la eurozona ha sido el surgimiento de la división entre el centro y una periferia formada por España, Portugal, Irlanda y Grecia<sup>49</sup>. La división entre el centro y la periferia ha surgido de la «competencia a la baja» en los mercados de trabajo de la eurozona. Los países miembros se han visto obligados a adoptar una política monetaria común determinada por el Banco Central Europeo, a la vez que el ejercicio de la política fiscal quedaba gravemente restringido por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que situaba el límite del déficit público al 3 % del PIB y el de la deuda nacional al 60 % del PIB. Incluso a pesar de que el pacto se haya infringido en numerosas ocasiones, este ha operado como camisa de fuerza de la política fiscal. Dada la rigidez de la política monetaria y fiscal, los Estados miembros se han visto con la necesidad de presionar los salarios y las condiciones de trabajo a la baja con tal de ganar competitividad en el mercado interno de la eurozona.

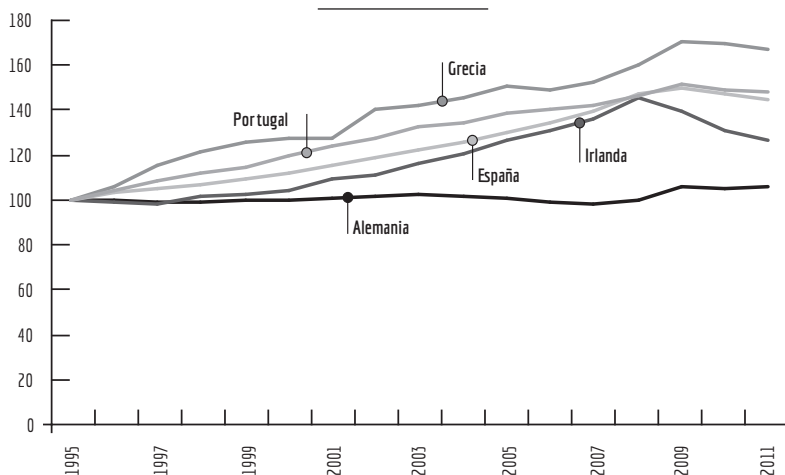
Los capitalistas alemanes han ganado la «competencia a la baja» porque han podido mantener en niveles bajos el crecimiento de los salarios y han creado zonas enteras sin organización sindical, tanto en la antigua Alemania oriental como en la occidental. La evolución divergente de los costes laborales unitarios en el gráfico 9.5 muestra las ganancias de competitividad de Alemania en comparación con los países de la periferia.

---

<sup>48</sup> Huw Macartney, «Variegated neo-liberalism: Transnationally oriented fractions of capital in EU financial market integration», *Review of International Studies*, núm. 35, 2009.

<sup>49</sup> Hay otra periferia externa en la eurozona, la Europa del Este pero por definición no está sujeta a las mismas presiones que la periferia interna. Esta última es la que ha tenido un papel central en la crisis.

GRÁFICO 9.5. EVOLUCIÓN DE LOS COSTES LABORALES UNITARIOS NOMINALES EN LA EUROZONA



Fuente: AMECO.

Las raíces de la perturbación económica de la eurozona, así como de la forma concreta que tomó la crisis de financiarización en Europa son evidentes en el gráfico 9.5. Los niveles de competitividad alemanes ya eran más altos que los de la periferia cuando se introdujo el euro; pero dado que los costes laborales unitarios aumentaron en la periferia, el liderazgo de la competitividad alemana se ha exacerbado significativamente. Es importante destacar que el avance de Alemania se ha debido sobre todo al mantenimiento de los costes laborales unitarios bajos. El crecimiento de la productividad en Alemania a lo largo de este periodo ha sido pobre y de hecho más débil que en los países de la periferia, exceptuando España. Alemania se ha situado al frente de la eurozona gracias a la presión a la baja que han impuesto sistemáticamente sobre los salarios y las condiciones de los trabajadores alemanes<sup>50</sup>.

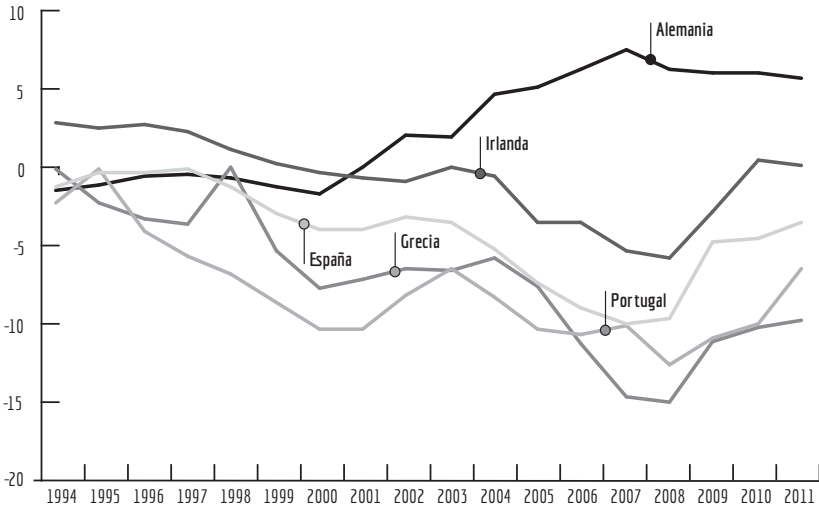
El aumento progresivo de la brecha de la competitividad ha comportado desequilibrios persistentes en las cuentas corrientes dentro de la eurozona: la periferia ha registrado grandes déficit mientras que Alemania ha generado superávit sustanciales, como se muestra en el gráfico 9.6. Cabe destacar que el grueso de los superávit alemanes se ha originado dentro de la eurozona, y la periferia representa solo una pequeña parte de estos. El euro en efecto ha convertido la eurozona en el mercado interno del capital alemán al no permitir que los capitales de la periferia tuvieran éxito.

El aumento de los déficit por cuenta corriente en la periferia han significado naturalmente que el ahorro neto de la periferia siguiera una trayectoria decreciente; los superávit por cuenta corriente de Alemania, en

<sup>50</sup> Véase C. Lapavitsas et al., *Crisis in the Eurozone...*, cit., part 1.

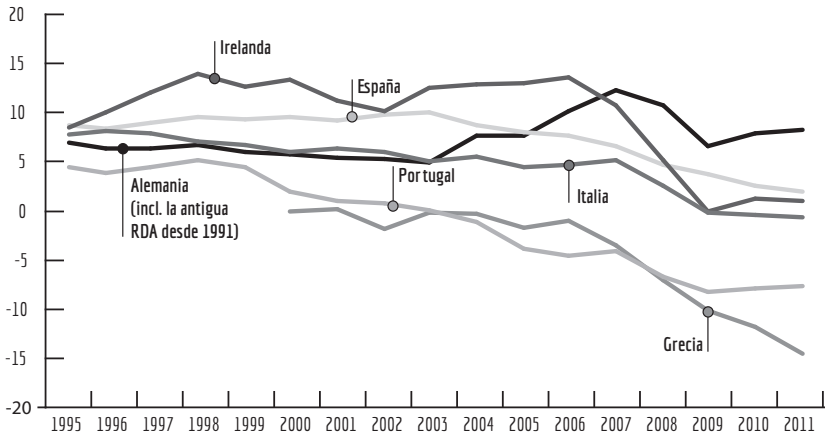
cambio, han hecho que el ahorro neto alemán aumentara, tal y como se muestra en el gráfico 9.7.

GRÁFICO 9.6. BALANZAS POR CUENTA CORRIENTE DE LA EUROZONA COMO PORCENTAJE DEL PIB



Fuente: Anuario de estadísticas de balanza de pagos (BPM<sub>5</sub>).

GRÁFICO 9.7. AHORRO NETO EN LA EUROZONA COMO PORCENTAJE DEL PIB



Fuente: Eurostat.

Incluso en este sentido, la financiarización ha sido distinta en Alemania en comparación con EEUU, en la medida en que el ahorro alemán ha

registrado aumentos sustanciales después de principios de la década de 2000. El ahorro de la periferia, mientras tanto, ha ido disminuyendo y de hecho se ha desplomado por completo en Portugal y en Grecia. Esto mide el mal desempeño de la acumulación en la periferia y las posibles dificultades para una futura recuperación.

## La acumulación de deuda en la periferia

El establecimiento de la división entre el centro y la periferia de la eurozona ha llevado a un enorme endeudamiento de la periferia, lo cual ha dado una forma particular a la financiarización de esta zona. Concretamente, mientras los países periféricos perdían competitividad y registraban déficit por cuenta corriente, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo los tipos de interés de la eurozona a niveles muy bajos. Esto ha tenido dos consecuencias importantes con respecto de la deuda de la periferia.

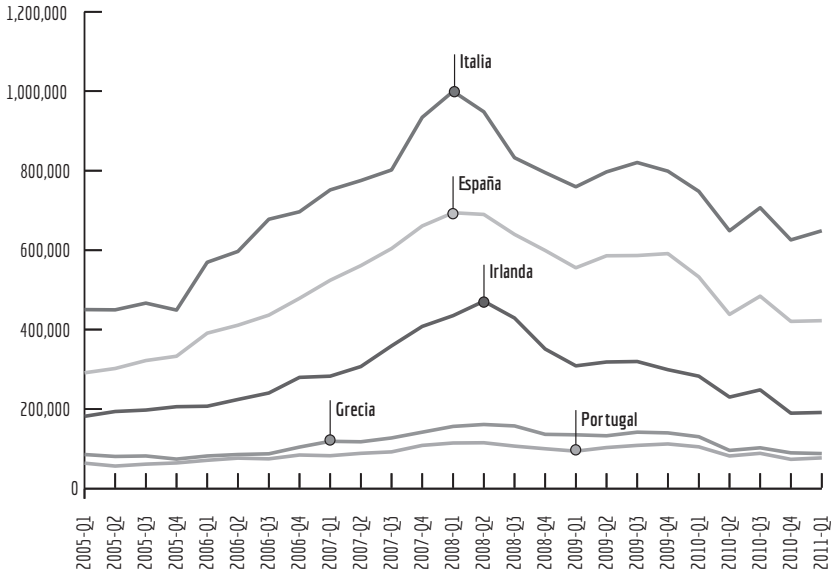
En primer lugar, los países periféricos eran capaces de financiar sus déficit internacionales, acumulando deuda externa tanto pública como privada. La deuda externa de los países periféricos ha desempeñado un papel destructivo en la crisis de la eurozona y ha estado estrechamente vinculada a la pérdida de competitividad. Los prestamistas de la periferia eran principalmente bancos de los países del centro, alemanes y franceses, los cuales estaban de hecho reciclando los superávits en sus cuentas corrientes. El gráfico 9.8 muestra la creciente exposición a la periferia de los bancos alemanes, franceses, belgas y holandeses, en representación de los bancos del centro; también muestra la sustancial exposición a Italia de estos bancos. Cabe señalar además que los préstamos de los bancos del centro a los países periféricos crecieron a finales del año 2008 después de la quiebra de Lehman Brothers. En efecto, los bancos del centro anticiparon créditos a los Estados de la periferia entre 2008 y 2009 sobre el supuesto equivocado de que este crédito era seguro porque el impago de la deuda soberana no era una posibilidad dentro de la Unión Monetaria Europea.

En segundo lugar, los bajos tipos de interés permitieron que los bancos obtuvieran liquidez a bajo coste denominada en euros en el mercado interbancario. Dada la disponibilidad de financiación barata, los bancos de la periferia pudieron expandir su crédito rápidamente, particularmente después de 2005, como se muestra en el gráfico 9.9<sup>51</sup>. En pocas palabras, los bancos de la periferia se endeudaron con el exterior y transformaron estas deudas en crédito doméstico; también aprovecharon la ocasión para expandir sus actividades a nivel internacional.

---

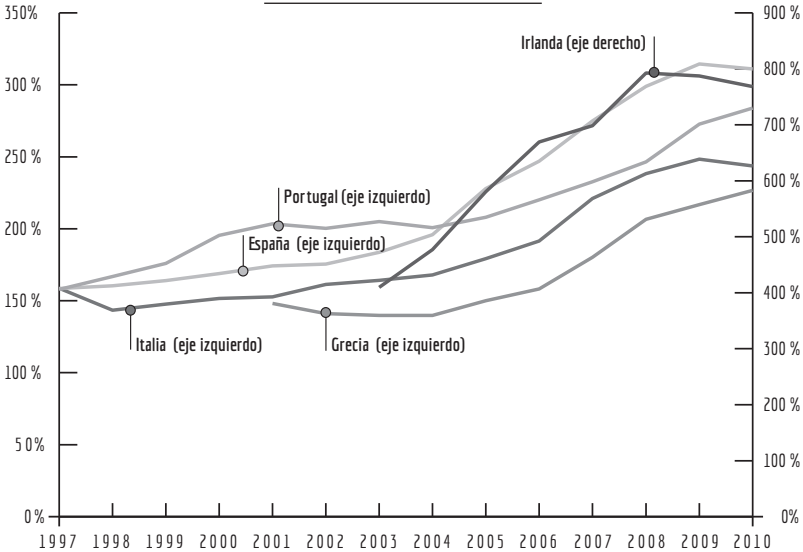
<sup>51</sup> Los bancos irlandeses expandieron su crédito mucho más que otros bancos de la periferia, lo que en parte refleja la política irlandesa de dar privilegio a la entrada de capital extranjero que se ha llevado a cabo durante más de dos décadas.

GRÁFICO 9.8. EXPOSICIÓN A LA PERIFERIA DE LOS BANCOS DEL CENTRO DE LA EUROZONA, MILLONES DE DÓLARES



Fuente: Estadísticas bancarias consolidadas del BIS; Informes de RMF.

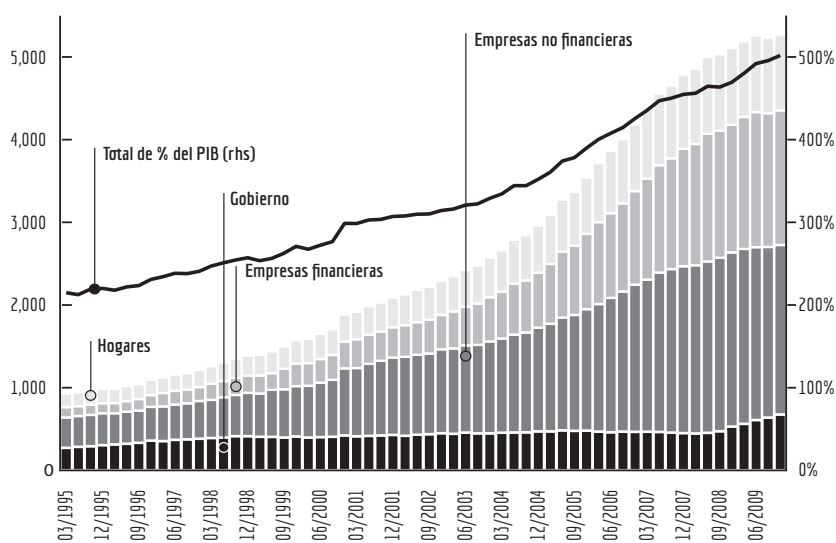
GRÁFICO 9.9. ACTIVOS DE LOS BANCOS DE LA PERIFERIA DE LA EUROZONA COMO PORCENTAJE DEL PIB



Fuente: Bancos Centrales Nacionales; Informes de RMF.

La financiarización de los países de la periferia en el contexto de la eurozona ha conllevado una enorme acumulación de deuda, tanto interna como externa. A medida que caía la competitividad internacional de los países periféricos provocando déficit por cuenta corriente, la periferia estimuló el crédito doméstico sobre la base de los bajos tipos de interés del BCE, el grueso de este crédito se dirigió a los hogares y a la inversión inmobiliaria; el ahorro doméstico, mientras tanto, siguió en descenso. Se reprodujeron aspectos importantes de la burbuja de EEUU en la periferia de la eurozona pero bajo una estructura institucional diferente y, por tanto, sin el prominente crecimiento de la banca «en la sombra» o de la titulización características de EEUU. El mayor crecimiento de la deuda en la periferia fue provocado por la deuda privada como se muestra en los gráficos 10, 11 y 12 en los casos de España, Portugal y Grecia, respectivamente.

GRÁFICO 9.10. DEUDA ESPAÑOLA POR SECTOR EMISOR



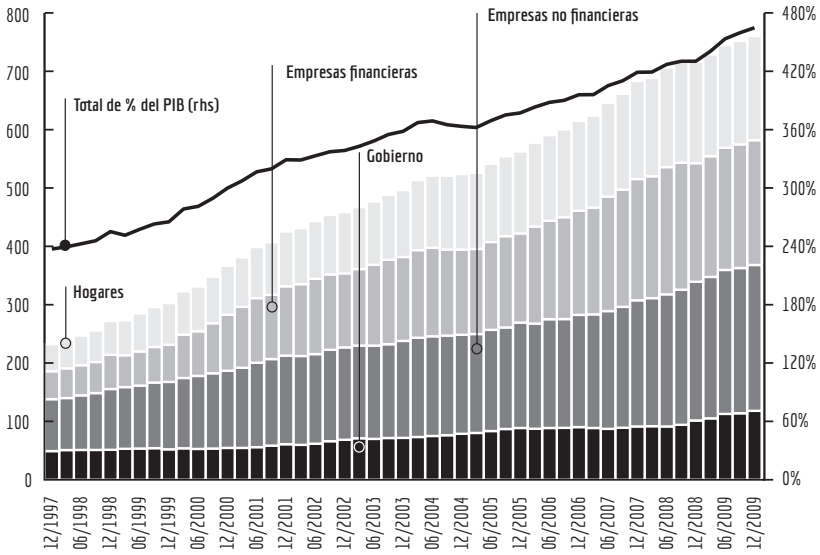
Fuente: Banco de España; Informes de RMF.

Nota: La deuda está ajustada a las operaciones del BCE, incluye el crédito comercial.

No hace falta insistir en que la principal causa de la deuda de la periferia no ha sido la acumulación de deuda soberana. Incluso en Grecia, que ha soportado una proporción mayor de deuda soberana desde los años ochenta, el grueso de la deuda adicional desde finales de los años noventa ha sido debida a la deuda incurrida por los hogares y los bancos. España y Portugal han exhibido un patrón similar, aunque la carga de deuda pública

era menor que en Grecia. El rasgo más destacable de la deuda soberana de la periferia durante este periodo ha sido el cambio en su composición en lugar de su crecimiento. A finales de los años dos mil, por ejemplo, dos tercios de la deuda soberana de Grecia había sido contraída con el extranjero y algo similar sucedía con la de Portugal.

GRÁFICO 9.1 I. DEUDA PORTUGUESA POR SECTOR EMISOR

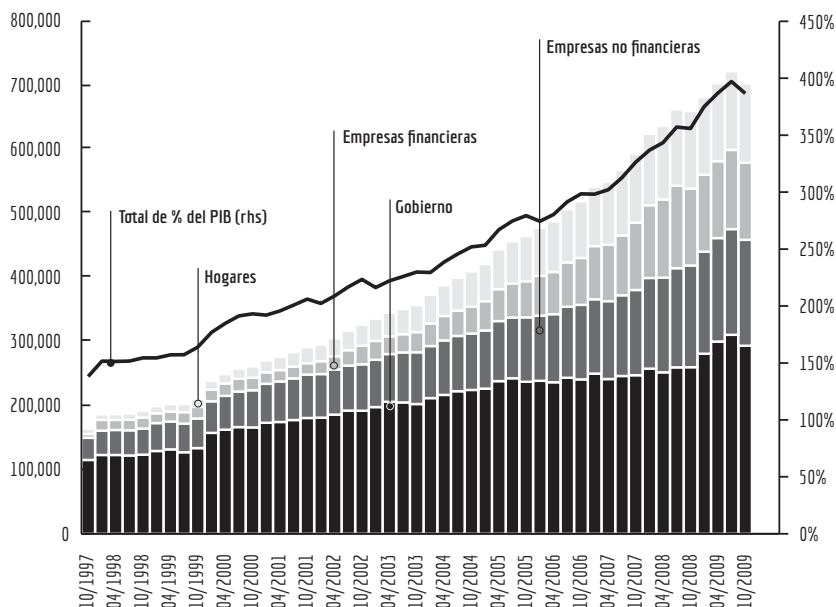


Fuente: Banco de Portugal; Informes de RMF.

Nota: La deuda está ajustada a las operaciones del BCE, incluye el crédito comercial.

En resumen, a medida que se desplomaba el ahorro doméstico, los Estados periféricos tuvieron que pedir prestado al extranjero y así cambió la composición de la deuda soberana. Durante gran parte de los años dos mil parecía que los países periféricos se habían beneficiado enormemente de su pertenencia a la eurozona, en la medida en que la deuda soberana estaba denominados en euros, es decir, presumiblemente en la moneda doméstica y a tipos de interés excepcionalmente bajos. En la práctica, los países periféricos se estaban endeudando en una moneda que acabaría comportándose como una moneda extranjera a pesar de que legalmente fuera doméstica. Los Estados periféricos se dieron cuenta rápido de su error, que se vio correspondido por el error de los países del centro, que en un primer momento asumieron que prestar a la periferia era lo mismo que prestar a los países del centro de la eurozona.

GRÁFICO 9.12. DEUDA GRIEGA POR SECTOR EMISOR



Fuente: Banco de Grecia, estadísticas trimestrales sobre la deuda externa, Banco Mundial; FMI; Informes de RMF.

## Una crisis fiscal, bancaria y monetaria en Europa

La recesión mundial después de la quiebra de Lehman Brothers en 2008 produjo la caída de los ingresos fiscales de los Estados de la eurozona y estos, por tanto, aumentaron los déficit públicos tal y como se muestra en el gráfico 9.13. Los desequilibrios fiscales de la periferia de la eurozona eran el resultado, y no la causa, de la crisis, incluso en Grecia.

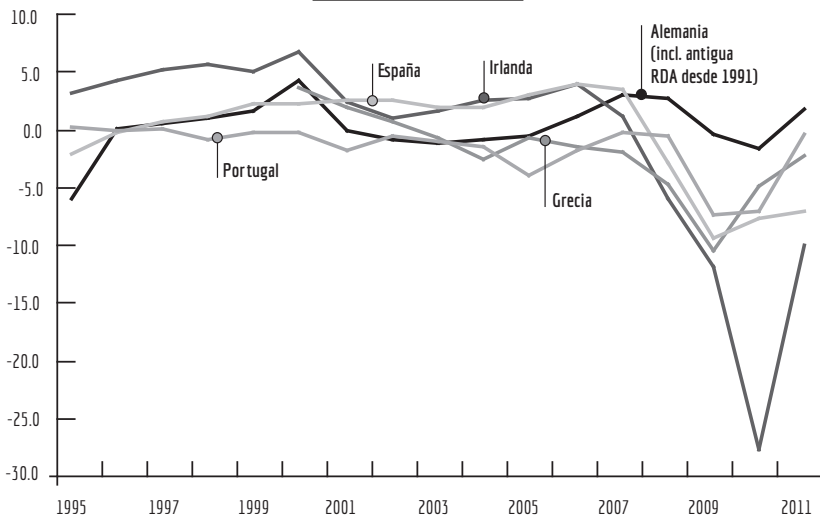
La escalada de los déficit públicos a medida que aparecía la recesión llevó a un rápido crecimiento de la deuda soberana en la periferia, como se muestra en el gráfico 9.14.

A medida que la deuda soberana de la periferia empezó a escalar, los mercados de bonos se dieron cuenta de que la deuda de estos Estados no tenía la misma calidad que la deuda de los países del centro. Lo que es peor, a finales de 2009 quedó claro que los países del centro de la eurozona no estaban preparados para hacer frente a las obligaciones de la deuda pública de la periferia. Consecuentemente, Grecia, Irlanda y Portugal quedaron progresivamente fuera de los mercados internacionales de bonos entre 2010 y 2011; y, además, tanto el Estado español como el italiano estaban en una posición cada vez más precaria. La crisis de financiarización había pasado a ser una



crisis de deuda soberana, principalmente porque los Estados periféricos se habían endeudado en una moneda (el euro) que parecía ser una moneda doméstica pero que, de hecho, era una moneda extranjera<sup>52</sup>.

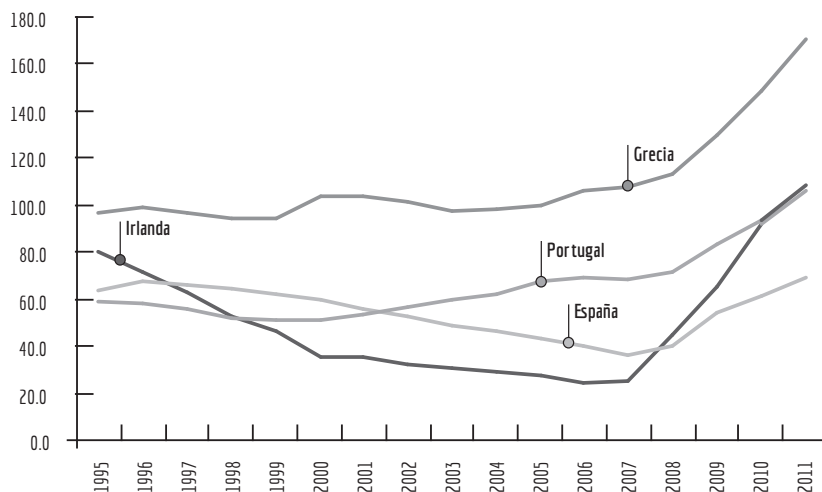
GRÁFICO 9.13. SALDO PRIMARIO DE LOS GOBIERNOS DE LA EUROZONA COMO PORCENTAJE DEL PIB



Fuente: Eurostat; Informes de RMF.

<sup>52</sup> Tanto en la literatura heterodoxa como en la de la corriente dominante se entiende que la estructura institucional de la eurozona implica que la deuda periférica está efectivamente denominada en una divisa extranjera. De este modo, L. Randall Wray, al comentar las restricciones que impone la independencia de la política monetaria del BCE argumentó que: «Sería como si cada país miembro de la UME tratara de operar su política fiscal en una moneda extranjera; el gasto a través de déficit requeriría pedir prestado en esta moneda extranjera de acuerdo a los dictados de los mercados privados» (*Understanding Modern Money*, Cheltenham, Edward Elgar, 1998, p. 92; véase también Dmitri Papadimitriou y L. Randall Wray, «Euroland's Original Sin», Levy Economics Institute Policy Note 2012/8, 2012). Hace poco, Giancarlo Corsetti ha comparado el destino de los países de la periferia con el «pecado original» de los países en vías de desarrollo («The "Original Sin" in the Eurozone», VoxEU.org, 9 de mayo de 2010). Este concepto lo introdujeron Barry Eichengreen y Ricardo Hausmann con tal de enfatizar las presiones para servir la deuda extranjera de aquellos países que no pueden endeudarse en su propia moneda y deben depender de alguna forma de dinero mundial («Exchange Rates and Financial Fragility», Federal Reserve Bank of Kansas City, 1999). En la misma línea Paul De Grauwe y Yuemei Ji han comparado los países de la eurozona con los países no miembros, que han mantenido el control total de su moneda doméstica: estos no pueden verse forzados al impago dado que están protegidos de las crisis de liquidez y solvencia cuya predicción contribuye a que se desencadene (*self-fulfilling crisis*) (De Grauwe, «The Governance of a Fragile Eurozone», CEPS Working Document, núm. 346, mayo de 2011; De Grauwe, «The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets?», CESifo Working Paper, núm. 3569, septiembre de 2011; De Grauwe, «The ECB as a Lender of Last Resort», VoxEU, octubre de 2011; De Grauwe y Ji, «Mispricing of Sovereign Risk and Multiple Equilibria in the Eurozone», CEPS Working Document, núm. 361, enero de 2012). Daniel Gros ha enfatizado también la importancia de que la deuda nacional en la eurozona esté en manos de inversores no residentes cuyos Estados miembros carecen de jurisdicción legal para imponer impuestos («External versus Domestic Debt in the Euro Crisis», CEPS Policy Brief, núm. 243, 25 de mayo de 2011).

GRÁFICO 9.14. RATIO DE LA DEUDA PÚBLICA RESPECTO AL PIB EN LA PERIFERIA DE LA EUROZONA



Fuente: Eurostat; Informes de RMF.

La acumulación de deuda soberana de la periferia y la exclusión gradual de estos países de los mercados de bonos planteó serios riesgos para los bancos del centro y de la periferia, que se habían expuesto mucho a la deuda pública y privada durante el periodo anterior, tal como se mostró anteriormente. Concretamente, la amenaza del impago de la deuda soberana en los países de la periferia ponía en peligro la solvencia y la liquidez de los bancos europeos. La crisis de la deuda soberana significaba que podía volver a aparecer una crisis bancaria, primero en Europa y quizás después en EEUU, Reino Unido y otros países. El endeudamiento público en la eurozona ponía en riesgo la tranquilidad que el sistema bancario había empezado a tener en 2009 gracias a la intervención del Estado de EEUU. Si la banca europea entraba en crisis, la supervivencia del euro se pondría en cuestión a medida que los países de la periferia, entre otros, fueran forzados a salir de la unión monetaria.

Como consecuencia, entre 2010 y 2011 la crisis de financiarización se agravó y su severidad amenazó directamente con minar el orden monetario internacional. Los países del centro de la eurozona se vieron obligados a responder con urgencia. Su respuesta a la crisis reflejó la naturaleza contradictoria y jerárquica de la unión monetaria, al tiempo que proporcionó nueva luz sobre algunos aspectos de la financiarización.

## La intervención de los Estados europeos y sus resultados limitados

La intervención del Estado ha sido fundamental para hacer frente a la tormenta económica de la eurozona, pero tanto la actitud como los métodos han sido bastante distintos a los de EEUU. Las razones se encuentran básicamente en las relaciones políticas y sociales que envuelven el euro. Como se ha mencionado anteriormente, la unión monetaria en Europa representa esencialmente una alianza jerárquica de Estados soberanos para dar espacio a una nueva forma de moneda mundial. Para apoyar la incipiente moneda de reserva internacional, la eurozona ha tenido que constituir un banco central único, proclamar sus pasivos como moneda de curso legal y, a su vez, crear un mercado monetario homogéneo que proporcione liquidez a los bancos de la unión monetaria. Sin embargo, la regulación y la solvencia bancaria en la eurozona ha permanecido como una cuestión nacional. Además, ninguno de los Estados aliados posee el derecho de imponer impuestos más allá de sus fronteras y ninguno es suficientemente grande y poderoso como para actuar como garante último de los pasivos del Banco Central Europeo. Finalmente, los Estados del centro han rechazado su responsabilidad sobre las deudas de los Estados periféricos, en concreto porque no existen mecanismos para regular las cuestiones fiscales en la unión monetaria. El resultado ha sido una intervención torpe del Estado que ha agravado incluso la crisis.

## Las limitaciones de la provisión de liquidez

La tarea más urgente de la intervención del Estado fue la de responder a la falta de liquidez en los bancos de la eurozona, lo que naturalmente fue delegado en el BCE. Sin embargo, el BCE es un banco central poco corriente, ya que no puede contar con el respaldo de un Estado unitario o federal. Desde su creación en 1998, el BCE ha operado como un banco central independiente con control sobre la política monetaria y con el objetivo explícito de controlar la inflación. Su capital proviene de los Estados miembros y cada Estado aporta una proporción distinta, que refleja la naturaleza jerárquica de la eurozona, y soporta la responsabilidad individual de su parte. Bajo ninguna circunstancia, el BCE puede financiar el endeudamiento público de los Estados miembros, ya que esto en la práctica significaría que algunos Estados asumen la responsabilidad de la deuda de otros<sup>53</sup>. En este sentido, el BCE ha respaldado sus pasivos denominados en euros principalmente a través de títulos privados a la vez que ha guardado cantidades sustanciales de oro como atesoramiento de última instancia.

---

<sup>53</sup> Tal y como se manifiesta claramente en el Artículo 104 del Tratado de Maastricht.

En distintos momentos de la crisis el BCE ha proporcionado liquidez a los bancos privados, actuando como prestamista de última instancia a gran escala. El distanciamiento respecto a la histórica prescripción de Bagehot apareció una vez más: se proporcionó liquidez a los bancos con colaterales poco fuertes y a tipos de interés muy bajos. La intervención sobre la liquidez del BCE ha significado, en efecto, que se ha proporcionado un subsidio sustancial a los bancos privados, igual que en EEUU. Se hicieron grandes anticipos en agosto de 2007, cuando estalló la crisis financiera; en 2008, después del derrumbe de Lehman Brothers, y a finales de 2011 cuando empezaron los momentos más críticos de la crisis de la deuda soberana<sup>54</sup>.

Sin embargo, la diferencia fundamental con la primera fase de la crisis fue que a finales de 2009 la escasez de liquidez también afectó a los Estados periféricos, que empezaron a afrontar dificultades para emitir bonos en los mercados financieros por el riesgo de impago de la deuda soberana. Como consecuencia, en la medida en que los bancos estaban expuestos a la deuda soberana, también empezaron a verse en apuros a la hora de obtener liquidez y asegurar así su solvencia. El BCE estaba así bajo la presión de satisfacer las necesidades de financiación de los Estados soberanos más débiles y de apoyar de forma indirecta a los bancos. No obstante, satisfacer las necesidades de financiación de los Estados contradice los estatutos del BCE y plantea problemas de fondo para el banco central. La razón es obvia y es parte integral de la estructura de la eurozona: a diferencia de los bancos centrales de EEUU, Reino Unido y Japón, el BCE no está respaldado por un único Estado, cuya deuda habría sido comprada bajo la garantía implícita o explícita del mismo Estado. Si el BCE comprara deuda de los Estados periféricos, estaría confiando en el respaldo de los Estados del centro. En efecto, los Estados del centro estarían aceptando la responsabilidad sobre la deuda de los países periféricos, lo cual ya habían rechazado desde el principio, en tanto esto contradice la base fiscal de la unión monetaria.

Sin embargo, desde 2010 el BCE ha tenido que ceder en cierta medida, cuando la crisis soberana se agravó y Grecia se quedó forzosamente excluida de los mercados de bonos. Así pues, el BCE introdujo el Programa para los Mercados de Valores y empezó a comprar instrumentos de deuda soberana en los mercados secundarios, con los que ha proporcionado liquidez a los bancos y a otros vendedores de títulos públicos, y con los que ha tratado de mantener a un nivel bajo los tipos de interés de la deuda pública. En efecto, el BCE tomó medidas para homogeneizar la deuda pública en la unión monetaria desempeñando el papel que le correspondería a un Estado unitario o federal que no existía en la eurozona. El BCE ha adquirido así un riesgo significativo en sus créditos a través de los bonos públicos

---

<sup>54</sup> C. Lapavistas *et al.*, *Crisis in the Eurozone...*, cit., parte 2.

de los Estados que se enfrentaban a la quiebra. Este riesgo no puede estar garantizado en última instancia por un poder estatal, ya que el BCE ha estado desempeñando ese papel. Este absurdo resultado refleja la naturaleza contradictoria e insostenible de la unión monetaria.

La dificultad de poner en marcha una intervención estatal efectiva en la eurozona se ha originado a partir de 2009 bajo la forma concreta del problema de solvencia, y este ha dado forma al problema de liquidez del sistema financiero —es decir, el principal riesgo de insolvencia era el de los Estados lo que agravó el riesgo de insolvencia de los bancos y, por tanto, la escasez de liquidez empeoró para ambos. Un banco central no es el agente apropiado para lidiar con los Estados o con los bancos insolventes. Ambas tareas requieren la intervención de una entidad soberana que tenga acceso directo a los ingresos fiscales. En ausencia de una institución estatal apropiada, el BCE se ha visto cada vez más presionado para desempeñar un papel para el que no está preparado. Ha tenido así que hacer frente a riesgos considerables con relación tanto a su propia credibilidad como a la aceptación de sus pasivos —es decir, al mantenimiento del euro como moneda mundial.

### **La complejidad del problema de solvencia**

En el contexto de la eurozona, el problema de solvencia bancaria ha sido particularmente difícil de lidiar por dos razones interrelacionadas. En primer lugar, como ya se ha mencionado, el riesgo de los bancos ha aumentado en gran parte debido al riesgo de los Estados. En segundo lugar, a pesar de la existencia de una política monetaria común y de un mercado monetario homogéneo en la eurozona, el ámbito de los bancos ha seguido siendo doméstico. Cuando está en juego la solvencia, los bancos solo pueden acudir a su propio Estado nacional. De hecho, a lo largo de la crisis, los bancos europeos han pasado a ser más nacionales de lo que lo eran antes en la medida en que han aumentado proporcionalmente el crédito a sus respectivos Estados<sup>55</sup>. El problema de fondo que esto plantea para la eurozona es evidente: el eje vertebrador de la unión monetaria es el espacio homogéneo creado para que los bancos puedan endeudarse en términos similares con el BCE y, por tanto, puedan dar crédito a tipos de interés similares. Si se pierde la homogeneidad del espacio bancario al reducir el ámbito de los bancos a lo nacional, entonces la eurozona se rompe y los tipos de interés empiezan a diferir significativamente. El problema más inmediato es también evidente: ¿cómo podría un Estado periférico cuya deuda constituye una amenaza para los bancos, rescatar a estos mismos bancos? O de forma más amplia, ¿sobre qué base se puede esperar que un estado rescate los bancos de otro Estado?

---

<sup>55</sup> *Ibidem*, parte 3.

No obstante, el problema seguía siendo que toda la estructura de la unión monetaria afrontaba la amenaza de derrumbarse debido al riesgo de insolvencia de los bancos. La eurozona estaba obligada por consiguiente a proporcionar financiación a los Estados que quedaron fuera de los mercados de bonos y, por tanto, a prevenir el impago de la deuda soberana y, por extensión, proteger la solvencia de los bancos. Se diseñó así un mecanismo complejo de «salvamento», presumiblemente para rescatar a los Estados periféricos que se enfrentaban al impago, pero en esencia para apoyar los bancos europeos. Se estableció temporalmente el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) en 2010, que fue reemplazado en 2013 por el Mecanismo de Estabilidad Financiera (MEE), de carácter más permanente. El FEEF era esencialmente un instrumento para fines especiales, parecido a los instrumentos activos durante la burbuja norteamericana de 2001-2007. Emitió sus propios bonos con tal de poder prestar a los Estados con problemas, pero se mantuvo fiel al principio de la responsabilidad individual de la deuda de cada Estado. EL FEEF pudo también poner fondos directamente a disposición de los bancos con problemas<sup>56</sup>.

Entre 2010 y 2011, Grecia, Irlanda y Portugal recibieron «rescates» del FEEF complementados por el Fondo Monetario Internacional. Los fondos eran en esencia créditos garantizados sobre una base intergubernamental, proporcional a la contribución de cada Estado al capital del BCE. Los créditos se anticipaban en un principio a tipos de interés punitivos con el presunto objetivo de dar una lección moral a los Estados morosos, a diferencia de la liquidez subsidiada que recibieron los bancos por parte del BCE. Ante todo, los créditos se anticipaban a cambio de que se impusieran duras políticas de austeridad en los países periféricos, diseñadas y supervisadas por el FMI.

El hecho de que esta era una respuesta inapropiada y contradictoria al problema de solvencia se hizo evidente a finales del año 2011 cuando se profundizó la crisis soberana y aumentó el riesgo de los bancos. La capacidad del FEEF para endeudarse y, por tanto, para prestar ha estado limitada por las contribuciones y garantías de los Estados de la eurozona y la cifra alcanzó los 440.000 millones de euros, sin embargo, esta es una cantidad manifiestamente insuficiente para apoyar a los Estados y a los bancos. Para aumentar sus recursos, el FEEF habría necesitado o bien funcionar sobre la base de una responsabilidad conjunta y solidaria (no individual) de sus deudas, o bien habría tenido que basarse directamente en las garantías de los Estados del centro para rescatar a los bancos de los Estados periféricos. En ambos casos, el FEEF habría tenido que transgredir la base fiscal de la eurozona, un Estado no debe aceptar la responsabilidad de los déficit o las deudas de otro.

---

<sup>56</sup> *Ibidem*, parte 2.

Quedó así demostrado que la intervención del FEEF era ineficaz para abordar el problema de solvencia, tanto de los Estados como de los bancos. Ante la debilidad del FEEF, la presión para encontrar otro método para lidiar con el problema de solvencia de los Estados aumentó la propuesta más firme que fue la de emitir eurobonos. Se han discutido distintos planes pero la idea central tiene en común la utilización de bonos públicos garantizados conjunta y solidariamente por todos los miembros de la eurozona que podrían ser empleados para satisfacer las necesidades de financiación de los Estados periféricos y otros Estados. Si sobre esta base los Estados débiles pudieran pedir prestado a bajo coste, entonces se atenuaría el riesgo de impago<sup>57</sup>. De todos modos, la propuesta implicaba también que los países del centro aceptaran mayores tipos de interés para su propia deuda y que asumieran parte del riesgo de impago restante de los países periféricos. En efecto, los eurobonos habrían llevado a compartir el riesgo soberano entre los Estados miembros, lo cual violaría directamente el Tratado de Maastricht. Mucho más que eso, la mutualización del riesgo contradecía la lógica fiscal subyacente de la UME y, por eso, desencadenó argumentos en relación con la pérdida de disciplina fiscal y la imposición de un reparto no equitativo de los beneficios y los costes entre los Estados miembros. Los países del centro, con Alemania a la cabeza, han rechazado de forma continua la adopción de esta propuesta.

Entre 2011 y 2012, el fracaso al abordar el problema de solvencia con decisión hizo que la eurozona siguiera en grave peligro por el riesgo de impago de los Estados, lo que amenazaba con terminar con la salida del euro de uno o más Estados periféricos. El riesgo se hizo mayor por culpa de las políticas de austeridad que han acompañado a los programas de rescate.

---

<sup>57</sup> Los eurobonos ya fueron discutidos en el Informe del Grupo Giovannini (2000) siendo su idea básica la emisión de bonos por parte de una única autoridad que pudiera pedir prestado en nombre de los Estados miembros y permitir así satisfacer la escasez de financiación. A lo largo de la crisis, los economistas han propuesto distintas variantes de los eurobonos. De este modo, Paul De Grauwe y Wim Moesen propusieron un eurobono emitido en conjunto, de modo que cada Estado miembro participante garantizaría únicamente su parte del instrumento conjunto («Gains for All: A Proposal for a Common Euro Bond», *Intereconomics*, núm. 44:3, 2009). Wim Boonstra, Jacques Delpla, y Jakob von Weizsäcker propusieron un instrumento distinto emitido por un grupo de los Estados miembro de la eurozona respaldado por garantías conjuntas y solidarias, de modo que quedara como un objeto legal indivisible (Boonstra, «How EMU Can Be Strengthened by Central Funding of Public Deficits» en *The Creation of a Common European Bond Market*, marzo de 2010; Delpla y Von Weizsäcker, «The Blue Bond Proposal», Bruegel Policy Brief 2010/13, mayo de 2010). Por último, Daniel Gros y Stefano Micossi propusieron otro eurobono emitido por una institución de la UE que pudiera prestar los fondos recaudados por los Estados miembros («A Bond-Issuing EU Stability Fund Could Rescue Europe», *Europe's World*, primavera de 2009). Este instrumento estaría respaldado por garantías conjuntas y solidarias de todos los Estados miembros, que se derivaría de forma no explícita del orden legal de la UE.

## La austeridad

El requisito previo para recibir los fondos de «rescate» ha sido la imposición de los paquetes de austeridad junto con la liberalización y la privatización. En toda la periferia, pero cada vez más en los países del centro, se ha recortado el gasto público, se han aumentado los impuestos, se han reducido los salarios, se han desregulado todavía más los mercados y se han privatizado las empresas públicas. Estas políticas han tratado de transferir los costes del ajuste a los trabajadores de la periferia y de proteger los intereses del capital industrial cambiando el equilibrio de poder en detrimento del trabajo.

La causa original de la crisis de la eurozona no fue el despilfarro público sino la pérdida de competitividad y la acumulación de deuda de la periferia, como se expuso anteriormente. En este sentido, era poco probable que la austeridad y la presión añadida sobre el trabajo en la periferia aliviaran la crisis a corto plazo, o en cualquier escenario. El gráfico 9.5 muestra que en Alemania los costes laborales unitarios han crecido ligeramente después de que la economía alemana se recuperara del impacto inicial de la crisis mundial en 2008-2009. En cambio, los costes de Grecia e Irlanda se han derrumbado al tiempo que los portugueses y los españoles caían de forma más gradual. Deberían pasar así varios años para que la política de asfixiar los costes laborales pudiera conseguir reducir la brecha de competitividad. Por extensión, y como queda claro en el gráfico 9.6, tendrían que pasar varios años para que los desequilibrios por cuenta corriente pudieran reducirse.

Lo que es peor, los recortes del gasto público y los aumentos de impuestos junto con la escasez de crédito debida a las dificultades persistentes de los bancos han acentuado la recesión en la periferia. Las condiciones en Grecia, en concreto, han sido particularmente graves desde 2010, lo que se refleja en el hundimiento del PIB, al tiempo que el país ha entrado en la contracción más severa de su historia desde la posguerra. Otros países de la periferia han hecho frente a un resurgimiento de la recesión, con el consiguiente aumento del desempleo, especialmente entre los jóvenes y concretamente en España y Grecia.

La austeridad ha sido particularmente destructiva en la periferia de la eurozona ante la incapacidad de devaluar y, por tanto, de ganar competitividad de forma decidida. La contracción de la demanda agregada causada por los recortes del gasto público y las reducciones salariales ha venido compensada por la reducción de los déficit por cuenta corriente. En realidad, los países periféricos se han encontrado atrapados dentro de la eurozona y han hecho frente a una austeridad y un alto desempleo que durará años. A medida que el PIB se ha reducido, la carga de la deuda soberana ha sido cada vez más pesada, aumentando la posibilidad de insolvencia y de impago de los Estados periféricos.



La torpe intervención de la UE a lo largo de la crisis ha tratado de proteger los intereses del gran capital financiero e industrial pero a su vez también los ha minado. A medida que se ha profundizado la recesión en la periferia y ha empeorado la insolvencia, los bancos del centro y de la periferia han afrontado grandes riesgos. La solvencia de Italia y de otros grandes países de la eurozona también se ha visto afectada porque tenían grandes volúmenes de deuda pública y privada. En 2013, la crisis de financiarización había profundizado la grave situación europea y había aumentado los riesgos de ruptura del euro. Si esto último llegara a ocurrir, se produciría una crisis más profunda y amplia en todo el mundo.