



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
FACULTAD DE ECONOMÍA ♦ DIVISIÓN DE ESTUDIOS DE POSGRADO

PROGRAMA DE POSGRADO EN ECONOMÍA
ECONOMÍA APLICADA

**Estancamiento y Financiarización de la economía de los Estados Unidos,
1970-2013**

TESIS

QUE PARA OPTAR POR EL GRADO DE:

Doctor en Economía

PRESENTA:

Enrique Alejandro Silva Cruz

TUTOR:

Dr. Ignacio Perrotini Hernández

Facultad de Economía, UNAM

MIEMBROS DEL JURADO:

Dr. Francisco López Herrera

Facultad de Contaduría y Administración, UNAM

Dr. Martín Puchet Anyul

Facultad de Economía, UNAM

Dr. Alejandro Jorge Montoya Mendoza

Facultad de Economía, UNAM

Dra. Teresa Santos López González

FES Acatlán, UNAM

Ciudad Universitaria, Cd. Mx., diciembre de 2017



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

Agradecimientos:

Al CONACYT por el apoyo económico para realizar el presente estudio.

Al Dr. Ignacio Perrotini Hernández, mi tutor, al Dr. Francisco López Herrera, Dr. Martín Puchet Anyul, Dr. Alejandro Jorge Montoya Mendoza y la Dra. Teresa Santos López González, miembros del jurado por sus importantes contribuciones, correcciones y guía en el desarrollo de la investigación.

A mis padres y hermanos por su soporte constante en toda etapa de mi vida, y de manera póstuma a mi abuela Soledad Cruz Cano, por enseñarme la importante utilidad del trabajo constante.

Y finalmente a todos los amigos y compañeros que me apoyaron desde el inicio de esta importante etapa.

Contenido

Gráficos	4
Tablas.....	6
I. Introducción.....	7
II. Estancamiento y Financiarización	9
III. La teoría del Estancamiento a la Financiarización.....	15
3.1. Teoría del estancamiento previa a 1970: enfoque de oferta.	19
3.2. Teoría del estancamiento posterior a 1970: el enfoque de demanda.....	23
3.2.1. Campañas de ventas.....	25
3.2.2. Gobierno civil.....	26
3.2.3. Militarismo e imperialismo.....	27
3.2.4. Explosión Financiera	27
3.2.5. Fragilidad financiera.	32
3.2.6. La transformación de la estructura económica.....	34
3.2.7. La estructura y operación de los mercados financieros:	35
3.2.8. El comportamiento corporativo	37
3.2.9. La política macroeconómica	38
3.3. El estancamiento en un entorno financiarizado.....	39
IV. Hechos estilizados.....	42
4.1. Bajo dinamismo del producto.....	42
4.2. Capacidad instalada utilizada decreciente.....	44
4.3. Baja inversión real unida con un explosivo incremento de la especulación.....	45
4.4. Inflación en precios de activos financieros.....	47
4.5. Redistribución de la ganancia.....	48
4.6. Redistribución y concentración del ingreso.....	50
4.7. Redistribución de las ganancias de productividad.....	53
4.8. Depresión de los salarios.....	54
4.9. Financiamiento al consumo creciente.....	56

4.10.	Crecimiento de la deuda.	58
V.	Contraste empírico.....	60
5.1.	Cointegración estática	60
5.1.1.	Modelo de efectos de la inversión financiera y real sobre el producto	60
5.1.2.	Modelo de impacto en la oferta.....	71
5.1.3.	Modelo de demanda.	86
5.2.	Cointegración dinámica	100
5.2.1.	Modelo de efectos de la inversión financiera y real sobre el producto	101
5.2.2.	Modelo de impacto en la oferta.....	106
5.2.3.	Modelo de impacto en la demanda	114
VI.	Conclusiones.....	119
VII.	Bibliografía.	128

Gráficos

Gráfico 1 Primera y segunda diferencia del logaritmo del PIB de 1970 a 2013.	43
Gráfico 2 Tasa de capacidad industrial utilizada 1970-2013	44
Gráfico 3 Índice promedio 1970=100, del Índice Wilshire 5000 (WILL5000INDFC) e Inversión Privada Interna (GPDI) 1970-2013.....	45
Gráfico 4 Valores normalizados del Índice promedio 1970=100, del Índice Wilshire 5000 (WILL5000INDFC), Tasa Federal de Fondos (FFR) y el Índice de Precios al Productor de Bienes de Capital (IBK) 1970-2013.....	47
Gráfico 5 Índice promedio 1970=100, del Producto Interno Bruto Corriente (PIB), Ganancias de Corporaciones Financieras y No financieras de 1970-2013	49
Gráfico 6 Proporción del promedio del ingreso medio de los 4 primeros quintiles / el ingreso medio del 5% alto y el Índice de Gini de los hogares, anuales de 1970 a 2013... ..	51
Gráfico 7 Porcentaje del ingreso agregado de las familias para los primeros cuatro quintiles, el quintil más alto y el 5% de mayor ingreso, anuales de 1960 a 2013.....	52
Gráfico 8 Producto real por hora y compensación real por hora, índice trimestral base 1970=100.	53
Gráfico 9 Salarios como parte del Ingreso Nacional Disponible de 1970 a 2013.....	55
Gráfico 10 Índice base 1970=100 de sueldos y salarios, crédito al consumo de los hogares y gasto en consumo personal, trimestral 1970-2013.....	57
Gráfico 11 Índice promedio 1970=100, del Producto Interno Bruto Corriente (GDP) y los Préstamos y Arrendamientos de la Banca Comercial (LOANS) de 1970-2013	58
Gráfico 12 Logaritmo del GDP y la primera diferencia, trimestral de 1970-2014.	61
Gráfico 13 Logaritmo de la GFCF y la primera diferencia, trimestral de 1970-2014.	62
Gráfico 14 Logaritmo de la LTFATOTAL_SA y la primera diferencia, trimestral de 1970- 2014	63
Gráfico 15 Inversión financiera (LTFATOTAL_SA) e Inversión real (LGFCF) versus el producto (LGDP), con línea de regresión lineal, 1970-2013.....	64
Gráfico 16 Tasa promedio trimestral de Fondos Federales de la Reserva (FFR) con periodos de recesión, 1970-2013.....	66
Gráfico 17 Impulso respuesta del modelo VAR de efectos de la inversión en el producto.70	
Gráfico 18 Descomposición de varianza del modelo VAR de efectos de la inversión en el producto.....	71
Gráfico 19 Variables en logaritmos LCPROFIT, LGPDI, LTOLOAN Y LTOSEC.	73
Gráfico 20 Variables en niveles y diferencias de LGPDI, LCPROFIT , LTOLOAN Y LTOSEC respecto del producto.	75

Gráfico 21 <i>LCPROFIT_GDP, LTOLOAN_GDP y LTOSEC_GDP LGDP versus LGDPI_GDP, con línea de regresión lineal, 1970-2013</i>	77
Gráfico 22 <i>Variables dummy del modelo VAR OFERTA</i>	79
Gráfico 23 <i>Impulso respuesta del VAR OFERTA</i>	84
Gráfico 24 <i>Descomposición de varianza del VAR OFERTA</i>	86
Gráfico 25 <i>Variables en logaritmos LPCE, LWSR, LGPS, LTFA Y LTL</i>	88
Gráfico 26 <i>LWSR, LGPS, LTFA Y LTL P versus LPCE, con línea de regresión lineal, 1970-2013</i>	90
Gráfico 27 <i>Variables dummy del modelo VAR DEMANDA</i>	92
Gráfico 28 <i>Impulso respuesta del VAR DEMANDA</i>	98
Gráfico 29 <i>Descomposición de varianza del VAR DEMANDA</i>	99
Gráfico 30 <i>Alfa Móvil y Recursivo del Modelo de Impacto de la Inversión en el Producto</i>	102
Gráfico 31 <i>β Móvil y Recursivo de logaritmo de la Formación Bruta de Capital Fijo</i>	103
Gráfico 32 <i>β Móvil y Recursivo de logaritmo del Total de Activos Financieros</i>	104
Gráfico 33 <i>β Móvil y Recursivo de la constante</i>	105
Gráfico 34 <i>Alfa Móvil y Recursivo del Modelo de Impacto en la Oferta</i>	107
Gráfico 35 <i>β Móvil y Recursivo del logaritmo de Ganancias corporativas/Producto</i>	108
Gráfico 36 <i>β Móvil y Recursivo del logaritmo de Total de Préstamos/Producto</i>	109
Gráfico 37 <i>β Móvil y Recursivo del logaritmo de Total de Securities/Producto</i>	110
Gráfico 38 <i>β Móvil y Recursivo de la constante</i>	111
Gráfico 39 <i>Prueba de cambio estructural ADF</i>	112
Gráfico 40 <i>Alfa Móvil y Recursivo del Modelo de Impacto en la Demanda</i>	114
Gráfico 41 <i>β Móvil y Recursivo del logaritmo de Salarios Pagados</i>	115
Gráfico 42 <i>β Móvil y Recursivo del logaritmo de Ahorro Privado Bruto</i>	116
Gráfico 43 <i>β Móvil y Recursivo del logaritmo de Activos Financiero Totales</i>	117
Gráfico 44 <i>β Móvil y Recursivo del logaritmo del Total de Liabilities</i>	118

Tablas

<i>Tabla 1 Resumen de pruebas de raíces unitarias del logaritmo del GDP.....</i>	<i>61</i>
<i>Tabla 2 Resumen de pruebas de raíces unitarias del logaritmo de la GFCF.....</i>	<i>62</i>
<i>Tabla 3 Resumen de pruebas de raíces unitarias del logaritmo de la LFTATOTAL_SA... </i>	<i>63</i>
<i>Tabla 4 Resumen del criterio de selección de rezagos para el modelo VAR 01.....</i>	<i>65</i>
<i>Tabla 5 Resumen de pruebas sobre los residuos del VAR01.</i>	<i>66</i>
<i>Tabla 6 Resumen de prueba de raíces inversas del VAR01.</i>	<i>67</i>
<i>Tabla 7 Resumen de pruebas de cointegración del VAR01.</i>	<i>67</i>
<i>Tabla 8 Resumen de pruebas de raíces unitarias de las variables LCPROFIT, LGPDI, LTOLOAN y LTOSEC.</i>	<i>74</i>
<i>Tabla 9 Resumen de pruebas de raíces unitarias de las variables LCPROFIT, LGPDI, LTOLOAN y LTOSEC respecto del producto.</i>	<i>76</i>
<i>Tabla 10 Resumen del criterio de selección de rezagos para el modelo VAR OFERTA. .</i>	<i>78</i>
<i>Tabla 11 Resumen de la prueba e exclusión de rezagos del VAR OFERTA.....</i>	<i>79</i>
<i>Tabla 12 Resumen de pruebas sobre los residuos del VAR OFERTA.</i>	<i>80</i>
<i>Tabla 13 Resumen de prueba de raíces inversas del VAR OFERTA.....</i>	<i>80</i>
<i>Tabla 14 Resumen de prueba de prueba de cointegración del VAR OFERTA.....</i>	<i>81</i>
<i>Tabla 15 Vector de cointegración del VAR OFERTA.</i>	<i>81</i>
<i>Tabla 16 Resumen de modelo MCE del VAR OFERTA.</i>	<i>82</i>
<i>Tabla 17 Resumen de pruebas sobre los residuales del modelo MCE del VAR OFERTA.</i>	<i>82</i>
<i>Tabla 18 Resumen de pruebas de raíces unitarias de las variables LPCE, LWSR, LGPS, LTFA Y LTL.</i>	<i>89</i>
<i>Tabla 19 Resumen del criterio de selección de rezagos para el modelo VAR DEMANDA.</i>	<i>91</i>
<i>Tabla 20 Resumen de la prueba e exclusión de rezagos del VAR DEMANDA.</i>	<i>92</i>
<i>Tabla 21 Resumen de pruebas sobre los residuos del VAR DEMANDA.....</i>	<i>93</i>
<i>Tabla 22 Resumen de prueba de raíces inversas del VAR DEMANDA.</i>	<i>93</i>
<i>Tabla 23 Resumen de prueba de prueba de cointegración del VAR DEMANDA.</i>	<i>94</i>
<i>Tabla 24 vector de cointegración del VAR DEMANDA.....</i>	<i>94</i>
<i>Tabla 25 Resumen de modelo MCE del VAR DEMANDA.....</i>	<i>95</i>
<i>Tabla 26 Resumen de pruebas sobre los residuales del modelo MCE del VAR DEMANDA.</i>	<i>96</i>
<i>Tabla 27 Resultado prueba ADF de raíz unitaria con cambio estructural.....</i>	<i>112</i>
<i>Tabla 28 Resultado prueba de cointegración de Johansen con cambio estructural</i>	<i>113</i>

Introducción

By possessing the property of buying everything, by possessing the property of appropriating all objects, money is thus the object of eminent possession. The universality of its property is the omnipotence of its being. It therefore functions as the almighty being.

Karl Marx, *Manuscritos Económico Filosóficos de 1844*.

El presente proyecto analiza el origen del proceso de Financiarización de la economía de los E.U.A. como la relación de tal fenómeno con el desarrollo del capitalismo estadounidense en un contexto de estancamiento en la acumulación del sector real, de importantes transformaciones en la política y estructura económica, durante las últimas cuatro décadas.

La hipótesis de trabajo general es que el estancamiento secular en la dinámica de acumulación de la economía estadounidense, ha resultado en cambios sobre la política macroeconómica de las últimas cuatro décadas, conducido a la conformación de un modelo de capitalismo basado en las finanzas, resolviendo en el corto plazo el estancamiento aunque profundizando las contradicciones propias de la dinámica de acumulación capitalista y ampliando la fragilidad financiera.

Del enunciado anterior se desprenden tres objetivos particulares del trabajo a fin de comprobarlo:

1. Conformar una teoría sobre el estancamiento en el capitalismo financiarizado para determinar la relación de causalidad entre el estancamiento y la financiarización de la economía de los Estados Unidos.
2. Determinar las consecuencias macroeconómicas de las políticas implementadas de 1970 a 2013, en la economía de los Estados Unidos y la transformación en la dinámica del modelo de acumulación.
3. Describir la relación e interacción del estancamiento en la economía real con la formación del modelo de acumulación basado en finanzas.

El trabajo se compone en general por cuatro grandes apartados, marco teórico, presentación de los hechos estilizados sobre las condiciones estudiadas y una sección econométrica, donde se desarrollan tres modelos para sustentar la consistencia estadística de los argumentos teóricos y los hechos estilizados y; finalmente las conclusiones y algunas recomendaciones generales del estudio.

El trabajo aporta al debate de la Financiarización y el estancamiento, primero un apartado teórico, el cual contiene una amplia exposición de autores modernos sobresalientes al respecto, organizado desde el enfoque de estudio, de oferta y demanda, además de un orden progresivo en el tiempo con una temporización que abarca de la década de 1930 hasta la actualidad. Algunos de estos autores son: Alvin Hansen, Josef Steindl, Paul Sweezy, Paul Baran y Harry Magdoff para las bases del estancamiento secular del capitalismo maduro estadounidense; Hyman Minsky, Costas Lapavitsas, Thomas Palley y Jan Kregel, para el estudio de los cambios en las relaciones de acumulación y el cambio en la política económica.

Una segunda aportación se presenta a partir de identificar mecanismos de transmisión y relaciones del fenómeno por medio de los hechos estilizados, los cuales corroboran la gran importancia de factores como la redistribución funcional del ingreso y la deuda en todas sus formas, en el proceso de transformaciones de las relaciones económicas en los Estados Unidos los últimos 40 años.

La tercera aportación del trabajo es por medio del contraste empírico de dichas relaciones y mecanismos de transmisión a través de la modelación econométrica, realizando tres modelos de cointegración VAR en dos diferentes perspectivas, una de cointegración estática y otra dinámica a partir de una metodología de estimaciones recursivas y de ventana móvil.

Los 3 modelos contrastados refieren los siguientes temas:

- 1) Estimar efectos en el producto por la inversión real y financiera.
- 2) Efectos en la oferta por la forma de financiamiento de la inversión.
- 3) Finalmente, efectos de la manera de financiamiento del consumo.

I. Estancamiento y Financiarización

Como punto de partida Hansen (1939) define la esencia del estancamiento secular como: “la existencia de un problema en el pleno empleo de los recursos productivos de los Estados Unidos, donde las fuerzas de la economía y los factores del crecimiento provocan débiles periodos de expansión, los cuales tienden a prolongar y empeorar las recesiones, dejando el núcleo del desempleo sin cambios”.

Principalmente en las últimas dos recesiones de la economía de los E.U.A. se observan condiciones con características similares a las expresadas por Hansen (1939), es así como dicha idea ha retomado importancia en actualidad, con ejemplos como el de Larry Summers, quien argumenta sobre que la condición actual de la economía estadounidense; tiene dichas características, pero haciendo énfasis en temas como la incapacidad de la política económica para obtener múltiples objetivos de forma simultánea y consistente a través del tiempo, el nivel de producto, la capacidad utilizada y la dinámica de precios.

Otro punto igualmente apuntado por Summers es la caída de la tasa real de equilibrio como resultado de:

La reducción de la inversión financiada con deuda, por el entorno post-crisis y el cambio en el monto de capital requerido para iniciar una empresa.

Reducción de la fuerza laboral

Redistribución del ingreso que genera una gran cantidad de ahorro reduciendo la demanda.

Reducción acentuada de los precios relativos de bienes de capital.

Y un enorme flujo de ahorro externo por medio de inversión extranjera en activos financieros seguros de los Estados Unidos.

Ahora el enfoque de este trabajo caracteriza en primer término la tendencia secular estancamiento como la existencia de una baja en la dinámica del crecimiento de la economía; es decir tendencia decreciente en las tasas de crecimiento del producto, al mismo tiempo que subsiste una desaceleración en dichas tasas. Segundo se considera una causalidad bidireccional entre la conformación del modelo moderno de capitalismo basado en finanzas y la tendencia secular al estancamiento. Esta condición se infiere de

forma general a partir de algunas circunstancias básicas del esquema general de reproducción ampliada de Marx (2005):

$$D - M - D'$$

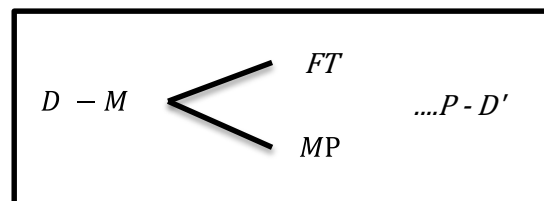
Primero, el capitalismo es ante todo una economía monetaria, porque en ella se emplea dinero; además que el inicio y fin del proceso de acumulación es un quantum de dinero.

Segundo, el objetivo final de toda inversión es la obtención del reembolso de la inversión inicial más un excedente monetario; entonces sólo se invierte indistintamente en aquello capaz de producir el mayor retorno monetario.

Tercero, el límite de la acumulación es la inversión inicial de cada periodo y el excedente producido al final del ciclo. Entonces el capitalismo enfrenta lógicamente estancamiento por la existencia de límites en la inversión o la generación/absorción del excedente (problemas de oferta o de demanda).

Ahora, el capitalismo puede enfrentar estancamiento igualmente por condiciones como:

1. Variables exógenas; como son el crecimiento de la población, la disponibilidad de materias primas y falta de oportunidades nuevas de inversión.
2. La existencia de bienes de capital, los cuales al tener una larga vida influyen en el monto del capital adelantado en cada ciclo posterior a su compra.
3. En el caso de los bienes de capital adicionalmente el sistema capitalista se distingue por el avance constante en la productividad, por lo tanto, además de la larga vida de estos bienes, estos crecen en productividad influyendo negativamente el monto de capital adelantado necesario en cada periodo.
4. Por último, en el contexto del capitalismo moderno las condiciones de la estructura de mercado; ya que, mientras mayor concentración del mercado, mayor será el desincentivo a la inversión.



En base al esquema ampliado, Marx (2005), se derivan otras condiciones importantes respecto del estancamiento secular propias del ámbito de la circulación:

La dinámica de generación de excedente:

- La capacidad de generación de excedente está en función de la productividad de los medios de producción y de la demanda para absorber el incremento de oferta. Pues los medios de producción tienden a incrementar su productividad por sobre la capacidad de la demanda para absorber la nueva producción.
- Conforme se desarrolla una economía capitalista, existe crecimiento del ahorro resultado del excedente generado constantemente, consecuencia de la acumulación creciente en forma líquida de una proporción cada vez mayor de excedente, lo cual es de inicio un factor de presión en los mercados de dinero para la innovación en instrumentos financieros, donde se puedan invertir dichos excedentes líquidos.

Por último, históricamente el capitalismo estadounidense ha adaptado diversas formas contrarrestantes de las restricciones anteriores:

- El cambio tecnológico constante genera cambios de productividad, los cuales pueden aminorar o resolver restricciones de materias primas, pero generan a la vez posibilidad de inconsistencias entre oferta y demanda.
- La apertura económica que permite el movimiento del excedente hacia mercados donde pueden invertirse, asimismo el movimiento de mercancías a mercados donde se adquiere demanda adicional; refluye a la postre como ganancias a un mercado de inicio incapaz de crecer.
- Adicionalmente se encuentra el papel del sistema financiero; el cual dentro de una economía capitalista moderna, tiene la capacidad de dinamizar al sistema en general, al ser capaz de influir tanto en la inversión como en la demanda, por medio del crédito. Y por lo tanto, ser fuente también de grandes distorsiones.
- Por último, las innovaciones en el sector de bienes de consumo y el financiero, las primeras resuelven restricciones de competencia además de nuevas oportunidades de inversión real en los mercados de bienes de consumo; mientras las segundas generan liquides, tanto para el sector real productivo como en la actualidad para los hogares.

Es así como estas medidas contrarrestantes al estancamiento, se han combinado y transformando a lo largo del desarrollo del capitalismo estadounidense, principalmente desde la década de los años setenta hasta ahora, conformando condiciones económicas, políticas e institucionales propicias para el modelo de capitalismo basado en las finanzas.

Dos elementos importantes a subrayar para entender el capitalismo basado en finanzas son la existencia de una gran cantidad de recursos líquidos en reserva de los capitalistas; pues la tendencia a la baja en el dinamismo de las tasas de crecimiento implica una desaceleración en las tasas de inversión, por lo cual se infiere la existencia de volúmenes crecientes de recursos líquidos de capital no reinvertidos en la acumulación, los cuales implican una creciente presión en los mercados financieros.

Y el otro es el crédito, cuya relevancia ha sido siempre manifiesta, por la capacidad de acelerar el ciclo del capital; pero en el capitalismo moderno sobresalen los posibles efectos de los 2 tipos de crédito descritos por Schumpeter (2012), que explica sobre el crédito al ser empleado en inversión crea medios de pago e impulsa el crecimiento del sistema, pues genera medios de repago más un excedente y modifica a la vez el total de mercancías en circulación, mientras el crédito al consumo genera únicamente medios de pago en el sistema, los cuales son incapaces de producir medios de repago y no alteraran la cantidad de mercancías.

En el modelo de capitalismo basado en finanzas los dos elementos anteriormente referidos han desarrollado una importante sinergia con el contexto de un amplio y profundo sistema financiero con dinero endógeno, presionando de esta manera la generación de nuevos mercados y activos financieros así como para transformar la regulación de dichos mercados. Reforzándose los cambios en el funcionamiento del sistema por la creciente variedad de activos financieros; que interrelacionan más profundamente y a más agentes económicos a través de los contratos, desde la perspectiva de sus hojas de balance, como se observa en el cuadro siguiente:

Cuadro 1 Tipos de activos financieros.

ACTIVO	DEFINICIÓN	CARACTERÍSTICAS	ACTIVO PARA	PASIVO PARA
M0, H	Dinero de alta potencia, base monetaria. Circulante + reservas de los bancos comerciales en el Banco Central.	Alta liquidez, capital seguro (nominalmente), retornos nulos.	Hogares y Firms	Banco Central
M1, M2	Dinero en sentido restringido. Circulante + depósitos en cuenta corriente.	Alta liquidez, capital seguro (nominalmente), paga interés.	Hogares y Firms	Bancos Comerciales
M3, M4	Dinero en sentido amplio. Dinero restringido + depósitos en cuentas de ahorro con acceso libre y restringido + depósitos en instituciones financieras no bancarias.	Menor liquidez, capital seguro (nominalmente), paga mayores intereses.	Hogares y Firms	Bancos Comerciales e Instituciones Financieras no Bancarias
Bonos Gubernamentales	Realizan pagos nominales fijos a intervalos determinados.	Menor liquidez, el valor varía respecto de la tasa de interés, riesgo de impago y paga interés.	Hogares, Firms, Bancos Comerciales e Instituciones Financieras no Bancarias	Gobierno
Bonos Privados		Menor liquidez, el valor varía respecto de la tasa de interés, mayor riesgo de impago y paga interés.	Hogares, Bancos Comerciales e Instituciones Financieras no Bancarias	Firms
Capita y acciones	Paga dividendos no especificados.	Menor liquidez, el valor varía respecto de la tasa de las ganancias de la empresa, más riesgo.	Hogares e Instituciones Financieras no Bancarias	Firms
Derivados	Puede generar una ganancia de capital por diferencial de precios en el activo subyacente, pagar una prima en caso de un evento y pagar un rendimiento sobre un grupo de valores.	Menor liquidez, el valor varía respecto de la tasa de las ganancias de la empresa, respecto de la tasa de interés, respecto del tipo de cambio y de la variación de precios de los subyacentes, muy riesgoso.	Hogares e Instituciones Financieras no Bancarias	Firms, Bancos Comerciales e Instituciones Financieras no Bancarias
Vivienda		Ílquido y brinda servicios de vivienda al dueño ocupante.	Hogares	Firms
Pensiones	Paga beneficios durante el retiro.	Ílquido.	Hogares	Gobierno, Firms e Instituciones Financieras no Bancarias

Elaboración propia con base en Carlin, W., & Soskice, D. (2005).

El cuadro ejemplifica a grandes rasgos las estructuras de relaciones generadas por el modelo de capitalismo basado en finanzas, donde por la cantidad tan amplia de activos financieros se presentan la creciente interrelación económica entre todos los agentes de la economía, permitiendo al sistema financiero incidir en el desarrollo del ciclo desde del inicio hasta su final volviéndose determinante de oferta y demanda al mismo tiempo.

El documento acota el objeto de estudio de la siguiente manera, aborda el estancamiento en el entorno de la Financiarización, desde la perspectiva de la economía de los Estados Unidos por tratarse de la economía capitalista más desarrollada con circunstancias financieras suficientes para este fenómeno, lo cual descarta por el momento la posibilidad del análisis de las dinámicas de estos fenómenos en países capitalistas subdesarrollados, ya que las condiciones de desarrollo y profundidad de mercados financieros no son suficientes además de presentar problemas de acumulación diferentes.

Se selecciona el periodo de estudio de 1970 a 2013; en base a que se observan grandes transformaciones en el funcionamiento de la economía estadounidense a partir de las cuales se fundamenta el funcionamiento del capitalismo basado en finanzas:

Cambios institucionales que modifican el funcionamiento de la economía real como fueron el fin del modelo fordista y la instauración de las cadenas globales de producción, esto en la inscripción de la economía estadounidense en el fenómeno de la Globalización.

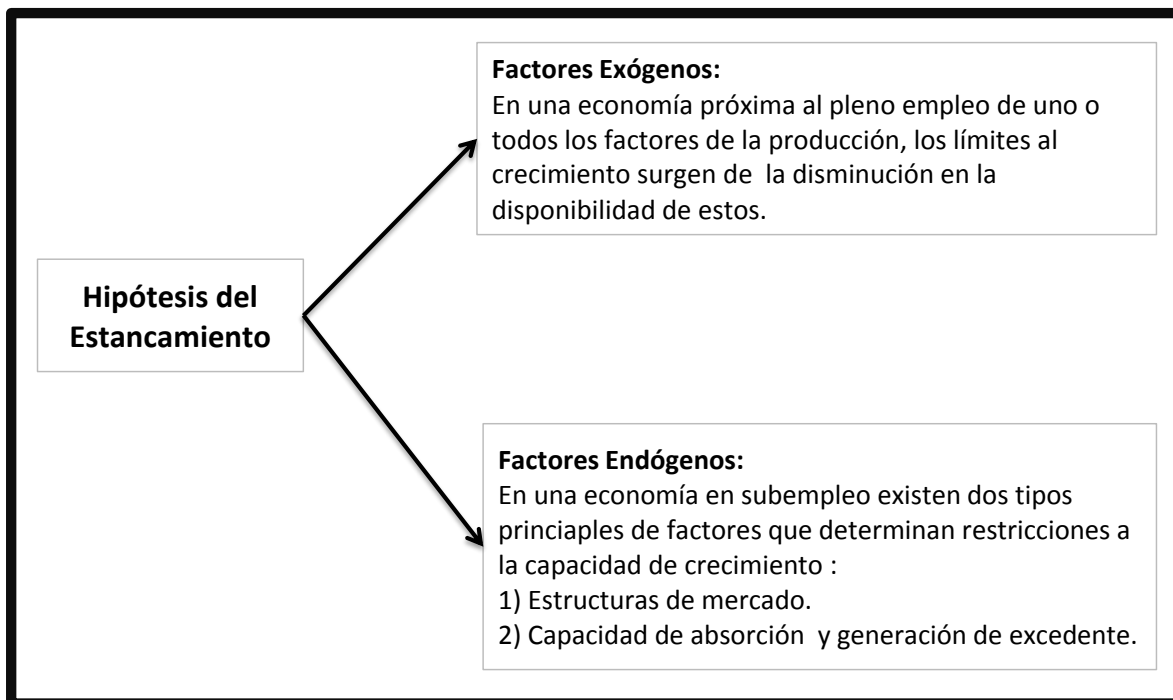
Mientras en el lado monetario se presenta el final del patrón de Bretton Woods y el proceso de desregulación financiera de los Estados Unidos.

II. La teoría del Estancamiento a la Financiarización.

Este apartado teórico se desarrolla con el objetivo de presentar la hipótesis del estancamiento secular como un proceso histórico, en el cual se han abordado las características propias del capitalismo estadounidense de cada momento que dan pie o contrarrestan el estancamiento. Adicionalmente se procuran las bases para determinar una teoría del estancamiento para el capitalismo basado en finanzas o financiarizado como sucede en el presente.

Entonces, para estudiar las principales condiciones que determinan la transformación del capitalismo moderno estadounidense, el apartado se conforma esquemáticamente de manera general del siguiente modo:

Cuadro 2 Estructura general del marco teórico.



Elaboración propia.

El progreso del estudio de cada factor originario del estancamiento se ha desarrollado históricamente de la siguiente forma:

La teoría del estancamiento en dos perspectivas que abarcan prácticamente dos periodos históricos; el primero previo a la década de 1970, el cual hace énfasis en el lado de la

oferta para explicar las decisiones de inversión de las empresas analizando en principio la disponibilidad de factores productivos y posteriormente la estructura de los mercados.

Posteriormente, a partir de la década de 1970 a la actualidad prevalece la perspectiva desde la demanda, la cual expone formas del capitalismo para sostener la demanda y la importancia actual de la manera en la cual dicha demanda se ha ido relacionando cada vez más con el sector financiero. Así como la transformación de la estructura económica; donde se analizan las condiciones modernas establecidas por múltiples cambios institucionales y de la forma en la cual dichos cambios se han conjuntado con las dinámicas originales del estancamiento.

Dicho recorrido teórico revisado se aborda con base a los autores y desarrollos teóricos, esquematizados en el cuadro siguiente:

Cuadro 3 Desarrollo de la teoría del Estancamiento.

Autores	Desarrollo teórico	Características de la economía
Teoría del estancamiento hasta la década de 1970: Enfoque principalmente en oferta.		
Alvin Hansen	Elementos fundamentales del desarrollo económico: 1) invenciones, 2) descubrimiento y desarrollo de nuevos territorios y recursos, y 3) el crecimiento poblacional.	Contexto de una economía en pleno empleo en ambos autores; donde las restricciones al crecimiento son por límites en los factores productivos. Sin embargo, Higgins incorpora adicionalmente un factor de demanda.
Benjamin Higgins	Una creciente propensión al ahorro, por la cada vez mayor proporción del ingreso llevando por medio de la “institucionalización del ahorro”.	
Josef Steindl	El concepto de beneficio de capacidad; además de competencia de las empresas a través de: 1) gastos de venta, como método para ampliar la participación de mercado; 2) innovación en los productos, para trascender de un mercado; y 3) inversiones directas en el exterior para evitar las restricciones de mercado.	Economía en subempleo de sus capacidades y las restricciones al crecimiento surgen de las condiciones de competencia de mercado.
Jhon M. Keynes	Posibilidad del estancamiento en base a la teoría de la demanda efectiva y la preferencia por la liquidez; los cuales determinan un nivel de inversión diferente al de ocupación de pleno empleo.	Economía en subempleo de sus capacidades y las restricciones al crecimiento surgen

Elaboración propia.

Teoría del estancamiento desde 1970 a la década de 1980: Enfoque principalmente en demanda.		
Autores	Desarrollo teórico	Características de la economía
Paul Sweezy y Paul Baran	Problemas de insuficiencia de demanda por un excedente creciente, para lo cual argumentan existen posibilidades para absorber tal excedente: 1) consumirlo, 2) invertirlo y 3) desperdiciarlo. A partir de las consecuencias de cada posibilidad desarrollan entonces métodos los métodos del sistema para a absorber el excedente: 1) Campañas de ventas, 2) Gobierno civil, y 3) Militarismo e imperialismo.	Economía en subocupación, con competencia imperfecta y el principal límite al crecimiento surge de problemas de insuficiencia de demanda para absorber el excedente creciente.
Harry Magdoff y Paul Sweezy	Desarrollan adicionalmente causas contrarrestantes a la tendencia secular al estancamiento: 1] el enorme crecimiento de la deuda de consumo, incluyendo la deuda residencial hipotecaria, y 2] la inflación del sector financiero de la economía, que además del crecimiento de la deuda como tal, incluye una expansión de toda clase de especulaciones, viejas y nuevas.	Economía en subocupación, con competencia imperfecta y el principal límite al crecimiento surge de problemas de insuficiencia de demanda para absorber el excedente creciente. Sin embargo, esta economía presenta un sistema financiero creciente y cada vez más profundo; el cual implica tendencias contrarrestantes del estancamiento en la economía.
Hyman Minsky	El ciclo económico es a la vez un ciclo financiero; durante el cual se presentan cambios primero en las estructuras financieras de los agentes (tránsito entre finanzas cubiertas, especulativas y ponzi) y segundo en las instituciones y regulaciones. Las innovaciones financieras se convierten en un importante objeto de inversión, pues ocurren más rápidamente y con mayor facilidad que las innovaciones productivas.	
Teoría del estancamiento posterior a 1980: El proceso de Financiarización.		
Autores	Desarrollo teórico	Características de la economía
Kostas Lapavistas	Tres grandes transformaciones en el capitalismo moderno: 1) Las corporaciones más grandes se apoyaron cada vez menos en los bancos y adquirieron más capacidades financieras; 2) Los bancos cambiaron sus actividades hacia la intermediación en mercados financieros abiertos y transacciones con los hogares; y 3) Los hogares cada vez más implicados en operaciones financieras.	
Thomas Palley	Los cambios institucionales en la estructura estadounidense se pueden caracterizar con la política macroeconómica: a) Globalización, b) Gobierno pequeño, c) Flexibilidad laboral, y d) Abandono del pleno empleo. La transformación del modo de regulación es un proceso que desde la década de 1970 a la crisis de 2007-08, ha transcurrido por dos modos de regulación: 1) La era post-New Deal de inicios de 1970's a 1990; caracterizado por empresas financieras sin posibilidad para ajustarse a la situación generada por el abandono de los tipos de cambio fijos y los choques petroleros; 2) Regulación durante la era contemporánea, caracterizado por la legislación en la década de los 1990's que finalizó el proceso de reformas y liberalización del sector financiero, formalizando la conversión hacia un enfoque basado en reglas, abolió los límites a la competencia, con banca universal y se intensificaron las operaciones con derivados, donde los mercados financieros disfrutaron de una expansión explosiva.	Economía en subocupación, con competencia imperfecta y el principal límite al crecimiento surge de problemas de insuficiencia de demanda para absorber el excedente creciente. Sin embargo, esta economía presenta un sistema financiero creciente y cada vez más profundo; además de un conjunto de transformaciones institucionales que implican igualmente la transformación de las condiciones de regulación e interacción entre los agentes económicos.
Eckhard Hein, Engelbert Stockhammer, Ozgur Orhangazi, Thomas Dellary y Joan-Ramon Rovira	Los estudios de estos autores se pueden clasificar por el canal de funcionamiento de la Financiarización en la economía que analizan: en el caso de Eckhard Hein ha estudiado la distribución del ingreso y la inversión desde una perspectiva kaleckiana; Engelbert Stockhammer se ha enfocado en los efectos de la inequidad en la distribución del ingreso sobre el crecimiento; mientras Ozgur Orhangazi, Thomas Dellary y Joan-Ramon Ravira han puesto énfasis sobre el comportamiento corporativo respecto del <i>shareholder value</i> y las decisiones de inversión.	

Elaboración propia.

El cuadro presenta de forma general el desarrollo de la teoría del Estancamiento a partir del análisis emprendido por Alvin Hansen en la década de 1930's al estudio de la financiarización de la economía de los Estados Unidos o capitalismo basado en finanzas de autores como Thomas Palley y Kostas Lapavitsas; donde cada desarrollo teórico implica el énfasis sobre diferentes aspectos propios de la condición histórica de la estructura económica de los Estados Unidos de América.

Dentro de la literatura y autores presentados, en el periodo del proceso de Financiarización, se debe puntualizar y resaltar que cada uno de estos hace abstracción de alguna de las características del fenómeno a fin de determinar las principales consecuencias de este; de tal forma:

Hein en sus estudios demuestra los efectos de la redistribución y del riesgo creciente por el incremento de la proporción del financiamiento en las decisiones de inversión dentro de modelos kaleckianos. En el caso de ambos tipos de estudio Hein asume a instituciones financieras con capacidad harto menor a las que se observan en la economía estadounidense tras el proceso de cuatro décadas de desregulación.

Stockhammer toma como eje explicativo la redistribución del ingreso para revelar las consecuencias de la Financiarización, sobre la capacidad de crecimiento de la economía.

Orhangazi, Dallery y Rovira se enfocan en los efectos de las decisiones de inversión por cambios en el comportamiento corporativo, enfoque del shareholder value; en caso del primero lo lleva a cabo principalmente por medio de contrastación empírica en series históricas de inversión y cotización de acciones; mientras los otros dos emplean modelos de economía matemática, donde los resultados se basan en supuestos muy fuertes sobre el sistema financiero, donde se reduce el sistema financiero a uno bancario que solo intermedia, por lo cual la capacidad disruptiva del sistema financiero desaparece.

El presentar todos estos progresos teóricos tiene el objetivo de mostrar el desarrollo histórico de una teoría sobre el estancamiento; donde las posibles fuentes de estancamiento como de las fuerzas contrarrestantes cambian históricamente, acumulándose y modificando su peso por la evolución de la estructura económica e institucional propia de cada momento histórico.

Por último, el enfoque del documento es presentar una perspectiva de la Financiarización como el proceso de adaptación y respuesta del capitalismo estadounidense a la tendencia secular al estancamiento; a partir de una descripción amplia del desarrollo teórico del

estudio del estancamiento y de la descripción particular de las condiciones económicas propias de esta forma de capitalismo basado en finanzas.

3.1. Teoría del estancamiento previa a 1970: enfoque de oferta.

Previo al estudio propiamente de la teoría del Estancamiento, es importante llamar la atención sobre el hecho de que Keynes en 1936 en su “Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero”, esquematiza la posibilidad del desequilibrio entre oferta y demanda, a partir del principio de la demanda efectiva, el cual explica la diferencia entre los determinantes de la demanda de consumo y de la demanda de inversión.

Donde la primera depende principalmente del nivel de ingreso mientras la segunda tiene por determinantes variables exógenas, nivel de tecnología y población; además de concluir sobre la necesidad del crecimiento de la demanda de inversión para llevar a la economía a un nivel superior de ingreso, dada la restricción que implica la propensión marginal a consumir en la demanda de consumo. Ahora en adelante estas variables y desequilibrios se pueden ver en el desarrollo de la teoría del Estancamiento.

Para iniciar con el estudio de la teoría del Estancamiento se puede establecer un punto de partida en lo escrito por Alvin Hansen (1939) en “Economic progress and declining population growth”. Donde el autor propone los elementos fundamentales del crecimiento económico y por lo tanto fuentes de estancamiento en la economía; las cuales son: 1) invenciones, 2) descubrimiento y desarrollo de nuevos territorios y recursos, y 3) crecimiento poblacional.

Cada uno de los cuales por sí mismo o en combinación, procura inversión y causa crecimiento de la formación de capital; es importante resaltar sobre dichas condiciones fundamentales, que estas se convierten en las principales posibilidades de estancamiento siempre y cuando la economía se considere en pleno empleo de sus capacidades.

A lo cual el autor afirma sobre el pleno empleo, que éste como el máximo nivel de ingreso posible, no puede ser logrado en el contexto moderno de economía de libre empresa, sin un volumen de gasto en inversión, el cual elimine la brecha entre el gasto en consumo y el nivel de ingreso donde todos los factores se utilizan. Por lo tanto, en la ausencia de un programa diseñado para estimular el consumo, el pleno empleo de los recursos productivos es esencialmente una función de la inversión.

De tal manera el análisis de Hansen tiene por eje central a la inversión en función de los tres factores anteriormente descritos. Adicionalmente del crecimiento en la inversión real, apunta, puede tomar dos formas:

1. Profundización del capital: Incremento en el capital empleado por unidad de producto. Sin embargo, si el ratio de capital a ingreso real se mantiene constante, entonces no hay profundización del capital.
2. Ampliación del capital: Crecimiento en la formación de capital *pari passu* con el incremento de la producción de bienes finales; además que el ratio capital real a ingreso real se mantiene constante, pero con incremento del ingreso real.

Estas dos formas tienen importantes implicaciones en la realidad y para desarrollos posteriores, pues señala como la mecanización creciente y el desarrollo generan crecimiento en el producto, el cual puede ser proporcional o más que proporcional al cambio en el capital; es decir, mientras en unas áreas existe profundización de capital, en otras áreas la razón capital-producto se reduce debido a las invenciones ahorradoras de capital, fenómenos retomados en las determinantes de la inversión descritas por Steindl (1979) y Sweezy y Paul Baran (1968).

En cuanto al descubrimiento y desarrollo de nuevos territorios y recursos, como el crecimiento poblacional, generan desarrollo debido al impulso en la formación capital, por aumento en la demanda de servicios públicos y bienes de consumo esenciales. Mientras el desarrollo tecnológico induce la creación de nuevas industrias, las cuales ofrecen oportunidades de inversión.

Sin embargo, en la actualidad no hay ampliación de territorio o descubrimiento de nuevos recursos como lo fue durante el siglo XIX, además de presentarse una atenuación en el crecimiento población, la cual se refleja en envejecimiento que provoca incremento en la demanda de servicios con baja intensidad de capital, todo lo cual reduce las oportunidades de inversión y la acumulación de capital.

Adicionalmente Hansen (1954), señala una condición necesaria para el crecimiento sobre el nivel de gasto, el cual debe ser mañana superior al ingreso de hoy; es decir, la inversión privada más el gasto público de mañana, deben de exceder el ahorro e impuestos de hoy. La expansión entonces requiere tanto del crecimiento del crédito público como del privado.

Mientras para el caso de la economía de paz explica, una vez el gasto militar se reduce, a fin de mantener el pleno empleo es necesario reducir la tasa impositiva más allá del corte

en el gasto militar. De esa forma mantener el nivel de pleno empleo requiere del gobierno el empleo de su capacidad fiscal para mantener un nivel adecuado de demanda, medidas apuntadas posteriormente por Sweezy y Baran (1968).

Al estudio de Hansen, se agregaran algunos aspectos relevantes aportados por Benjamin Higgins (1968), en *Economic development: Principles, problems, and policies*. Quien flexibiliza el entorno del pleno empleo y toma en cuenta algunos factores adicionales por parte de la demanda, resume los factores que agravan la tendencia al estancamiento de la siguiente forma:

- a) Las innovaciones ahorradoras de capital, pues reducen la propensión a invertir en acumulación de capital.
- b) El argumento de “nuevas grandes industrias”, que se basa en la falta de desarrollo de industrias de gran encadenamiento y capaces de cambiar la estructura económica general, como lo fueron el tren o el automóvil, las cuales generan demanda por mayor producción incentivando a la inversión tanto en la producción actual como en las nuevas oportunidades de inversión.
- c) Creciente propensión al ahorro, esto se refiere a la cada vez mayor proporción del ingreso llevando por medio de la “institucionalización del ahorro” hacia primas de seguros, contribuciones a fondos de pensión y otras formas de ahorro que atenúan la demanda.

Determina igualmente tres acciones de política económica, a realizar por el gobierno a fin de contrarrestar la caída en la inversión, en el ingreso nacional y prevenir el incremento en el desempleo:

- Incrementar la inversión pública.
- Reducir los impuestos a fin de incrementar el multiplicador de la economía.
- Redistribuir ingreso de los ahorradores a quienes gastan, reduciendo con esto la propensión marginal a ahorrar e incrementando el multiplicador.

Para complementar la hipótesis del estancamiento desde la oferta, más adelante el trabajo de Josef Steindl (1979) “*Madurez y estancamiento en el capitalismo norteamericano*”, señala igualmente como fuente de estancamiento la atenuación en la acumulación de capital, aunque su punto de partida deja de lado en principio las variables exógenas revisadas por Hansen, al tomar como argumento principal de su hipótesis la inversión como función de la tasa de utilización; para dar respuesta al por qué existe descenso en la tasa de crecimiento del capital privado y por qué continua el descenso.

Sobresale en este análisis como el autor toma en cuenta una realidad donde la economía no se desarrolla habitualmente en pleno empleo y con mercados en competencia perfecta, sino una con subempleo de los factores en un entorno de competencia imperfecta.

En cuanto a la cuestión del descenso de la tasa de crecimiento del capital privado, el autor la resuelve con la caracterización de la inversión en el contexto de la tendencia a la oligopolización de los mercados conforme el capitalismo se desarrolla, generando mayores márgenes de beneficio respecto de los observables en mercados competitivos; empero dichos mercados presentan también exceso de capacidad, la cual provoca reducción en la tasa de crecimiento del capital. Mientras para la segunda cuestión, el continuo descenso, explica que además del proceso anteriormente referido, existe rigidez en el ahorro de los rentistas.

Como sustento a los argumentos anteriores propone las siguientes dinámicas:

El concepto de beneficio de capacidad, el cual refiere a la utilidad obtenida por las empresas dada una tasa de utilización planeada. Esto ocurre porque las empresas se desarrollan en un contexto de competencia imperfecta o monopolio, donde se establece un nivel de capacidad utilizada diferente al pleno empleo, por lo cual siempre existe capacidad excedentaria, que funciona para disuadir a la competencia en precios por incremento en costos.

Una vez establecido el grado planeado de utilización éste dura varios años, tanto en auge como recesión. Y las empresas no expulsan a competidores excepto cuando esto no resulta demasiado costoso.

Entonces, las empresas emplean tres formas principalmente para competir: 1) gastos de venta, como método para ampliar la participación de mercado; 2) innovación en los productos, lo cual permite a las empresas trascender de un mercado; y 3) inversiones directas en el exterior para evitar las restricciones de mercado. Las dos primeras alivian las presiones de subconsumo generadas por el oligopolio, mientras la tercera las incrementa.

La rigidez del ahorro de los rentistas se basa en: a) el oligopolio ocasiona una mala distribución de fondos entre las ramas industriales, y b) el oligopolio ocasiona una baja en la tasa de utilización por elevación de los márgenes de ganancia o por la rigidez en estos.

Por último, un factor adicional que caracteriza al capitalismo estadounidense oligopólico y moderno, de acuerdo a Steindl, aunque difícil de observar, explica es relevante para la conformación de ciclos económicos, esto es la relación entre la tasa de utilización

deseada y la estructura de edades del capital, pues las empresas al momento de decidir el nivel de inversión toman en cuenta ambas condiciones.

Dichas variables se encuentran muy interrelacionadas, ya que en cada periodo de crecimiento donde existe un incentivo a la acumulación de capital se cambiará la estructura de edades del capital influyendo en el nivel de la utilización, en el caso de que la nueva tasa de utilización sea mayor a la deseada se generan entonces condiciones depresivas para los periodos subsecuentes y viceversa.

Asimismo resalta el financiamiento de la inversión de la empresa, el cual se puede realizar a través de dos fuentes diferentes, por medio de beneficio retenido (ahorro corporativo) o el ahorro externo. El último puede provenir en primer término del ahorro de los rentistas, segundo del ahorro derivado de los dividendos y tercero de los ingresos de asalariados como profesionistas o directivos.

El ahorro externo empleado en la acumulación de capital empresarial por medio de la emisión de acciones, permite ampliar el capital social sin endeudamiento y sin reducir la tasa de beneficio; lo cual contrarresta la tendencia al estancamiento.

De esa forma Steindl establece al financiamiento corporativo como un factor contrarrestante al permitir el incremento de la tasa de acumulación interna de forma barata; sin embargo el límite de esta innovación se observó en el rendimiento efectivo de las acciones al ser colocadas en el mercado, situación resuelta por una innovación financiera adicional, el desarrollo de empresas tenedoras de acciones, las cuales daban financiamiento a través de emisión de bonos

3.2. Teoría del estancamiento posterior a 1970: el enfoque de demanda.

Posteriormente al estudio de la tendencia secular al estancamiento realizado por Hansen, Higgins y Steindl enfocado en las condiciones de la oferta, existe un enfoque basado en las características de la demanda, el cual tiene principio en la obra de Paul Baran y Paul Sweezy (1972) quienes aportan dicha perspectiva teórica en “El Capital Monopolista”.

Donde enfocan la tendencia al estancamiento por el desequilibrio entre oferta y demanda que genera restricciones en la inversión a causa de la naturaleza creciente del excedente en el capitalismo moderno; esto sucede a causa de la existencia de maquinaria ahorradora de capital, argumentando que en la economía capitalista monopolista los productores de bienes de capital obtienen las utilidades al procurar a sus compradores

bienes cada vez más productivos; generando “*un proceso autorreforzable y acumulativo*”, el cual explica el avance constante de la tecnología y la productividad del trabajo; por lo tanto una tendencia constante a la baja de los costos de producción y el crecimiento del excedente como resultado.

De esta forma existe una tendencia creciente en la naturaleza del capitalismo a generar excedente pero sin la misma capacidad creciente para absorber dichos recursos, a fin de mantener una dinámica de expansión creciente. Por lo cual explican los autores que de manera general pueden existir 3 posibilidades para absorber dicho excedente: 1) ser consumido, 2) invertido y 3) desperdiciarlo.

De esas tres, el consumo tiene un límite marcado por el lado del consumo capitalista, el cual tiene una baja elasticidad, por lo tanto, de incrementar la repartición de dividendos para distribuir el excedente, el incremento resultante en el consumo sería menos que proporcional.

En cuanto a la inversión, en primer término exponen la clasificada como endógena, la cual resulta ser una medida de absorción del excedente limitada igualmente, pues a fin de consumir todo el excedente sería necesario procurar un patrón de inversión con tasas de crecimiento de la capacidad productiva mayor al crecimiento en la producción, situación que resultará invariablemente en capacidad excedente creciente; de donde sobrevendrá un entorno con amplios desincentivos a la inversión; provocando ingreso y ocupación a la baja; es decir, dicho patrón de inversión es autolimitativo y termina por llevar a la economía al inicio de una recesión o depresión.

Además de la inversión endógena, la cual tiende generar una oferta constantemente creciente de excedentes en busca de inversión, existen formas de inversión exógena:

1) Inversión para satisfacer las necesidades de una población creciente, la relación entre crecimiento de la demanda de inversión y crecimiento de la población no es clara, de acuerdo a los autores, el argumento de Hansen podría ser de hecho a la inversa, donde el crecimiento de la inversión genera aumento de la tasa de crecimiento de la población.

2) Inversión en nuevos métodos de producción y nuevos productos; el efecto de este tipo de inversión se ve atenuado porque en el capitalismo monopolista, por la condición de innovación constante, no es posible diferenciar claramente una nueva técnica de un nuevo producto, ya que el primero puede ser parte del segundo y viceversa.

Mientras la estructura oligopolizada genera desincentivos a la inversión ya que las empresas prefieren una edad de la estructura de capital mayor, las innovaciones en el

sector de bienes de capital son absorbidas por las empresas líderes; y en un punto cualquiera conviven varias técnicas y generaciones de maquinaria, donde la maquinaria de capacidad menor a la más moderna es más barata pero más productiva respecto de la maquinaria más antigua en renovación por parte de las empresas más pequeñas.

De igual manera, lo anterior provoca la reducción de la capacidad de los beneficios fiscales de depreciación acelerada para incrementar los incentivos a invertir, resultando más bien en la acumulación de grandes fondos de reserva líquidos los cuales se suman al excedente generado regularmente; de tal manera sería necesario un patrón de inversión productiva mayor al crecimiento del producto como el expuesto anteriormente.

3) La inversión extranjera, resulta más bien un instrumento eficaz de transferencia de excedente generado en el exterior, más que una solución para el empleo del excedente generado internamente; pues conforme las inversiones en el extranjero maduran envían de regreso a las empresas matrices una corriente de intereses, dividendos y utilidades que pagan la inversión inicial y se agregan al excedente interno.

Hasta este punto los señalamientos de Baran y Sweezy (1972) se refieren a la capacidad de los cambios en la oferta para generar demanda; en adelante el estudio se centra en la capacidad de incidir sobre la demanda para igualarla con la oferta, pues como señalan Baran y Sweezy (1972), en el capitalismo monopolista *“el anverso del “producir demasiado” de la oferta es “el producir muy poco” del lado de la demanda”*.

Así en el capitalismo moderno oligopolizado se desechan medidas de incentivo como la reducción precios, pero se fomentan todas aquellas formas de estimular la demanda que sean compatibles, como las a continuación enunciadas.

3.2.1. Campañas de ventas.

Este concepto se basa en la idea de gastos de circulación de Marx, aunque en el contexto del capitalismo monopolista el concepto refiere un fenómeno más amplio dado el cambio en la competencia basada en precios a la promoción de ventas por medio de publicidad, diferenciación de producto, obsolescencia planificada y percibida y planes de venta a crédito, todo lo cual crea demanda sin incidir en la productividad, la capacidad instalada o el nivel de utilización de esta.

En cuanto a la diferenciación de producto y campañas de publicidad explican, ocurre lo dicho igualmente por Steindl (1979), donde la empresa una vez consolidada una marca, la elasticidad precio de la demanda de sus productos baja, tanto en bienes de consumo como de capital; lo cual se expresa en la capacidad de la empresa para subir los precios

generando un mayor beneficio, por lo tanto mientras mayor es el gasto en publicidad para consolidar una marca o un producto, mayor será la capacidad para subir los precios e incrementar el margen de utilidad.

Además el gasto en publicidad tiene un efecto comparable con las innovaciones, al hacer posible la creación de demanda fomentando de esta manera la inversión en planta y equipo. Al mismo tiempo se han incrementado los estratos devoradores de excedente, agregando nuevos burócratas en las empresas y el gobierno, banqueros y abogados, publicistas con patente, agentes de bolsa y de seguros, corredores de bolsa e hipotecas. Especialmente a través de la ampliación del sector de Finanzas, Seguros y Bienes Raíces conocido como FIRE (por las siglas en inglés de Finance, Insurance and Real Estate) el cual funciona como sostén del nivel de ingreso y ocupación.

3.2.2. Gobierno civil.

El excedente en continuo crecimiento es imposible de ser absorbido por canales privados, por eso es necesario que el gobierno absorba una parte; pues sus condiciones son suficientes para realizarlo a una mayor escala.

El gobierno es capaz de crear demanda efectiva sin inmiscuirse en los ingresos de los ciudadanos; por medio de compras directas de bienes y servicios, o transferencias a grupos como subsidios a empresarios y agricultores, además de ayuda directa a desocupados, pensionados o ancianos.

Las principales características de la influencia de la actividad del gobierno civil sobre el nivel de demanda efectiva, las resumen los autores de forma general como:

1. La influencia del gobierno civil está en función de la magnitud del déficit y el nivel absoluto del gasto público.
2. Los efectos de un déficit temporal serán temporales.
3. Aún un déficit persistente, a menos que sea creciente no aumentará acumulativamente la demanda efectiva.

En cuanto a una posible competencia entre gobierno y sector privado los autores indican que el excedente absorbido por el primero jamás habría podido serlo por parte del segundo, asimismo el impulso a la demanda efectiva generado de esta manera promueve la economía hacia el pleno empleo, tanto el sector privado como el gobierno pueden crecer en excedente absorbido y no es hasta pasado el punto del pleno empleo donde el gobierno podría competir con el sector privado.

Finalmente para el caso de los Estados Unidos, la relación entre gobierno y empresas ha sido de complementariedad entre ambos, donde el primero no interviene directamente en sectores donde haya posibilidad de beneficio para el segundo, con la intrusión de facilitar a las empresas su actividad por parte del gobierno; ejemplo de ello son la salud, la educación y el sector inmobiliario, donde el gobierno organiza programas de saneamiento de barrios o renovación urbana mientras la construcción de vivienda es una actividad primordialmente privada.

3.2.3. Militarismo e imperialismo.

En este aspecto Baran y Sweezy (1972), explican la capacidad del gasto militar para promover demanda efectiva al llevar por un lado a la economía hacia el pleno empleo, como sucediera durante la Segunda Guerra Mundial, otro efecto es el imperialismo sobre otras naciones, en este aspecto se presentan las condiciones económicas de extracción de excedente como en la inversión en el extranjero.

Además de los aspectos más evidentes existen dos muy importantes para la economía estadounidense:

Primero, la limitante a la efectividad del gasto militar como instrumento para incentivar la demanda efectiva deriva del gasto en desarrollo de ciencia y tecnología, lo cual reduce la demanda de hombres y armas.

Segundo la aplicación de los desarrollos científicos y tecnológicos militares en la producción no bélica, en la cual inciden ampliando productividad y reduciendo la demanda de trabajo.

3.2.4. Explosión Financiera.

A lo escrito por Sweezy y Baran (1968) se agregan las condiciones expuestas por Magdoff y Sweezy (1988), quienes afirman la existencia de dos posibles causas contrarrestantes a la tendencia secular al estancamiento: 1) el enorme crecimiento de la deuda de consumo, incluyendo la deuda residencial hipotecaria, y 2) la inflación del sector financiero de la economía, la cual incluye además del crecimiento de la deuda como tal, la expansión de toda clase de especulaciones, viejas y nuevas. Donde estas nuevas condiciones procuran formas de absorción adicional del excedente.

Deuda de consumo.

Los autores explican que entre las fuerzas contrapuestas a la tendencia al estancamiento, ninguna ha sido más importante o menos comprendida que el periodo de crecimiento

iniciado en los años sesenta de la estructura de deuda nacional (gobierno, corporaciones e individuos) cuyo ritmo excedió en mucho a la lenta expansión de la economía “real” subyacente.

El resultado ha sido el surgimiento de una estructura inmensa y frágil, sin precedentes, sujeta a tensiones que amenazan cada vez más la estabilidad de la economía en su conjunto. Es igualmente significativo el modo como la creciente confianza en la deuda permeó todas las áreas de la economía, eso se advierte en el patrón de crecimiento de la deuda en cada uno de los componentes de la economía. En el caso del consumo el alza dentro del contexto de estancamiento del ingreso de las familias, fue fomentada por un fuerte deseo de poseer casas y automóviles, por una parte, y una enérgica promoción de préstamos por los bancos y compañías financieras, por otra.

Cuando la demanda efectiva para estos ítems de alto precio mostraban tendencia a disminuir, se facilitaban las condiciones de los préstamos para ampliar el mercado; práctica estimulada no sólo por los fabricantes y constructores de casas, sino también por empresas financieras en busca de una mayor tajada de este redituable negocio. Pero, en tanto esta actividad apuntalaba la venta de casas y de bienes de consumo durable, también apiló una montaña de deudas de consumo que socava con rapidez la estabilidad financiera.

Magdoff y Sweezy (1988), refieren que la carga de una deuda en constante crecimiento se volvió la forma de vida en todas las esferas de la economía: el gobierno, la industria, la agricultura, el consumo personal y aún las finanzas. Aunque el endeudamiento no es por supuesto esencialmente peligroso; es en realidad necesario y útil cuando las fuerzas que sustentan la acumulación de capital tienen vigor y buenos fundamentos.

Entonces, la deuda puede ser parte de un proceso de crecimiento del ingreso, con lo cual se generan los medios para pagarla. Pero en una economía débil, agravada por una capacidad excesiva y carente de nuevos canales importantes para la inversión de capital, pronto se acaba el estímulo proporcionado por la deuda. En esta situación, la economía tiende a convertirse en adicta al endeudamiento; ya que, cada vez se necesita más deuda sólo para mantener el motor en marcha.

En tal entorno las medidas de emergencia sellan los agujeros del dique, pero se necesita algo más para mantener la corriente de la deuda, función desempeñada así por la inflación, esto es, una espiral de precios de las mercancías y los activos. Mientras para las

mercancías los precios más altos elevan el ingreso y reducen el valor del dólar, por lo cual los prestatarios pueden pagar el servicio de sus viejas deudas con dólares más baratos.

Pero el caso de los activos se hizo más importante para la explosión de deuda, donde los consumidores podían obtener más préstamos mediante segundas hipotecas gracias al mayor valor de mercado de sus casas. De igual manera, las empresas y los especuladores pudieron obtener más crédito debido a que sus garantías tenían precios más elevados, ya sea que se tratara de activos reales o financieros.

Sobresale que la tasa de crecimiento más sorprendente en materia de préstamos tomados ocurrió en el sector financiero mismo. Sin embargo, la transformación de las firmas que están en el corazón de la explosión de la deuda, desde los prestatarios menores a los mayores, es en sí misma significativa. Tradicionalmente, la mayoría de estas empresas son intermediarias que reciben por otra parte fondos ociosos, los cuales son otorgados en préstamo.

En el nuevo ambiente financiero, estas firmas han ido más allá del papel de intermediarias; se han convertido ellas mismas en grandes prestatarias, estimulando de esta manera una circulación más rápida e intensa de las reservas líquidas de la economía. Una vez iniciada esta autoexpansión del sector financiero, se convirtió en un proceso complejo y extraordinariamente poderoso con consecuencias de muy largo alcance.

Inflación del sector financiero.

El primer cambio importante del cual puede surgir la explosión en el sector financiero nace de la modificación de la relación entre las empresas financieras y no financieras a través de las corporaciones, las cuales permiten a los inversores la entrada a una empresa en conjunto, sin correr el riesgo de perder totalmente sus fortunas. Esto se presenta como si fuera sólo una extensa sociedad en la cual cada participante poseyera realmente una parte de los activos productivos en cuestión.

Pero la propia corporación posee los activos reales y los participantes sólo poseen acciones de la corporación, pedazos de papel que incorporan derechos legales específicos. Donde la diferencia entre poseer activos reales y poseer un paquete de derechos legales es la base de la división de la economía en sectores productivo y financiero.

Las corporaciones pueden vender sus activos, en su totalidad o en parte. Los accionistas, por otra parte, pueden vender solamente sus pedazos de papel. En ausencia de un

mercado organizado, esto no es fácil. Pero cuando el volumen de los títulos de corporaciones aumentó en las últimas décadas del siglo XIX, los agentes establecidos estuvieron más que ansiosos por extender sus actividades para incluir estos nuevos tipos de valores.

Fue de esta manera como los títulos corporativos adquirieron el atributo de liquidez, convertibilidad instantánea en dinero efectivo; lo cual nunca podrían tener por su propia naturaleza los activos físicos de las corporaciones. Y una vez se alcanzó esta etapa, quedó abierto el camino para la proliferación de instrumentos y mercados financieros, los cuales hasta ahora por lo menos, han demostrado ser literalmente ilimitados.

Magdoff y Sweezy (1988) apuntan una segunda transformación donde las corporaciones más grandes clasificadas como no financieras están en menor o mayor medida comprometidas en operaciones financieras como las de comprar y vender títulos y otros activos financieros, además de pedir y prestar dinero, a partir del excedente no repartido a sus accionistas y acreedores. Mientras las inversiones que se llevan a cabo bajo criterios de rentabilidad, liquidez, riesgo, etc. todos los cuales significan la inversión en activos financieros más que en activos productivos.

Un tercer cambio igualmente importante es la relación entre el capital productivo y el capital dinerario, en donde como lo apuntara Hilferding (1971) de igual manera, el capital financiero en un inicio fluía por medio de la compra de acciones y títulos hacia capital productivo, entregando posteriormente una parte del beneficio como interés y dividendos.

Sin embargo, en la actualidad, ese no es el caso, como lo afirma Lapavitsas (2013) pues al capital se le ofrece una variedad de instrumentos financieros entre los cuales, además de acciones y títulos, hay certificados de depósitos, fondos del mercado monetario, opciones, contratos de futuros, etc. Provocando que no exista seguridad de que en algún punto el dinero invertido se encaminará directa o indirectamente a la formación de capital real.

Por lo tanto, el dinero puede mantenerse circulando en torno al sector financiero por mucho tiempo proveyendo de combustible para el crecimiento de mercados y precios de los activos financieros, de forma cada vez más autónoma de la economía real.

Magdoff y Sweezy (1988), prosiguen planteando un paso crucial en este desarrollo fue la determinación por las legislaturas de los estados y las cortes, donde las corporaciones tenían el poder no sólo de emitir sus propios títulos sino también de poseer los títulos de otras corporaciones. Así nació la compañía holding, una corporación cuyo propósito es el

de poseer títulos de otras corporaciones. Dada esta posibilidad, las corporaciones pudieron apilarse unas sobre otras corporaciones en una cadena teóricamente sin fin, con la cantidad y volumen agregado de títulos corporativos, que iban creciendo sin añadir nada al cimiento productivo subyacente situado en la base de la pirámide.

De esta manera el sector financiero pudo establecerse sobre una base de sólida independencia, expandió su tamaño y su influencia; desarrollando la compra y venta de títulos a crédito, mercados de opciones y futuros, la multiplicación de intermediarios financieros, la orquestación de fusiones y adquisiciones de empresas productivas y financieras, construyendo como resultado un enorme sector, que se vislumbra enorme en la escena económica. Con claridad, el sector financiero no produce por sí mismo nada con valor de uso significativo. Y por otra parte, utiliza una cantidad de recursos reales equiparable al resto de la economía.

Magdoff y Sweezy (1988), explican asimismo sobre la especulación que casi toda decisión respecto a inversiones de capital, planes de producción, política de inventarios, precios y distribución, entraña riesgos que afectarán la magnitud de la ganancia o de la pérdida. Tal ambiente de riesgo está hecho a la medida para una amplia especulación a lo largo y ancho del sistema económico: en acciones, bonos, bienes raíces, mercancías, divisas, etc.

Ahora hay dos lados de esta especulación desenfrenada; por una parte, ayuda a mantener en movimiento las ruedas de la economía; por otra, genera inestabilidad. La naturaleza misma de la especulación conduce a excesos que aceleran y acrecientan la fase de expansión de los ciclos y a la inversa, exageran la profundidad y longitud de la onda descendiente.

Lo anterior se explica porque ante abundancia de dinero, tanto efectivo como crédito, aunado al impulso de las empresas financieras por la búsqueda de ganancias genera una tendencia ascendente en los precios de los activos financieros, lo cual difunde la especulación en todo el sector financiero, finalmente autorreforzando el proceso en general.

Este proceso es normal en el capitalismo de los Estados Unidos donde subsiste la idea de que el estado normal de la economía es hacia la prosperidad y las desviaciones de dicha norma son únicamente temporales.

Para reforzar dicha ideología existe un efecto más del proceso de inflación de activos financieros, la cual al estimular la demanda de consumo por medio del efecto riqueza de

los tenedores de dichos activos, puede incidir en la economía provocando una declinación con menor velocidad, pero no hacerla crecer realmente.

Es así como en la actualidad la economía estadounidense ha desarrollado un conjunto estrechamente interconectado de relaciones financieras; donde el alza sostenida de los precios estimula la especulación en recursos naturales, bienes raíces, acciones y otros activos. A su vez, los incrementos resultantes en los valores de los activos atizan las llamas de la especulación. En tanto la inflación como la especulación contribuyen al crecimiento de los préstamos; mientras proporcionan el marco necesario para continuar la explosión de la deuda.

Por último, la economía capitalista estadounidense moderna tiene una característica nueva resultado de todas las fuerzas anteriormente referidas y al hecho fundamental de que el objetivo de toda inversión es al final un cumulo de dinero, la cual es: el propósito fundamental del capitalista no es ya únicamente la producción de bienes y servicios; ahora incluye comprar, vender y multiplicar los activos financieros. Pues el imperativo tradicional de acumular capital real caracterizado por plantas y equipos para generar una ganancia futura, compite cada vez más con acumulación de activos financieros lejanos de relacionarse directamente con las actividades productivas.

3.2.5. Fragilidad financiera.

Respecto de cambios en la estructura económica relacionados con la dinámica de acumulación y la tendencia al estancamiento; Minsky (1964) explica que el ciclo económico es también un ciclo financiero, por lo cual propone un análisis de la relación entre el ciclo económico y los factores financieros donde durante la expansión de un ciclo económico largo o un periodo en el cual únicamente han ocurrido recesiones leves, suceden sistemáticamente cambios en la estructura financiera.

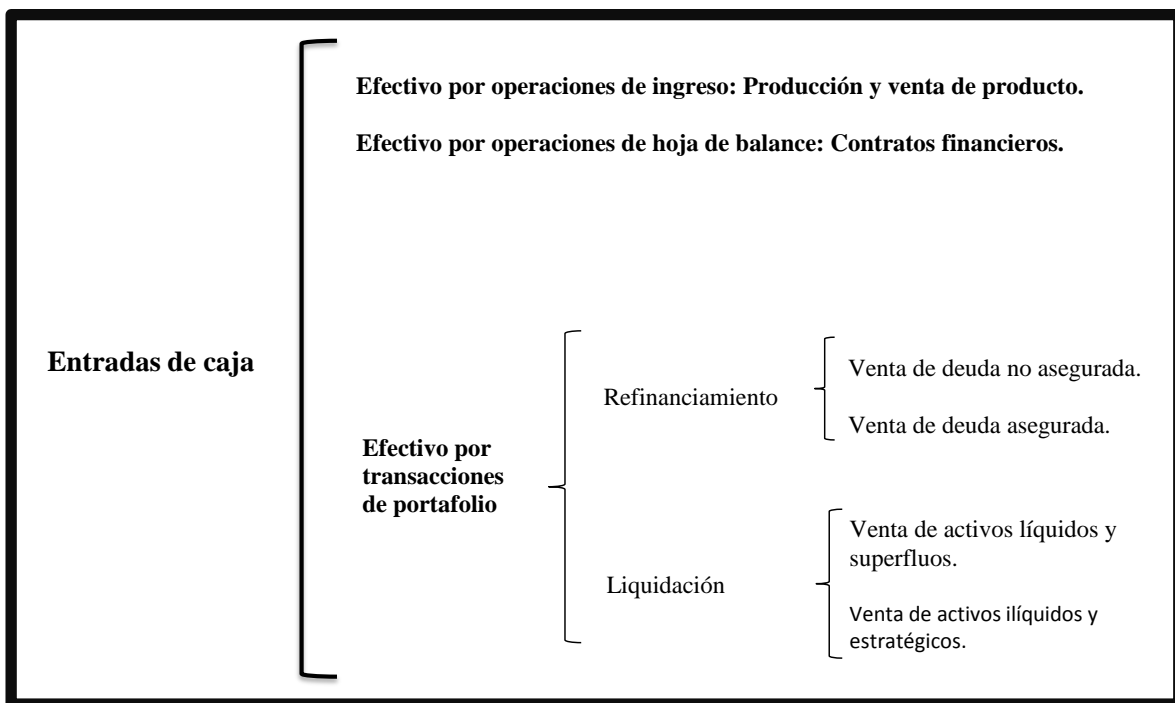
Dichos cambios en las estructuras financieras son reflejo de altas tasas de crecimiento en los sectores más avanzados y revaluación de activos que conllevan a mayores expectativas de crecimiento, además de expandir la liquidez. Tal proceso es sensible a cambios institucionales, los cuales a su vez evolucionan en respuesta a las fuerzas del mercado, a transformaciones en procesos administrativos y legislativos.

En este sentido, durante el ciclo se da una transformación en las proporciones de las fuentes de financiamiento de las unidades económicas, ya sea de ingreso, de hojas de balance y portafolio, al tiempo de cambio en el ambiente sobre expectativas favorables.

Lo cual se identifica por una alta proporción entre las operaciones de hojas de balance a las de ingreso para la mayoría de las unidades económicas; precios de acciones y bienes raíces basados en la suma de expectativas tanto de crecimiento de la economía como de las ganancias de capital por revaluación de dichos activos; al tiempo de un bajo ratio de activos de alta liquidez al resto de activos financieros.

Tygmoiné (2006a) explica primero que las condiciones del flujo de caja se refieren a la capacidad de una unidad económica o la economía a fin de asegurar la generación del flujo de efectivo o poseer el suficiente efectivo ocioso para hacer frente a sus salidas; es decir, generar los ingresos necesarios para solventar las posiciones financieras; las diversas fuentes de efectivo de la unidad económica son las presentadas en el gráfico siguiente:

Cuadro 4 Fuentes de Efectivo.



Fuente: Tygmoiné (2006a)

A partir de las fuentes referidas en el cuadro se desprenden las posibles posiciones financieras explicadas por Minsky (1982):

Finanzas cubiertas: Cuando el flujo esperado de la operación de activos es más que suficiente para cubrir los pagos hoy y en el futuro. Una unidad de financiamiento cubierto es vulnerable únicamente a un aumento de costos o una caída en las ventas, por lo que

su hoja de balance de los compromisos de pago no se verá perturbada por lo ocurrido en los mercados financieros.

Finanzas especulativas: Cuando el flujo esperado de la operación de activos no será suficiente para cubrir los pagos en periodos de tiempo cercano; esto involucra el financiamiento en corto de posiciones largas; los bancos son las instituciones financieras prototípicas de dichas posiciones. Este tipo de unidad es vulnerable ante factores de producto y de mercado, así como a los acontecimientos de los mercados financieros.

Finanzas Ponzi: Las finanzas Ponzi son similares a las especulativas en el corto plazo, sin embargo el costo del financiamiento se incrementa pues se capitalizan los intereses en el refinanciamiento de la deuda. Una unidad Ponzi es vulnerable a las variaciones que perturban a las especulativas, pero su hoja de balance se deteriora con cada refinanciamiento; ya que, los intereses o incluso dividendos son pagados por medio de deuda.

Todas estas relaciones son imprescindibles para comprender la posibilidad de crisis, a lo que Minsky (1982) apunta es intrínseco al desarrollo del sistema capitalista, aunque es en el modo capitalista basado en finanzas donde este marco de análisis resulta más útil hasta ahora, pues en el capitalismo moderno de los Estados Unidos con la amplitud y profundidad del sistema financiero, se acrecienta la capacidad de generar expansión y por lo tanto una recesión del sistema financiero, promoviendo principalmente las operaciones de hoja de balance y las transacciones portafolio entre empresas como en los hogares.

3.2.6. La transformación de la estructura económica.

De tal forma como se presentó en el apartado anterior es evidente un proceso de transformación en la economía estadounidense a lo largo del periodo de expansión de un ciclo largo, donde desde los años setenta hasta antes de la crisis de 2007-2008 se han presentado varias recesiones leves, provocando cambios en las creencias de los agentes sobre el futuro de la economía como; lo afirma Minsky (1964), y por supuesto han subsistido cambios institucionales y de regulación de relación, a los que se les unen modificaciones en las relaciones entre las corporaciones.

Lapavistas (2013) introduce el estudio de dichas transformaciones sobre el capitalismo maduro de los Estados Unidos; las cuales resume en tres importantes características.

Primero, las corporaciones más grandes se apoyaron cada vez menos en los bancos y adquirieron más capacidades financieras, así las finanzas externas entre las grandes corporaciones crecieron al intervenir cada vez más en los mercados financieros abiertos

por su gran flexibilidad y bajo costo, desarrollando habilidades para el comercio de múltiples activos financieros, de crédito y tipo de cambio. Igualmente numerosas olas de fusiones y adquisiciones hostiles han contribuido a la inducción de todas estas grandes corporaciones en mercados de bonos y capitales.

Segundo los bancos cambiaron sus actividades hacia la intermediación en mercados financieros abiertos, donde pueden obtener ganancias por medio de tarifas, comisiones y por el intercambio, los bancos adicionalmente se enfocaron a transacciones con los hogares; lo que se refiere a la financiarización del ingreso de los trabajadores, por medio del incremento a los préstamos como hipotecas, consumo en general, educación y educación, como el aumento de activos financieros como hipotecas, pensiones, seguros y fondos del mercado de dinero.

Sobre este aspecto es importante señalar su relación con el hecho del estancamiento salarial desde la década de 1970, además del retiro del sector público en la provisión de servicios como salud, educación, vivienda, pensiones y transporte; en tal contexto el consumo asalariado ha sido privatizado y mediado por el sector financiero en una proporción creciente.

Tercero los hogares están cada vez más implicados en operaciones financieras; como en el caso de su consumo, el cual ha sido parcialmente financiado a través de la toma de una cantidad mayor de deuda en función de sus activos como colateral, típicamente sus hogares.

Los cambios institucionales en la estructura estadounidense de acuerdo a Palley (2007a) tienen tres conductos principales: 1) La estructura y operación de los mercados financieros, 2) El comportamiento de las corporaciones no financieras; y 3) La política macroeconómica.

3.2.7. La estructura y operación de los mercados financieros.

Este aspecto del capitalismo basado en finanzas, en términos del proceso histórico del cambio en el modo de regulación, de acuerdo a Panico *et al.* (2014) es un proceso que desde la década de 1970 a la crisis de 2007-08, ha transcurrido por dos modos de regulación:

La era *post-New Deal* de inicios de 1970's a 1990: El cual se caracterizó porque las empresas financieras no tenían posibilidad para ajustarse a la situación generada por el abandono de los tipos de cambio fijos y los choques petroleros.

Donde el costo del riesgo cambiario, antes asumido por el sector público, ahora caía en los privados, surgía el periodo conocido como la “estanflación” y para 1972-82 se presenta el cambio de la política monetaria de la Fed en el “experimento monetarista”; caracterizado por un fuerte control de agregados monetarios que resultó en altas tasas de interés; situación que presionó e impulso la innovación financiera, además de promover la toma de riesgos por parte del sector financiero.

Mientras en términos de regulación en 1982 se aprueba la ley Garn-St. Germain, la cual incrementó las actividades a las que podían acceder las instituciones de ahorro y préstamo, asimismo se presenta la derogación de la sección veinte de la ley Glass-Steagall, la cual restringía a bancos comerciales de participar en actividades del mercado de capitales como la venta y administración de fondos de inversión, pero les permitía transacciones con deuda del Tesoro y acciones de empresas con las que no tuvieran una estrecha relación. Iniciando de esta forma un cambio de la estructura del sistema financiero en comparación del que había prevalecido desde el *New Deal*.

Tal cambio procuró el empleo de empresas subsidiarias creadas por los bancos; situación ampliada con la entrada de las instituciones de depósito conocidas como bancos no-bancos. El sistema bancario surgido posterior a la crisis de los bienes raíces de los 80's se caracterizó por no servir más para prestar a empresas y no ser dependiente de los márgenes de intermediación como fuente principal de ingreso, ya que tenían sus corredurías para generar beneficios y a las subsidiarias de la sección 20 para producir cuotas y comisiones.

Regulación durante la era contemporánea: La legislación en la década de los 1990's finalizó el proceso de reformas y liberalización del sector financiero. Explican Panico *et al.* (2014), que formalizó la conversión hacia un enfoque basado en reglas, abolió los límites a la competencia, surge la banca universal y se intensifican las operaciones con derivados OTC (siglas en inglés para *over the counter*), donde los mercados financieros disfrutaron de una expansión explosiva.

El proceso distinguió la aprobación de algunas leyes:

Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act de 1991; la cual abolía cualquier acercamiento discrecional de regulación por parte de la autoridad.

Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act de 1994; eliminaba totalmente cualquier barrera para la posibilidad de la conformación de bancos con sucursales a nivel nacional.

Gramm-Leach-Bliley Financial Services Modernization Act de 1999, la cual elimina la segmentación del sector bancario y permite la creación de bancos e instituciones financieras capaces de operar en cualquier línea de negocios, así como a los bancos comerciales operar directamente en la emisión y titulización de hipotecas; removiendo de hecho las restricciones a los bancos en cuanto a productos y servicios.

Commodities Futures Modernisation Act de 2000; la cual eximiría a los mercados de derivados OTC de la supervisión gubernamental.

Dichos cambios, de acuerdo a Kregel (2007), llevaron al sistema bancario comercial estadounidense de un segmentado a una banca comercial universal, dando a los bancos una gran mejora en sus ingresos, por medio del cambio desde ganancias en base a márgenes de intermediación y financiamiento a empresas y hogares; hacia bancos emisores cuya fuente de ingresos son cuotas y comisiones, pues en la actualidad el funcionamiento se remite a la creación de activos financieros, los cuales se venden a subsidiarias de los propios bancos, quienes a su vez los venden a instituciones financieras no-bancarias, tales como fondos de pensión, aseguradoras y público en general.

La principal consecuencia macroeconómica de estas reformas al sistema financiero fue la conversión del sistema “basado en bancos” a uno “basado en el mercado”, explica Kregel (2007), un sistema financiero menos intermediado. Procurando una fuente más de inestabilidad, generada por mecanismos laxos de financiamiento y la idea de seguridad creciente, favorecida por las condiciones de estabilidad macroeconómica y el falso sentimiento de seguridad de la perspectiva de mercados.

3.2.8. El comportamiento corporativo.

Esto lo refieren Palley (2007a) y Krippner (2005) cuando apuntan que en la actualidad los administradores son disciplinados por la posibilidad de ser despedidos si fallan en la maximización de las ganancias y su nivel de ingreso está en función del valor de mercado de la compañía, por medio de contratos con opciones sobre acciones de la empresa.

Tal visión entonces queda manifiesta en la innovación financiera, mecanismos de compras apalancadas y la inversión en capital privado financiada con bonos basura, así como dinámicas de los mercados que fuerzan a los administradores a satisfacer el interés de los accionistas por el máximo valor de mercado; favoreciendo la adopción de un “culto” por finanzas basadas en deuda.

Es en este fenómeno donde se encuentra referencia a las conclusiones de los estudios de Orhangazi, Dallery y Rovira respecto de los efectos en la inversión real de las empresas, de acuerdo a la perspectiva del *shareholder value*, donde explican la principal consecuencia de este tipo de gobierno corporativo, el estancamiento por baja inversión real favorecido por el “culto a las finanzas”.

Lo anterior aunada al entorno de cargas impositivas menores sobre los intereses respecto de las ganancias; y administradores empleando la deuda como medio para drenar el flujo de caja fuera de la empresa imponiendo así presiones sobre los trabajadores, además del financiamiento por medio de deuda incrementando el apalancamiento y elevando la tasa de retorno del capital social de la empresa.

Todo este ambiente en el cual se desenvuelven los administradores es fundamentalmente propicio para el desarrollo del sector financiero y generar estancamiento, al impulsar un enorme flujo de recursos desde todo clase de la firmas hacia el sector financiero, en donde dichos recursos pueden quedarse en la esfera de los mercados financieros sin afectar a la economía real por un tiempo casi indefinido.

3.2.9. La política macroeconómica.

Palley (2007a) refiere esto como el modo en que se ha promovido un marco de política que favorece políticas de estabilidad de precios y equilibrio fiscal, en tal marco se liberan los mercados financieros y facilita su expansión, impulsando a las corporaciones a cambiar el ingreso del trabajo hacia el capital y hacia el beneficio del sector financiero. Este marco de política tiene por principales elementos a:

- a) Globalización.- Se refiere al grupo de políticas de libre comercio, libre movilidad de capitales, negocios multinacionales y de abastecimiento global. Principalmente la eliminación de los controles de capital y la promoción de la desregulación de los mercados financieros.
- b) Gobierno pequeño.- Se representa como el ataque sobre la actividad gubernamental, privatizaciones, recortes sobre los impuestos que reducen el ingreso público y la desregulación. Un ejemplo claro son los fondo de retiro, los cuales son fuente de un gran interés por parte de los mercados financieros; ya que, incrementan los ingresos de las instituciones por concepto de honorarios, además de aumentar la demanda de acciones, todo lo cual procura precios a la alza y por lo tanto ganancias.

c) Flexibilidad laboral.- Es el debilitamiento de los sindicatos y la erosión de prestaciones como el salario mínimo, seguro de desempleo y derechos de los trabajadores en general.

d) Abandono del pleno empleo.- Enfocar como principal objetivo de las medidas de política la estabilidad de precios y equilibrio fiscal por sobre el nivel de actividad económica en general, basándose en el Nuevo Consenso Macroeconómico.

Con sus principales impactos en: 1) Sumar relevancia al sector financiero respecto del real; 2) Transferir ingreso del sector real al financiero; y 3) Contribuir al incremento de la desigualdad de ingreso. Tales choques se reflejan en repercusiones sobre cuestiones de gran relevancia económica, como el incremento del endeudamiento, cambios en la distribución del ingreso, estancamiento de los salarios, y el incremento en la concentración de la riqueza.

Asimismo, Palley (2007a), afirma que las transformaciones anteriores reducen el potencial de crecimiento induciendo estancamiento; debido al proceso de contracción de la demanda provocado por la concentración de la riqueza, redistribución del ingreso y disminución de la inversión en el sector real. Además de incrementar la fragilidad de la economía ocasionando peligro de deflación de deuda y recesión prolongada.

3.3. El estancamiento en un entorno financiarizado.

Con base a la exposición anterior se presenta una hipótesis del Estancamiento en el capitalismo, como un desarrollo histórico del proceso de transformación y adaptación del capitalismo estadounidense para mantener un nivel dinámico de actividad, el cual ha ido desde el análisis de Alvin Hansen en los años treinta hasta el fenómeno de la financiarización de la economía estadounidense en nuestros días.

Primero es posible determinar que existen factores desde la oferta con base en Hansen, Higgins y Steindl, donde los dos primeros explican que el crecimiento en una economía capitalista cercana al pleno empleo, determinado principalmente por factores exógenos que limitan el nivel de inversión, como falta de nuevas industrias, el crecimiento poblacional y el desarrollo de nuevos territorios. Además de un factor endógeno en el caso de Steindl donde la inversión queda determinada por la estructura de mercado, la edad de la estructura de capital y la capacidad de utilización deseada.

Desde la perspectiva basada en las condiciones de la demanda, de acuerdo a los escritos de Baran /Sweezy y Sweezy/Magdoff, existen factores contrarrestantes del estancamiento, en principio el capitalismo al ser intrínsecamente innovador procura el

desarrollo tecnológico constantemente, sin embargo mientras este desarrollo no implica una revolución tecnológica, el crecimiento normal de la productividad de los bienes de capital a la postre reduce los incentivos de inversión; en tanto el desarrollo de nuevos bienes de consumo permite saltar las limitaciones de los mercados oligopólicos e incrementa la absorción de excedente.

Asimismo para sostener la demanda, conforme el capitalismo tiene por característica esencial el crecimiento del excedente, se requiere de diversos métodos de realización como la inversión en el extranjero, el incentivo al consumo por medio de las campañas publicitarias, el gasto de gobierno y en la moderna economía estadounidense la explosión financiera, la cual provee de demanda y de un sector de realización del excedente, el cual no afecta la estructura productiva.

En este periodo es importante incorporar el estudio de Hyman Minsky, quien explica para el capitalismo que las relaciones de la economía real cambian en el desarrollo de ciclo económico pues el ciclo es también un ciclo financiero, donde la estructura financiera de la economía se modifica transformando igualmente el equilibrio entre capitalistas financieros e industriales. Además de proponer las estructuras financieras cuyo nivel de persistencia en la economía determina la posibilidad de crisis, implicando de esta forma un límite en la expansión de la economía basada en finanzas.

Como lo demuestra, el periodo previo a la Crisis de 2007-2008, donde la economía estadounidense transitó por un periodo largo de expansión con leves recesiones, y se observaron cambios institucionales en la estructura de acumulación del capitalismo estadounidense, como lo presentan Palley (2007a), Lapavitsas (2013) y Guttman (2008), transformando progresiva y persistente en la relación del capital financiero y el capital industrial con el resultado del progreso del sector financiero.

Donde el estudio de Palley permite registrar la adaptación de las transformaciones del capitalismo estadounidense para asimilar el excedente en la actualidad del modelo basado en finanzas, las cuales son en la política económica:

La Globalización con las políticas de libre comercio, libre movilidad de capitales, negocios multinacionales y de abastecimiento global permite la realización de excedente además de procurar espacios de inversión; por medio del acceso a demanda adicional, nuevos mercados para invertir excedente y mercados laborales con costos menores, este último es base igualmente para la reducción de la capacidad de negociación de los trabajadores locales, impulsando así la flexibilidad laboral.

El gobierno pequeño permite el acceso a nuevos mercados de inversión para las empresas que en la actualidad pueden ser fuente de ganancias, ejemplo: el sector educativo, servicios médicos e incluso el militar; ejemplo, las nuevas empresas de mercenarios profesionales con contratos para el Pentágono.

Perrotini (2015), explica sobre el estudio de Lapavitsas de la gran relevancia actual del capital financiero desde los años 1970's, que tal fenómeno representa un cambio estructural de la economía capitalista moderna y las raíces de las relaciones de las corporaciones no financieras, las financieras y los trabajadores.

También esta forma de capitalismo financiero moderno permite a la esfera de la circulación aparecer como una fuente inmediata de beneficio desde capital prestable; entonces los circuitos de capital productivo y prestable configuran un modelo de generación –distribución del excedente.

De lo anterior se aprecia que la relación entre el cambio institucional y el estancamiento tiene una funcionalidad por lo menos bidireccional, donde el capital financiero y el industrial modifican sus relaciones a partir de cambios en el sector financiero con corporaciones financieras con acceso a mercados financieros en lugar de financiamiento bancario exclusivamente y bancos con fuentes de ganancias dirigidas al cobro de cuotas, tarifas, arbitraje y financiamiento al consumo.

Asimismo se debe señalar la modificación del capitalismo estadounidense, sobre la importancia del crédito al consumo, que se presenta dentro del capitalismo basando en las finanzas como forma para sostener la demanda en un contexto de presiones sobre los salarios y alta liquidez, tanto por la política monetaria como por la capacidad de innovación en el nuevo marco institucional y legal.

En términos de Lapavitsas (2013) se ha financiarizado el ingreso salarial, gracias a las condiciones en el sector real en el cual los cambios productividad conviven con estancamiento salarial, en un contexto de política monetaria de bajas tasas de interés y grandes desarrollos en los mercados financieros abiertos.

III. Hechos estilizados.

Las condiciones descritas en el marco teórico se han expresado en importantes cambios en la estructura económica estadounidense relacionados con la tendencia secular al estancamiento, lo cual se puede contrastar en los algunos hechos estilizados, presentados a continuación en el cuadro resumen sobre los efectos de estos fenómenos sobre el excedente generado y realizado, además de la inversión:

Cuadro 5 Hechos estilizados del estancamiento y la financiarización.

Hechos Estilizados	Efectos sobre el excedente		Efecto en la Inversión	Ciclo económico
	Generación	Realización		
Bajo dinamismo del producto	-	-	Independiente
Capacidad instalada utilizada decreciente	-	-	-	Independiente
Baja inversión real unida con un explosivo incremento de la especulación	-	+	-/+	Procíclico
Inflación en precios de activos financieros	+	-/+	Procíclico
Redistribución de la ganancia	-	-	-
Redistribución y concentración del ingreso	+	-	-/+	Procíclico
Redistribución de las ganancias de productividad	+	-	-/+	Procíclico
Depresión de los salarios	+	-	-/+	Procíclico
Financiamiento al consumo creciente	+	-/+	Procíclico
Crecimiento de la deuda	-/+	+	-/+	Procíclico

Nota: Elaboración propia.

.... Efecto no determinado.

+ Efecto positivo.

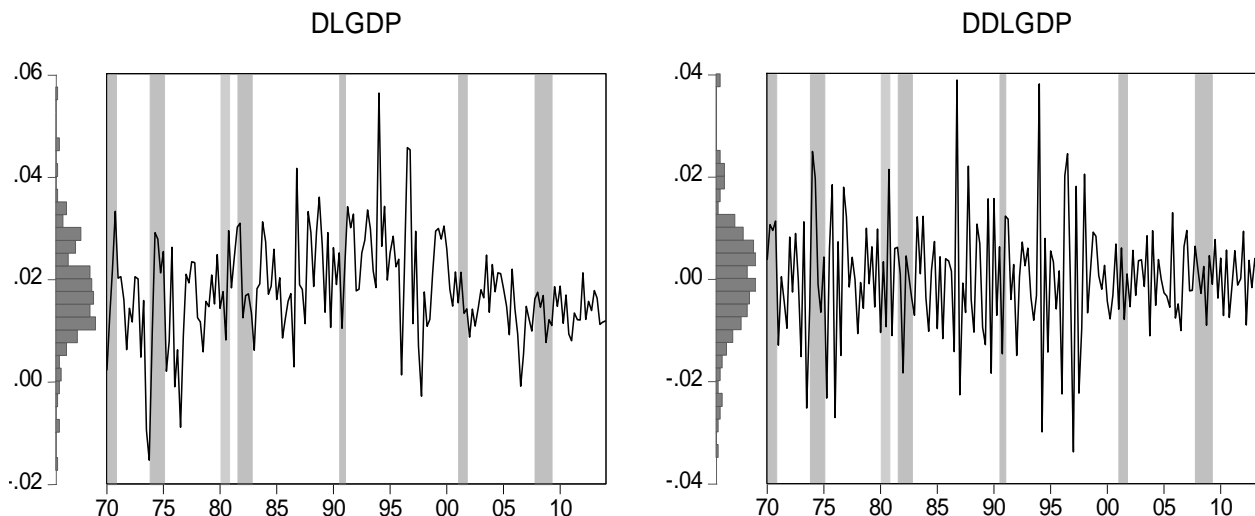
- Efecto negativo.

Elaboración propia.

4.1. Bajo dinamismo del producto.

El primer elemento para percibir la existencia de una tendencia al estancamiento en la acumulación, se observa en el comportamiento del PIB. En el Gráfico 1, se presentan dos medidas sobre el dinamismo del producto de 1970 al 2013; con el fin de representar la variabilidad de la tasa de variación del producto (DLGDP) y de la aceleración del producto, medida por la segunda diferencia del logaritmo del producto (DDLGP), las zonas sombreadas corresponden a trimestres donde por lo menos un mes es considerado en recesión de acuerdo al NBER (*National Bureau of Economic Research*).

Gráfico 1 Primera y segunda diferencia del logaritmo del PIB de 1970 a 2013.



Fuente: Elaboración propia con datos del FRED del Banco de la Reserva Federal de St. Louis.

En estas gráficas se puede apreciar, que la tasa de variación del producto ha ido reduciendo su variabilidad; es decir, cada vez tasas menores, especialmente cuando se trata de incrementos, resalta que se presenta un cambio en la tendencia alrededor de 1992 donde parece llegar a un máximo y comienza una tendencia decreciente hasta el año 2000, donde las tasas se atenúan mucho más hasta llegar a sus mínimos previo a la crisis de 2007-08.

En el caso de la aceleración, segunda diferencia del logaritmo del producto, se presenta un comportamiento similar, donde son evidentes los procesos de aceleración en los datos previos al máximo de 1992 y desaceleración hasta el año 2000, a partir del cual los valores de aceleración son marcadamente bajos enfatizando la baja en la dinámica.

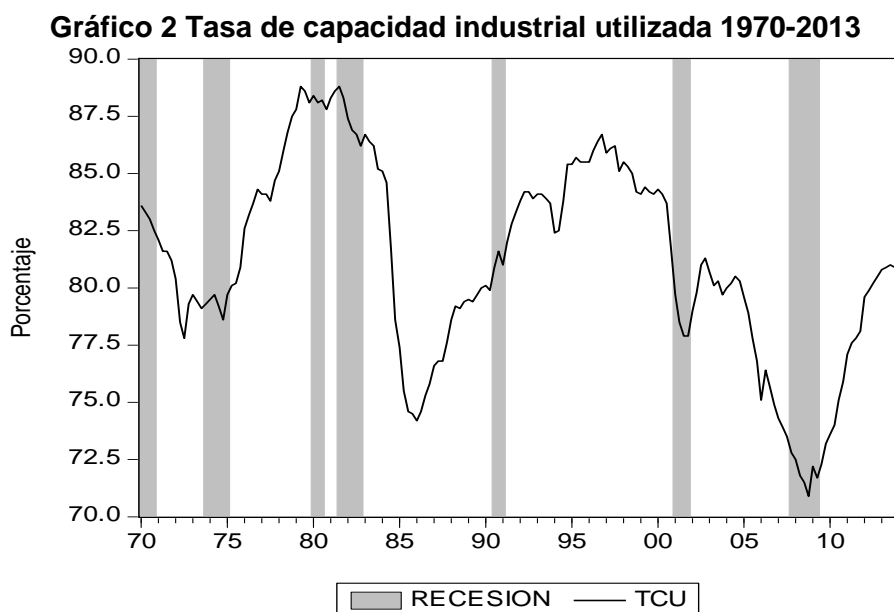
En términos generales es evidente que independientemente de la fase del ciclo económico el nivel de actividad, en comparación con lo ocurrido previo al máximo a mediados de la década de los noventa; ha ido descendiendo y atenuando la dinámica, por lo cual es de esperarse una baja absorción y generación de mayores niveles excedente procurando presiones a la baja en la inversión real y dependencia creciente del sector externo para absorción del excedente.

Las características de estas dinámicas muestran condiciones similares a las referidas por Hansen (1939), cuando definía la esencia del estancamiento secular como la existencia de un problema en el pleno empleo de los recursos productivos de los Estados Unidos,

donde las fuerzas de la economía y los factores del crecimiento provocan débiles periodos de expansión, los cuales tienden a prolongar y empeorar las recesiones; como sobresale en el paso de la recesión de 2001 a la “Gran Recesión”.

4.2. Capacidad instalada utilizada decreciente.

Un indicador más de los resultados económicos del estancamiento en la dinámica de acumulación estadounidense, es la capacidad industrial utilizada; la cual en su desarrollo desde 1970 al 2013, muestra tendencia a la baja, los picos en la utilización van de alrededor de 85-95% en la década de 1970 a 80-85% en las décadas de 1980 a 1990 y 75-80% en el periodo de 2000-2013.



Fuente: Elaboración propia con datos del FRED del Banco de la Reserva Federal de St. Louis.

Este comportamiento en conjunto con la inversión bruta, apuntan a que la capacidad excedente está creciendo a pesar del escaso crecimiento en la inversión; por lo cual en el sector real la acumulación tenderá a estancarse, ya que la base industrial actual es más que suficiente para proveer la demanda, tanto en periodos de expansión como en los de recesión.

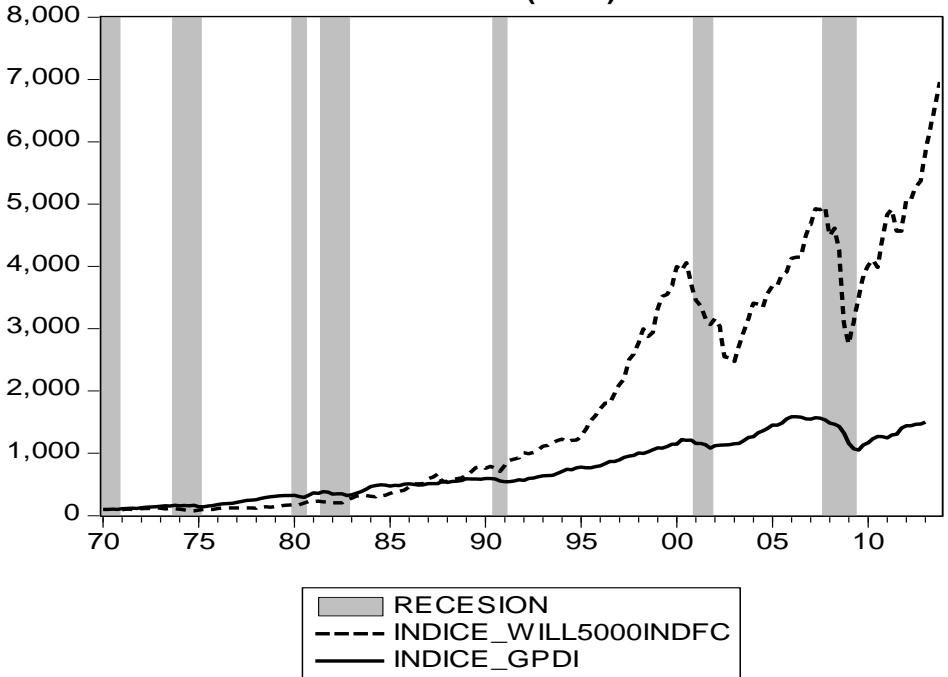
Además indica la posibilidad de mayores presiones a una recesión más profunda como resultado de los periodos de expansión previos al 2007, donde las empresas adquirieron capital de tal manera que en términos de Steindl (1979), las ha dejado con una estructura

de capital con edad menor y productividad mayor a la deseada, reduciendo así los impulsos a la inversión productiva en el futuro hasta alcanzar el nivel de utilización óptimo. Estas condiciones del sector real respecto del excedente producido lo reducen en términos absolutos, pues instancia reduce la capacidad de absorción del excedente producido al disminuir el nivel de actividad económica, al igual que se reducen los incentivos a invertir al percibirse una excesiva capacidad instalada, lo que genera mayores presiones a la reducción en el nivel de actividad y por lo tanto de absorción/generación de excedente.

4.3. Baja inversión real unida con un explosivo incremento de la especulación.

Esto se observa en las dinámicas, descritas en el Gráfico 3, del índice base promedio de 1970=100 sobre el índice Wilshire 5000, el cual es un índice ponderado de capitalización de todas las acciones negociadas en los mercados de los Estados Unidos, y la inversión privada interna de los Estados Unidos en el periodo 1970 – 2013.

Gráfico 3 Índice promedio 1970=100, del Índice Wilshire 5000 (WILL5000INDFC) e Inversión Privada Interna (GPI) 1970-2013



Fuente: Elaboración propia con datos del FRED del Banco de la Reserva Federal de St. Louis.

Este gráfico muestra que durante los años setenta y hasta finales de los años ochenta, las decisiones de inversión entre el sector real y la especulación en el mercado de valores no

eran tan dispares una de otra; sin embargo, de 1987 a finales de 2013, se da un cambio total en las tendencias, donde el sector financiero crece exponencialmente mientras el crecimiento de la inversión real se torna extraordinariamente lento respecto del sector financiero.

El comportamiento permite pensar que los flujos de inversión en mercados de acciones no han permeado hacia proyector de inversión real en las empresas, sino dicho capital ha redundado en ganancias de capital para especuladores y se ha quedado transitando por mercados accionarios sin influir en gran proporción al sector real.

Mientras, por el lado de la inversión real las dinámicas de acumulación lentas, permiten pensar que los inversionistas no ven en el sector real una fuente suficiente de ganancias, por lo cual vuelcan cada vez una parte mayor de sus excedentes a la especulación, limitando al mínimo la inversión productiva, generando presiones al estancamiento además de tener un comportamiento marcadamente procíclico.

Estos resultados coinciden con lo escrito por Magdoff y Sweezy (1982) donde existe una importante explosión en la inversión financiera por sobre real, expresión de: La realización de excedente por inversión en mercados financieros; aunque puede existir una atenuación o reducción en la generación de excedente porque la inversión en los mercados financieros puede permanecer en mercados financieros alterando precios de estos activos sin afectar la economía real.

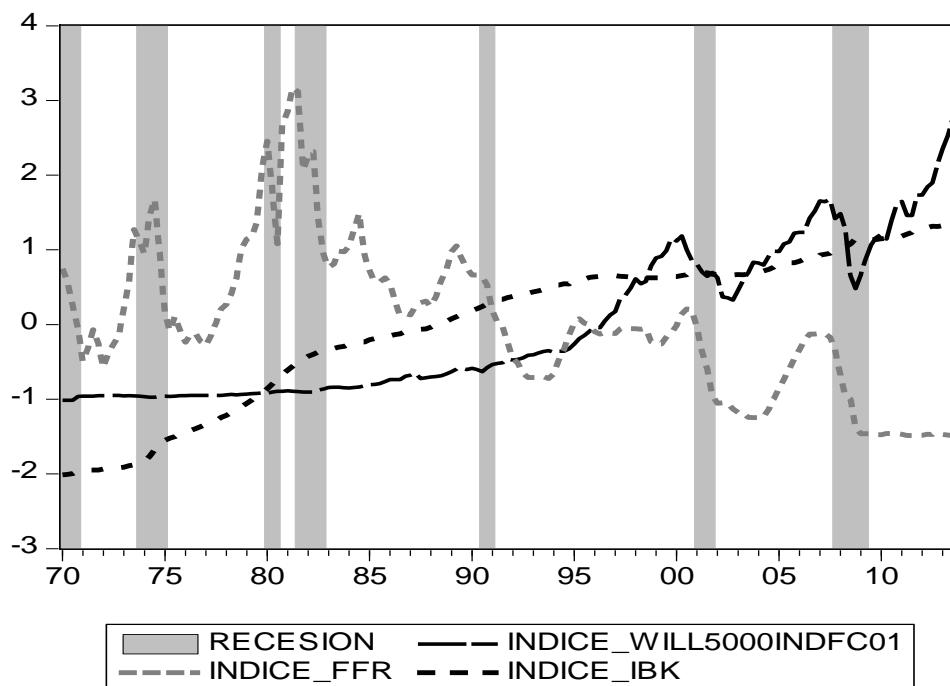
Mientras de acuerdo con Steindl, puede subsistir estancamiento por atenuación de la inversión real debido a la edad del capital y el tamaño deseado de la planta, la cual tiene un pequeño incremento en la década de los noventas por la revolución de las nuevas tecnologías, pero si lo anterior sucede al mismo tiempo que se observan precios crecientes en mercados accionistas entonces es posible concluir que una parte creciente del excedente y de los recursos líquidos en la economía se están canalizando hacia dichos mercados.

Asimismo implícitamente se puede apuntar a una relación a lo descrito por Panico *et al.* y Palley, sobre los cambios en la regulación de los mercados financieros que devienen en grandes transformaciones de este sector de la economía, como se aprecia en el marcado cambio de tendencia a mediados de la década de los noventas, el cual coincide con el fin del proceso de reforma regulatoria del sistema financiero.

4.4. Inflación en precios de activos financieros.

Un elemento inicial que resume la gran cantidad de flujos de inversión hacia activos financieros, la explosión en la innovación y la mayor incursión de una creciente proporción de hogares y empresas en la inversión en activos financieros, se refleja en las tendencias presentes en el gráfico siguiente, sobre los valores normalizados de los índices base promedio de 1970=100 del Índice Wilshire 5000 (WILL5000INDFC), Tasa Federal de Fondos (FFR) y el Índice de Precios al Productor de Bienes de Capital (IBK), como variables proxy de los precios de activos financieros, política monetaria y precios de los activos de capital, respectivamente.

Gráfico 4 Valores normalizados del Índice promedio 1970=100, del Índice Wilshire 5000 (WILL5000INDFC), Tasa Federal de Fondos (FFR) y el Índice de Precios al Productor de Bienes de Capital (IBK) 1970-2013.



Fuente: Elaboración propia con datos del FRED del Banco de la Reserva Federal de St. Louis.

La primera característica a resaltar es la coincidencia entre los cambios de tendencia de la política monetaria, los valores de bienes de capital y activos financieros a principios de la década de 1980, donde la tasa de interés comienza su tendencia a la baja y los valores de las otras dos series cambian al contrario, a una tendencia creciente, además de observarse la profundización del ciclo económico en el comportamiento del índice Wilshire 5000.

Existe una tendencia con valores crecientes para activos reales por sobre de activos financieros que se mantiene hasta mediados de la década de 1990, donde la dinámica de las curvas cambia y presenta los precios de los activos de capital creciendo con menor impulso, mientras los activos financieros crecen explosivamente a partir de este punto.

Por lo tanto, se presume uno de los cambios más relevantes en el proceso de acumulación dentro de la Financiarización, ya que a pesar de las cada vez más bajas tasas de interés y los dos largos periodos de expansión en la década de 1980 y 1990; no persistieron procesos de auge en la inversión de bienes de capital, en el sentido de Minsky, por el contrario la dinámica del crecimiento de la inversión real fue menor que en el caso de la inversión en mercados accionarios, donde persistieron procesos de auge muy marcados.

Así se percibe que la modificación en la política monetaria con bajas tasas de interés ha funcionado con mayor fuerza en la promoción de corrientes de capital hacia activos financieros respecto de los de inversión productiva; adicionalmente al observar estas dos dinámicas se puede afirmar igualmente que la inflación de los precios en los mercados accionarios, con el consecuente flujo de capital, no han servido directamente para financiar procesos de inversión productiva.

Estos comportamientos coinciden con lo escrito por Baran, Sweezy y Magdoff donde la explosión en la inversión financiera por sobre la inversión real, indica un gran flujo de capital desde el resto de la economía a los activos financieros asumiendo que existe:

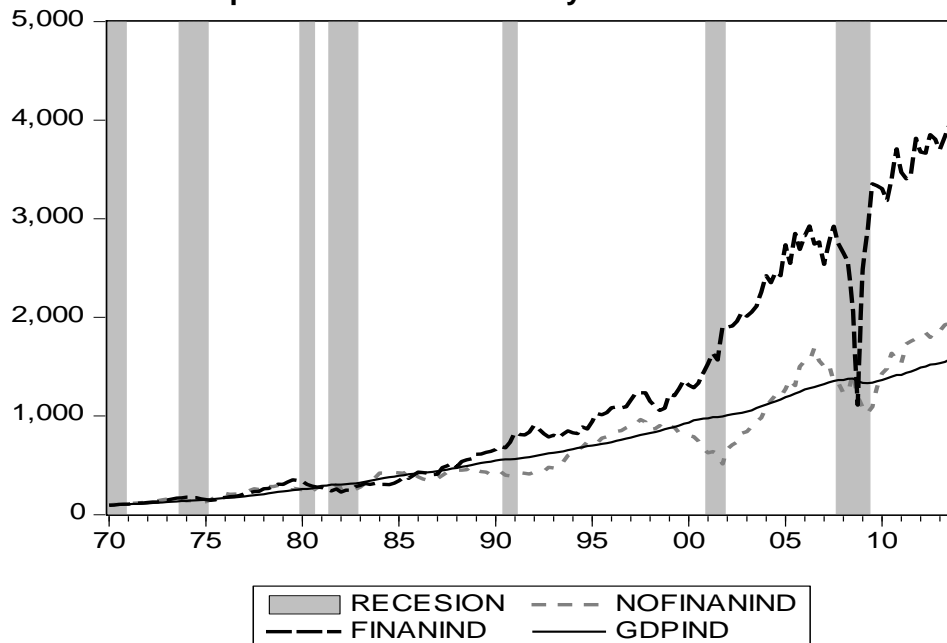
- Realización de excedente por este medio.
- Estancamiento por atenuación de la inversión real.

Mientras la política monetaria de reducción de la tasa de interés evidentemente es propicia para estos resultados como lo apunta Palley, dejando evidentemente de lado el interés por un nivel de actividad económica.

4.5. Redistribución de la ganancia.

El cambio en la dinámica de acumulación se puede atestiguar por el comportamiento del producto interno bruto y las ganancias corporativas de las empresas financieras y no financieras de 1970 a 2013 (Gráfico 5), muestra que la variabilidad de las ganancias en general ha sido mayor a la del producto.

Gráfico 5 Índice promedio 1970=100, del Producto Interno Bruto Corriente (PIB), Ganancias de Corporaciones Financieras y No financieras de 1970-2013



Fuente: Elaboración propia con datos del FRED del Banco de la Reserva Federal de St. Louis.

No obstante, las ganancias de las corporaciones financieras a partir de 1987 llevan una tendencia creciente y de variabilidad sin relación aparente con la dinámica del producto; es decir, las ganancias de estas corporaciones han crecido constantemente como parte del producto, lo cual no sucede en el caso de las corporaciones no financieras indicando un proceso de redistribución de las ganancias entre las corporaciones.

Marcando el creciente divorcio entre la esfera financiera y la acumulación real, el cambio en el equilibrio de capital financiero y capital industrial, además de profundizarse con respecto al ciclo económico pues las ganancias de las corporaciones financieras tienen mayor variabilidad procíclica que las ganancias de las corporaciones no financieras, con excepción de la crisis 2007-08.

Lo referido respecto al comportamiento a las variables anteriores encuentra referencia en principio en los escritos de Palley y Lapavitsas, quienes explican la existencia de tendencias en la economía donde hay redistribución del ingreso, como la mayor dinámica de las ganancias respecto de lo observado en el producto podría inferir el crecimiento de las ganancias en el ingreso.

Igualmente Palley y Lapavitsas exponen las transformaciones en el comportamiento de las corporaciones financieras y no financieras, que unido al exponencial crecimiento del sector financiero por su relación con hogares y empresas produce el flujo de recursos de

toda la economía hacia este sector, resultando en mayor dinámica en los cambios de las ganancias de las corporaciones financieras.

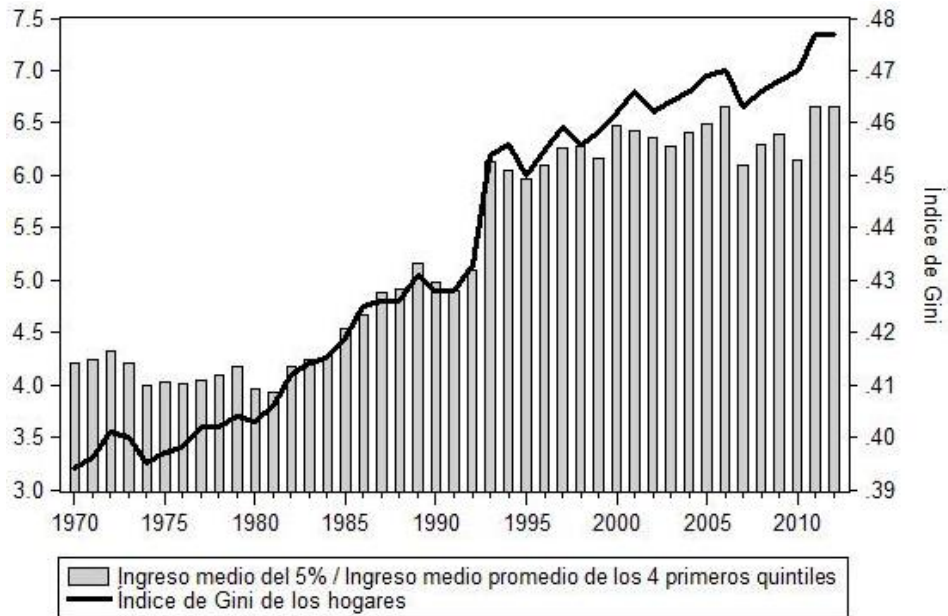
Todas estas cuestiones generan distorsiones en la capacidad de crecimiento de la economía; pues reduce al cabo de un tiempo la capacidad de generar y absorber excedente, ya que debido al proceso de redistribución del ingreso, presiona a la baja la capacidad de compra de los hogares al tiempo que amplía la deuda de los hogares forzando después de un tiempo tendencias recesivas por la necesidad de los hogares de ahorrar a fin de reducir su apalancamiento.

Mientras la inversión se ve afectada positivamente en tanto la economía esté en capacidad de continuar absorbiendo una mayor deuda; pues genera una demanda sostenida y hasta creciente con una mayor utilidad en términos de distribución del producto, sin embargo cuando la economía llega al límite de absorción de deuda la inversión tendrá presiones negativas. Provocando como lo marca Minsky igualmente, una condición recesiva debido a cambios negativos en las expectativas de los flujos producidos.

4.6. Redistribución y concentración del ingreso.

Este elemento adicional se presenta en las gráficas siguientes, en la primera se observa claramente un proceso de concentración del ingreso, donde el índice de Gini al igual que cociente del ingreso medio de los primeros 4 quintiles / el ingreso medio del 5% de mayor ingreso para los hogares; han crecido consistentemente año con año, lo cual apunta a un proceso de concentración en el ingreso de los hogares, con un salto a inicios de los años noventa, donde la economía a pesar de caracterizarse por crecimiento real también hubo aceleración en este proceso.

Gráfico 6 Proporción del promedio del ingreso medio de los 4 primeros quintiles / el ingreso medio del 5% alto y el Índice de Gini de los hogares, anuales de 1970 a 2013.

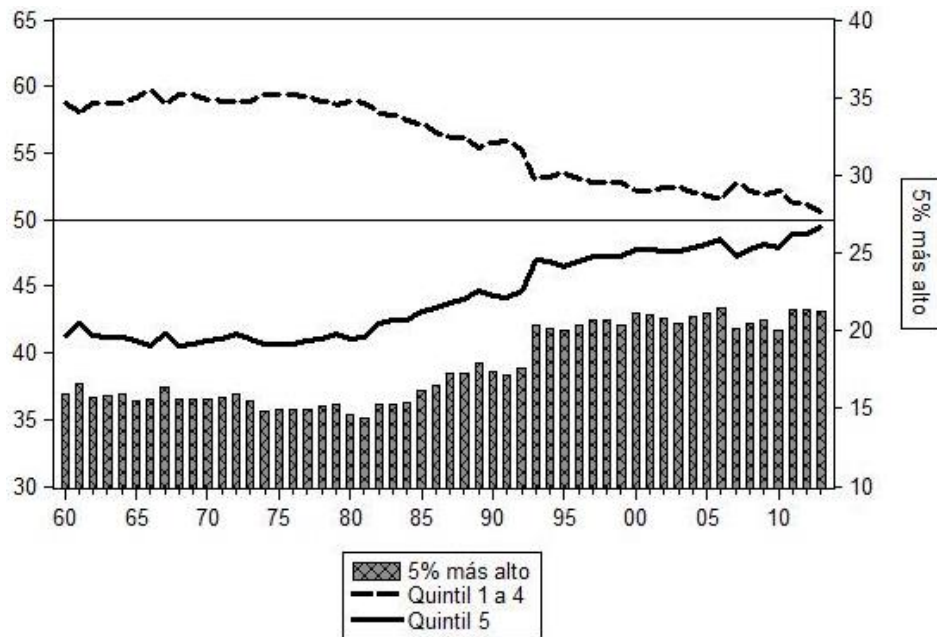


Fuente: Elaboración propia con datos del FRED del Banco de la Reserva Federal de St. Louis.

En la segunda gráfica se observa el proceso de redistribución entre las familias, con el comportamiento de la distribución anual de 1960 a 2013, del ingreso agregado de las familias por quintiles, la primera serie engloba los primeros cuatro quintiles, la segunda es el 20% de mayor ingreso y adicionalmente la serie del 5% con los ingresos más altos, de todas ellas el comportamiento es claro.

El 80% de las familias han perdido participación del ingreso agregado mientras el 20% con el mayor ingreso ha ganado todo ese territorio perdido. Además sobresale como se presenta un importante salto a inicios de los años noventa, a partir de donde el 5% de las familias de mayores ingresos pasaron de percibir el 17% del ingreso agregado al 21% para el año 2013, lo cual explica también el comportamiento del índice de Gini y ratifica el proceso de concentración del ingreso.

Gráfico 7 Porcentaje del ingreso agregado de las familias para los primeros cuatro quintiles, el quintil más alto y el 5% de mayor ingreso, anuales de 1960 a 2013.



Fuente: Elaboración propia con datos del FRED del Banco de la Reserva Federal de St. Louis.

Este proceso de redistribución y concentración del ingreso es resultado de las dinámicas descritas principalmente por Palley, respecto a la flexibilidad laboral y el comportamiento corporativo, que limita la capacidad de negociación de los trabajadores redundado en estancamiento de los salarios, además del incremento de las remuneraciones de los directores cuyo ingreso se encuentra en función del valor de la empresa como el de los dueños, lo cual se expresa en la reducción de la parte del ingreso agregado correspondiente a los primeros cuatro quintiles mientras se ha expandido la parte del ingreso correspondiente al último quintil, donde sobresale especialmente el caso del 5% más alto.

Estas condiciones se vuelven necesarias en el contexto de insuficientes oportunidades de inversión descrito como una variable constante de la tendencia al estancamiento, desde el análisis de Hansen, Steindl hasta los estudios de Sweezy y Baran, la cual hace necesario volver relativamente más eficientes las inversiones actuales, lo cual se logra mejorando las perspectivas de flujos de cada inversión al reducir los costos salariales.

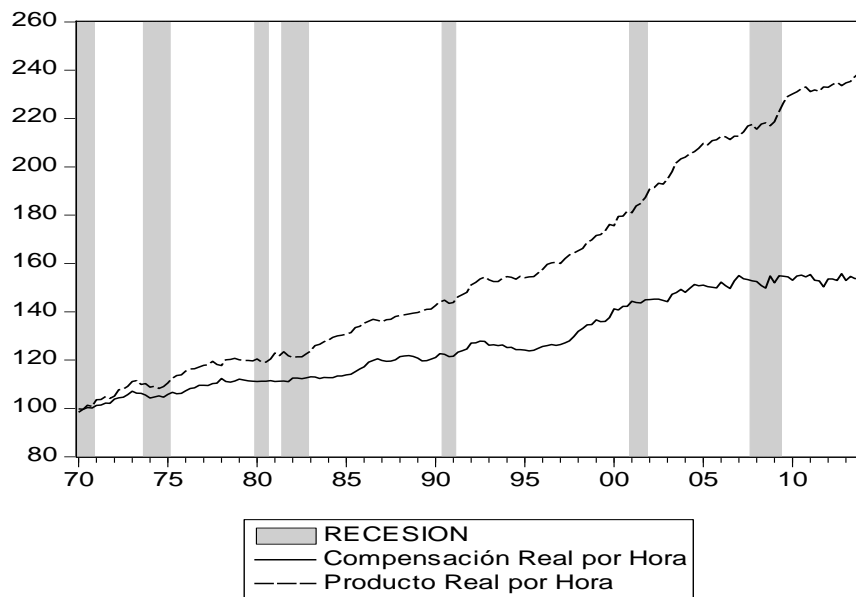
Sin embargo, la mejora de generación de excedente de las inversiones, por baja de costo salarial tiene un precio en la capacidad de asimilación de excedente por restricciones de demanda, provocando dependencia de mercados externos para realización de excedente y del crédito para sostener la demanda interna. Asimismo profundiza la prociclicidad en la

inversión; debido a las condiciones de disponibilidad del crédito que sostienen la demanda.

4.7. Redistribución de las ganancias de productividad.

El siguiente gráfico sobre el índice base 1970=100 del producto real por hora y la compensación real por hora. Demuestra cómo durante todo el periodo de investigación en la economía real de los Estados Unidos ha existido un proceso de disociación entre los ingresos de los trabajadores y la productividad.

Gráfico 8 Producto real por hora y compensación real por hora, índice trimestral base 1970=100.



Fuente: Elaboración propia con datos del FRED del Banco de la Reserva Federal de St. Louis.

Es decir, se infringe de hecho un supuesto fundamental de los modelos de crecimiento, donde el salario es igual a la productividad marginal del trabajo, por lo tanto debe crecer a la par con la productividad, procurando demanda necesaria en el proceso de acumulación; es así como la disociación de estas variables debe generar mayores presiones al estancamiento por restricciones de demanda y bajo dinamismo en la absorción de excedente.

La relación divergente entre productividad y compensación es un indicativo de los efectos económicos de la globalización, por la formación de cadenas globales de producción, y la

flexibilidad laboral interna, referidas por Palley, se expresan como reducción en la capacidad de negociación de los trabajadores y por contraste mayor capacidad de los empleadores para conservar una proporción creciente de las ganancias de productividad de cualquier nueva maquinaria o método de producción.

Igualmente tal condición redundante en principio para el empleador en una perspectiva de un flujo mayor de ganancias por cada nueva inversión que incremente la productividad, ya que de cada producto adicional la proporción correspondiente a ganancias será mayor; sin embargo, simultáneamente se presenta un efecto recesivo sobre la demanda al reducir la porción del producto nuevo que va a salarios, reduciendo la capacidad de la economía para absorber proporcionalmente el crecimiento del excedente con el consecuente incremento de dependencia en mercados externos.

Por lo cual se ejerce presión creciente sobre todas las posibilidades adicionales para la absorción del excedente, en términos de Baran y Sweezy, el gasto de gobierno y las campañas de ventas, mientras en la actualidad de acuerdo a Palley, la globalización con el libre comercio permite el acceso a nuevos mercados sin riesgo de competencia como en los ya saturados mercados locales.

4.8. Depresión de los salarios.

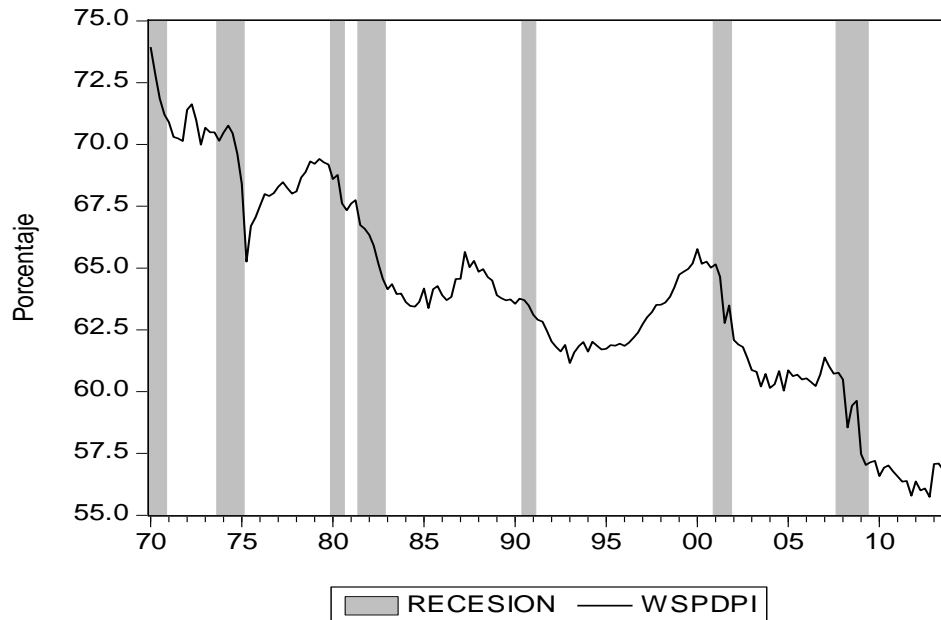
Un elemento adicional a tomar en cuenta en la transformación institucional de la estructura de acumulación es la proporción que representan los salarios en el ingreso nacional disponible (Gráfico 9), cuya tendencia desde la década de 1970 a 2013 es a la baja; es decir, a nivel macroeconómico ha prevalecido un proceso de redistribución del ingreso desde los salarios hacia las ganancias, condición que redundante en debilidad en la demanda.

Este es un elemento fundamental para el entorno donde es posible la creciente financiarización del salario; pues con un ingreso estancado por parte de los empleados sería imposible para estos siquiera mantener su nivel de vida sin quedar sin ahorro, excepto tomando una proporción creciente de financiamiento.

Lo cual apunta a tendencias favorables para el crecimiento del sector financiero, de presión para que la demanda pueda mantenerse absorbiendo el excedente creciente del sector productivo y por lo tanto fundando mayores presiones al estancamiento, pues la posibilidad de toma de deuda por parte de los hogares es menor a la de las empresas, sin

mencionar la obligación eventual del pago de dichas deudas. Asimismo este proceso de financiarización del ingreso de los hogares intensifica los efectos cíclicos de la disponibilidad de crédito.

Gráfico 9 Salarios como parte del Ingreso Nacional Disponible de 1970 a 2013.



Fuente: Elaboración propia con datos del FRED del Banco de la Reserva Federal de St. Louis.

En general, como lo señalan Sweezy y Baran, el efecto de la depresión de los salarios en la absorción de excedente es negativo, desde el resultado contractivo sobre la demanda; sin embargo de acuerdo a Sweezy y Magdoff la explosión de la deuda ha tenido un efecto contrarrestante a la tendencia negativa producto de la contracción salarial.

Dicho mecanismo ha funcionado como sustitución de mejoras en el nivel de ingreso por incremento en el nivel de deuda de los hogares; para sostener el nivel de vida de los hogares, lo cual señala Lapavitsas como la financiarización del salario, la cual tiene además un efecto de expropiación que redistribuye ingreso desde los salarios a las utilidades, específicamente al sector financiero.

Hecho lógico en términos de Schumpeter, quien explica que el crédito al consumo, al no estar dirigido hacia actividades productivas, no genera por sí mismo los recursos de repago, de tal forma dichos recursos deben salir del ingreso corriente de los hogares quitándoles en el tiempo una proporción de las ganancias de productividad que puedan recibir los hogares.

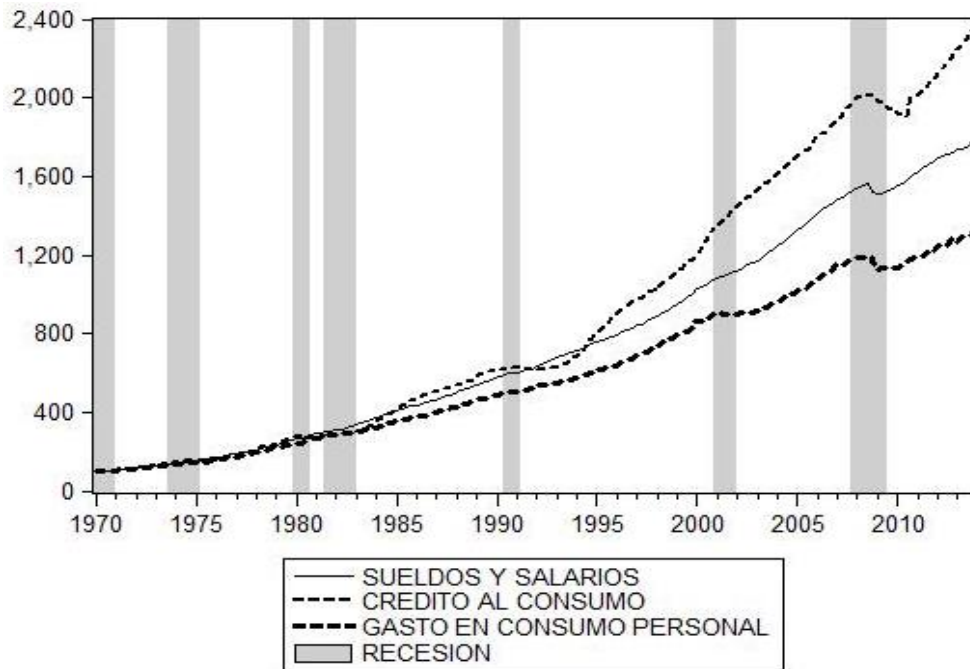
Por último puede subsistir un efecto de expansión en el ciclo económico al incrementar la inversión por aumento de los beneficios, como lo expone Minsky en su análisis, pues las decisiones de inversión se basan en el flujo esperado sobre una inversión, flujo que puede crecer en tanto los costos salariales se reducen por la tendencia depresiva y subsista un nivel suficiente de crédito en la economía, el cual permita sostener y/o incrementar la demanda. Sin embargo, los efectos depresivos al fin de la parte expansiva serán profundizados por el efecto de endeudamiento de los hogares aunado al lógico endeudamiento de las empresas.

4.9. Financiamiento al consumo creciente.

El siguiente gráfico muestra el gasto de consumo personal, sueldos y salarios y el crédito al consumo, en un índice base 1970=100 de 1970 a 2013; donde se puede ver claramente que la tendencia entre estas variables muestra la manera como el consumo personal de las familias se ha financiado de manera creciente por crédito al consumo.

Esta situación ocurre especialmente a partir de los primeros años de la década de 1990, donde se observa un cambio en la tendencia del crédito al consumo, la cual presenta un crecimiento en la expansión de este mientras los sueldos y salarios pagados mantienen la misma tendencia de crecimiento al igual que el consumo personal. Por lo tanto dicho crecimiento del crédito al consumo sólo puede ocurrir por la sustitución de ingreso por crédito para mantener los patrones de vida de los hogares.

Gráfico 10 Índice base 1970=100 de sueldos y salarios, crédito al consumo de los hogares y gasto en consumo personal, trimestral 1970-2013.



Fuente: Elaboración propia con datos del FRED del Banco de la Reserva Federal de St. Louis.

Tales desarrollos son evidencia del fenómeno referido como financiarización del ingreso de los hogares, donde la actividad de los bancos se ha enfocado en transacciones con los hogares como el crédito al consumo. Además coincide el cambio de tendencia referido en la década de 1990, con lo observado en los gráficos de redistribución y concentración del ingreso.

Por lo que respecta a Lapavistas este fenómeno es característico del capitalismo basado en finanzas, a causa del retiro del sector público en la provisión de servicios como salud, educación, vivienda, pensiones y transporte; generando un contexto donde el consumo asalariado ha sido privatizado y mediado por el sector financiero en una proporción creciente.

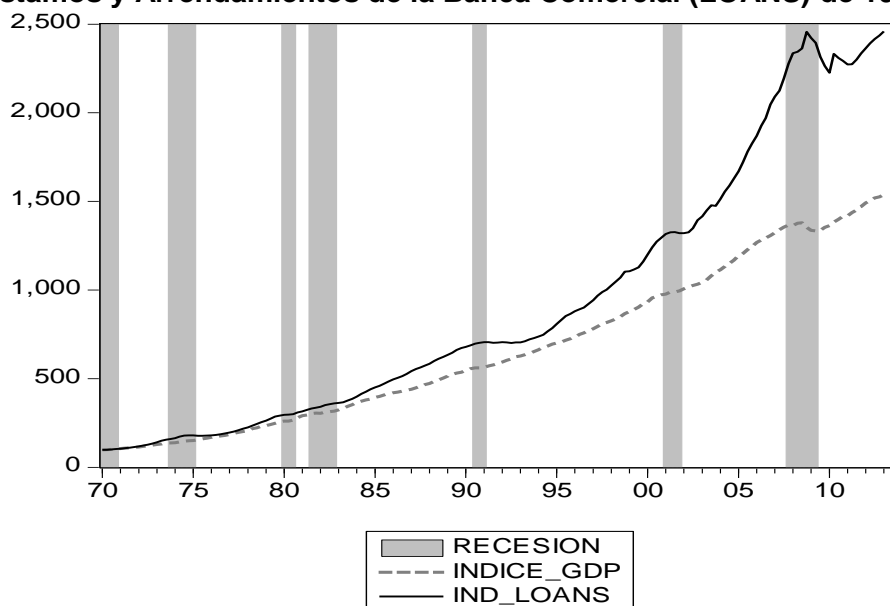
Es importante igualmente lo que apuntan Sweezy y Magdoff en cuanto al crédito al consumo, el cual es un modo eficiente para sostener la demanda; es decir la absorción del excedente, procurando en el caso de una expansión suficiente la posibilidad de crecimiento en tanto mejora las expectativas de ganancias de las empresas; pero empeorando las contracción de la demanda en los periodos recesivos por apalancamiento de los hogares.

4.10. Crecimiento de la deuda.

En el comportamiento del ingreso, representado por el producto interno bruto, y la deuda, representada por el total de préstamos y arrendamientos en todos los bancos comerciales, sobresale que los ingresos crecen de manera similar a la deuda en la década de 1970.

Sin embargo, a partir de la mitad de la década de 1980 la deuda se acelera creciendo más rápidamente que el ingreso. Es decir, a nivel macroeconómico las tendencias describen un proceso de acumulación con una creciente dependencia de la deuda, situación a través de la cual se afianza cada vez más la posición del sector financiero por sobre el real.

Gráfico 11 Índice promedio 1970=100, del Producto Interno Bruto Corriente (GDP) y los Préstamos y Arrendamientos de la Banca Comercial (LOANS) de 1970-2013



Fuente: Elaboración propia con datos del FRED del Banco de la Reserva Federal de St. Louis.

Este comportamiento coincide con las aportaciones teóricas de Sweezy, Magdoff y Lapavitsas, pues:

Esta economía es crecientemente dependiente de la deuda para sostener la demanda.

La dinámica del producto revela un ingreso que no crece proporcionalmente con su endeudamiento; por lo que en términos de Lapavitsas la financiarización del ingreso de los trabajadores significa para la economía estancamiento.

En lo respectivo al excedente se observa que esta deuda puede ser positiva para la absorción de éste, aunque el efecto es el opuesto para la generación de excedente y lo mismo ocurre con la inversión, dada la dinámica tan estable del producto al contrario de la deuda; comportamiento el cual permite presumir que la toma de dicha deuda es principalmente para consumo y actividades no productivas, ya que no hay efectos positivos visibles sobre el nivel de producto.

IV. Contraste empírico.

A fin de llevar a cabo el contraste empírico de lo establecido en el desarrollo teórico se presenta un análisis de cointegración por medio de la metodología VAR, el cual se llevará a cabo en tres modelos para contrastar los efectos de la transformación en la economía estadounidense.

Primero los efectos de la inversión en activos financieros y reales sobre el producto; en segundo lugar desde la perspectiva de la oferta analizar los efectos del financiamiento interno y externo de la inversión; y por último en el lado de la demanda, los efectos de la forma de financiamiento del consumo en la economía.

Los modelos se calculan en dos enfoques, en primer lugar cointegración estática por medio de un VAR cointegrado que incluya toda la muestra, y en segundo lugar un enfoque dinámico por medio de la estimación recursiva y de ventana móvil.

Finalmente se seleccionó el periodo de 1970 a 2014 porque encuadra la mayoría de las referencias teóricas que apuntan a dicho periodo, donde se han presentado los cambios en la economía estadounidense, los cuales devienen en la integración del modelo basado en el sector financiero.

5.1. Cointegración estática.

5.1.1. Modelo de efectos de la inversión financiera y real sobre el producto.

En primer lugar será la elaboración de un modelo de cointegración con el fin de evaluar la existencia de relaciones de largo plazo y el signo de dicha relación; entre las variables de inversión y el producto. La representación funcional del modelo es de forma general la siguiente:

$$\text{Producto} = f(\text{INV. REAL}, \text{INV. FINANCIERA})$$

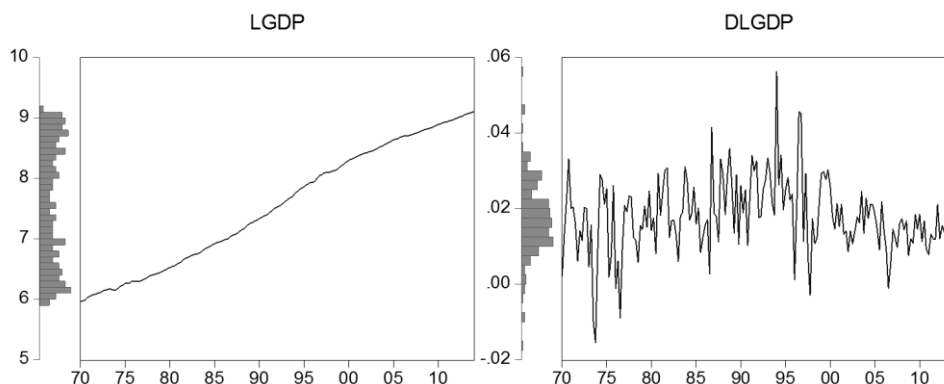
Es decir; el producto es una función de la inversión tanto real como financiera; esto con base en la teoría sería en términos generales la representación de la toma de decisión de inversión que lleva a cabo todo capitalista en la modernidad, invertir en ampliar la planta en nuevo capital fijo o llevar esos flujos de capital al sector financiero; en busca de la mayor rentabilidad en ambos casos.

Los datos.

Las series a emplear se utilizarán en logaritmos y son las siguientes:

Producto.- Gross Domestic Product desestacionalizado trimestral de los Estados Unidos (LGDP). A continuación se presentan en el gráfico los valores en logaritmos (gráfica izquierda) y las primeras diferencias (gráfico derecho), donde a primera vista la serie es de grado de integración I(1).

Gráfico 12 Logaritmo del GDP y la primera diferencia, trimestral de 1970-2014.



Fuente: Elaboración propia con datos del FRED del Banco de la Reserva Federal de St. Louis.

Avanzando con el análisis de la serie, la siguiente tabla muestra el resumen de las pruebas de raíces unitarias realizadas, Augmented Dicky-Fuller (ADF), Phillips-Perron (PP) y Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS); los resultados afirman que la serie es de nivel de integración I(1), en todos los casos revisados.

Tabla 1 Resumen de pruebas de raíces unitarias del logaritmo del GDP.

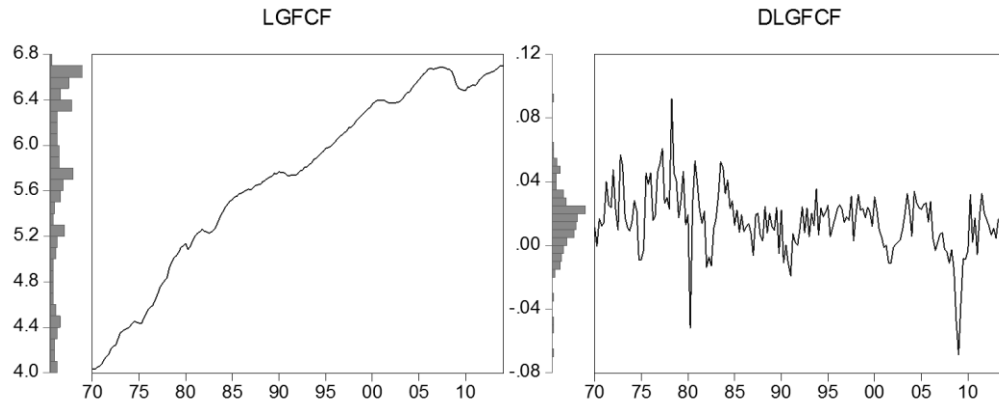
Serie: LGDP.- Producto Interno Bruto								
Diferencias	ADF test			PP test			KPSS test	
	Constant	Trend	None	Constant	Trend	None	Constant	Trend
0	-0.41582	-0.76925	7.46072	-0.311944	-0.934324	14.37901	1.71688	0.21065
Prob.	(0.90260)	(0.96550)	(1.0000)	(0.9194)	(0.9488)	(1.0000)		
1	-9.09201	-9.07429	-1.80999	-9.250841	-9.235426	-3.030274	0.35973	0.35563
Prob.	(0.00000)	(0.00000)	(0.06700)	(0.00000)	(0.00000)	(0.002600)		

Elaboración propia.

Inversión Real.- Como variable proxy de la inversión real se emplea la formación bruta de capital fijo, la cual según el sistema nacional de cuentas de los Estados Unidos proviene de la cuenta corriente e incluye a todos los sectores; esta variable representa la inversión en activos reales desde el mínimo necesario para mantener el tamaño de planta por consumo de capital fijo, más la inversión nueva.

A continuación las gráficas muestran el logaritmo de la Gross Fixed Capital Formation desestacionalizada (LGFCF) y su primera diferencia, apuntan a una grado de integración I (1).

Gráfico 13 Logaritmo de la GFCF y la primera diferencia, trimestral de 1970-2014.



Fuente: Elaboración propia con datos del FRED del Banco de la Reserva Federal de St. Louis

La siguiente tabla resume las pruebas de raíces unitarias realizadas a la serie de Gross Fixed Capital Formation en logaritmos; cuyos resultados muestran que la serie es de nivel de integración $I(1)$, en todos los casos revisados.

Tabla 2 Resumen de pruebas de raíces unitarias del logaritmo de la GFCF.

Serie: LGFCF.- Formación Bruta de Capital Fijo								
Diferencias	ADF test			PP test			KPSS test	
	Constant	Trend	None	Constant	Trend	None	Constant	Trend
0	-3.20854	-1.41119	3.78093	-3.123894	-1.151266	4.422821	1.640369	0.63511
Prob.	(0.02110)	(0.85460)	(1.0000)	(0.02660)	(0.91630)	(1.00000)	0.46300	0.14600
1	-7.12254	-7.84379	-2.71397	-7.3207	-7.877014	-5.236078	0.34163	0.04005
Prob.	(0.00000)	(0.00000)	(0.00680)	(0.00000)	(0.00000)	(0.00000)	0.46300	0.14600

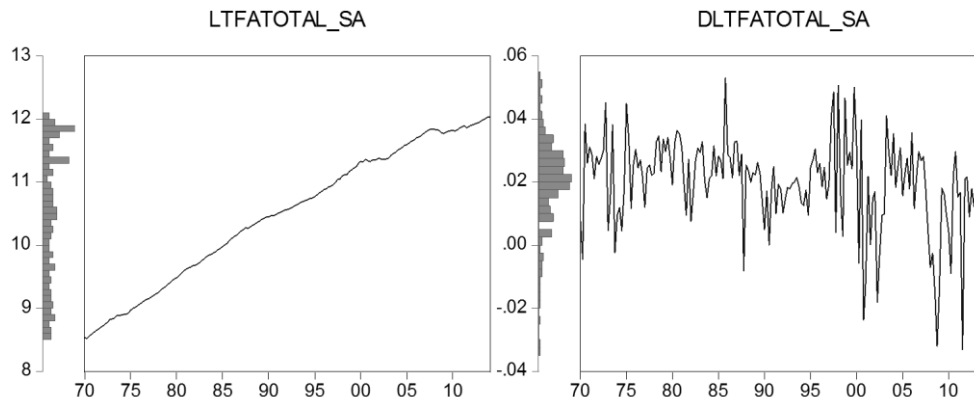
Elaboración propia.

Inversión Financiera.- Para el caso de la inversión financiera se calculó una serie proxy del total de la inversión financiera de los sectores institucionales y se integró a través de la suma de las siguientes series del FRED de St. Louis:

1. *Nonfinancial Corporate Business; Total Financial Assets.*
2. *Nonfinancial Noncorporate Business; Total Financial Assets.*
3. *Households and Nonprofit Organizations; Total Financial Assets.*
4. *Federal government; total financial assets.*
5. *Financial business; total financial assets.*

Lo anterior a fin de tener una variable que exprese la decisión de inversión de todos los sectores de la economía en activos financieros; a continuación se presenta el gráfico de la serie del logaritmo del Total de Activos Financieros (LTFATOTAL_SA), la cual fue desestacionalizada a través del programa CENSUS X12.

Gráfico 14 Logaritmo de la LTFATOTAL_SA y la primera diferencia, trimestral de 1970-2014



Fuente: Elaboración propia con datos del FRED del Banco de la Reserva Federal de St. Louis.

La tabla reporta los resultados de las pruebas de raíces unitarias, en esta se puede ver que la serie es I(1) de nivel de integración, como se podía presumir del igualmente del gráfico previo.

Tabla 3 Resumen de pruebas de raíces unitarias del logaritmo de la LTFATOTAL_SA.

Serie: LTFATOTAL.- Total de Activos Financieros								
Diferencias	ADF test			PP test			KPSS test	
	Constant	Trend	None	Constant	Trend	None	Constant	Trend
0	-2.516233	-0.195198	3.555739	-2.76512	-0.213664	9.835011	1.702313	0.362715
Prob.	(0.11340)	(0.99270)	(0.99990)	(0.06540)	(0.99230)	(1.00000)	0.46300	0.14600
1	-5.141346	-12.0001	-1.725795	-10.52393	-12.2442	-4.894051	0.668974	0.064096
Prob.	(0.00000)	(0.00000)	(0.08000)	(0.00000)	(0.00000)	(0.00000)	0.46300	0.14600

Elaboración propia.

De esta manera, se considera que todas las series cumplen con la primera condición de nivel de integración para realizar modelos de cointegración para el cálculo de relaciones de largo plazo.

Modelo VAR.

El modelo en general asume una relación funcional como la siguiente:

$$LGDP = f(LGFCF, LTFATOTAL_SA)$$

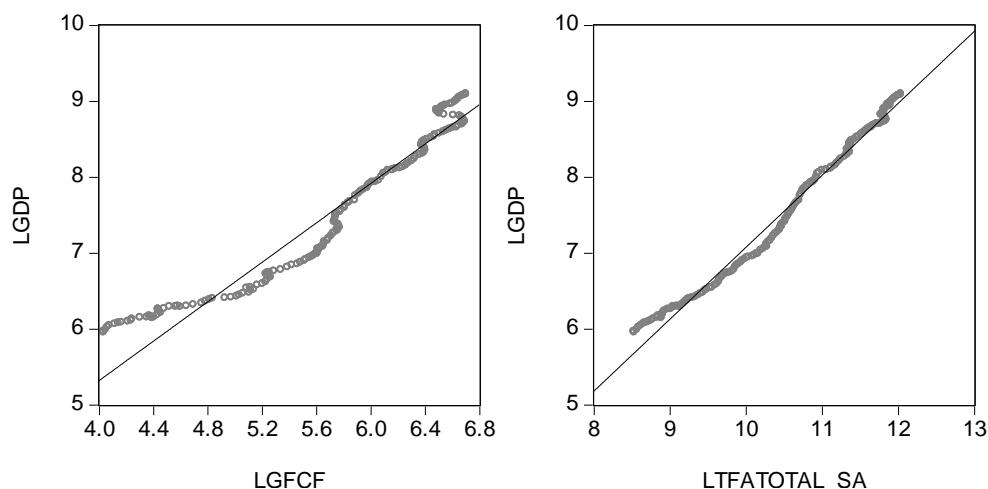
Esta relación tiene como objetivo de analizar los efectos de las decisiones de inversión en el periodo, a partir de reducir la inversión en dos tipos de activos: reales o financieros; pues como se presenta en los hechos estilizados en la actualidad en una economía capitalista con amplio y profundo sistema financiero, el efecto de cada tipo de decisión de

inversión sobre el producto es diferente a pesar de que el propósito de varios mercados financieros es la de proveer de recursos y/o liquidez al sector real.

Lo anterior a fin de contrastar las referencias a las aportaciones de Magdoff y Sweezy sobre la explosión financiera de la década de los años ochenta; asimismo en términos de Lapavitsas, la transformación del capitalismo basado en finanzas respecto de las corporaciones financieras, no financieras y los hogares relacionados crecientemente con operaciones en mercados financieros, además del cambio de la operación de los bancos con el crédito a los hogares y las empresas.

En una primera vista sobre los datos, se puede suponer que la variable del producto guarda relación con respecto de las variables de inversión tanto real como financiera.

Gráfico 15 Inversión financiera (LTFATOTAL_SA) e Inversión real (LGFCF) versus el producto (LGDP), con línea de regresión lineal, 1970-2013



Fuente: Elaboración propia con datos del FRED del Banco de la Reserva Federal de St. Louis.

A continuación en la Tabla 10 se reporta el resumen del criterio de selección de rezagos para el modelo VAR, de la cual se obtiene que por la mayoría de los criterios de información son dos rezagos lo mejor para el modelo.

Tabla 4 Resumen del criterio de selección de rezagos para el modelo VAR 01.

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC
0	-0.81208	NA	0.00021	0.04511	0.10067
1	1298.16900	2536.47300	0.00000	-15.22094	-14.99870
2	1335.20900	71.01068	3.53e-11*	-15.55277*	-15.16385*
3	1341.34000	11.53700	0.00000	-15.51882	-14.96322
4	1351.77400	19.26300*	0.00000	-15.53579	-14.81351
5	1360.39500	15.60981	0.00000	-15.53131	-14.64234
6	1366.49300	10.82369	0.00000	-15.49696	-14.44131

* indicates lag order selected by the criterion
 LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
 FPE: Final prediction error
 AIC: Akaike information criterion
 SC: Schwarz information criterion
 HQ: Hannan-Quinn information criterion

Elaboración propia.

Los primeros resultados sobre el VAR cointegrado son los siguientes:

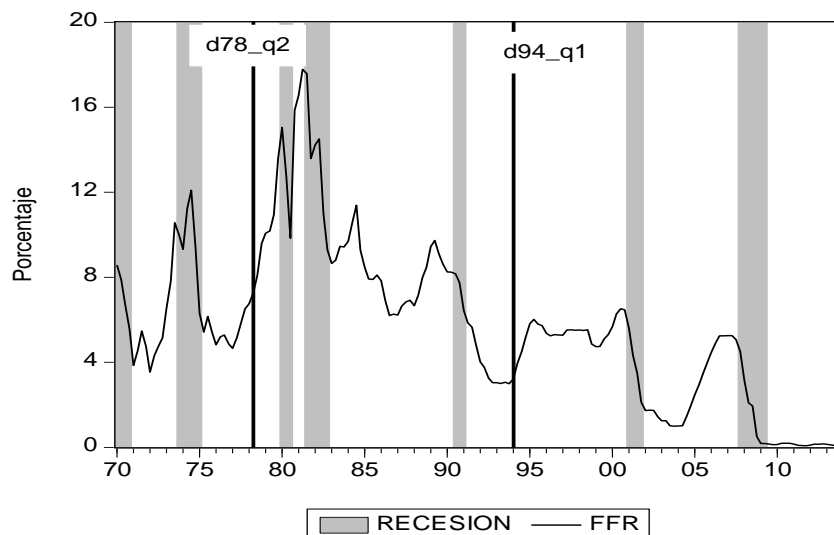
El modelo final fue un VAR 2, con cuatro variables dummy de salto, explicadas en la siguiente tabla.

Dummy de salto	Justificación económica
D78_Q2	Segundo trimestre de 1978. Coincide con aceleración en la alza de la tasa de fondos federales de la FED.
D80_Q2	Segundo trimestre de 1980. Trimestre en periodo recesivo.
D94_Q1	Primer trimestre de 1994. Coincide con aceleración en la alza de la tasa de fondos federales de la FED.
D00_Q4	Cuarto trimestre de 2000. Trimestre previo inmediato a periodo recesivo.

Elaboración propia.

Lo anterior se observa con mayor claridad en la siguiente gráfica, donde se muestran las variables dummy de impulso para los periodos 78_q2 y 94_q1, las cuales coinciden con cambios en la política monetaria de la FED en medio de un periodo de expansión, precisamente previo a la implementación del experimento monetarista o desinflación de Volcker en 1978-1979 y el cambio de la política de Alan Greenspan en 1994.

Gráfico 16 Tasa promedio trimestral de Fondos Federales de la Reserva (FFR) con periodos de recesión, 1970-2013.



Fuente: Elaboración propia con datos del FRED del Banco de la Reserva Federal de St. Louis.

La tabla resumen de las pruebas sobre los residuales del modelo muestran que presenta homoscedasticidad, no correlación serial y normalidad, al comprobar que todos los resultados tienen una probabilidad mayor a 0.05, al 95%.

Tabla 5 Resumen de pruebas sobre los residuos del VAR01.

Prueba LM de Correlación Serial			Prueba de Normalidad sobre los Residuos de Cholesky		
H0: no hay correlación serial al rezago h			H0: residuos son normales		
Rezago	LM-Stat	Prob			
1	6.4031	0.6990	Asimetría	Chi-sq	Prob.
2	7.7537	0.5591	Resultado Conjunto	4.6963	0.1954
Prueba de Heteroscedasticidad: No Terminos Cruzados (sólo niveles y cuadrados)			Curtosis	Chi-sq	Prob.
Resultado Conjunto			Resultado Conjunto	3.9931	0.2622
Chi-sq	Prob.		Jarque-Bera	Prob.	
111.3152	0.1359		Resultado Conjunto	8.6893	0.1918

Elaboración propia.

Adicionalmente el modelo muestra ser estable por satisfacer la condición de que todas sus raíces están dentro del círculo de la unidad, como se aprecia en el gráfico de las raíces inversas.

Tabla 6 Resumen de prueba de raíces inversas del VAR01.

Root	Modulus
0.995464	0.99546
0.970806	0.97081
0.917897	0.91790
0.316287 - 0.139326i	0.34561
0.316287 + 0.139326i	0.34561
0.329723	0.32972
No root lies outside the unit circle.	
VAR satisfies the stability condition.	

Elaboración propia.

La prueba de cointegración arrojó como resultado que existen dos ecuaciones de cointegración, al seleccionar el criterio 2 de evaluación, en el cual se observó un mayor número de posibles ecuaciones de cointegración como presenta la tabla:

Tabla 7 Resumen de pruebas de cointegración del VAR01.

Resumen de los 5 posibles criterios en la prueba de cointegración					
Data Trend:	1	2	3	4	5
	None No Intercept No Trend	None Intercept No Trend	Linear Intercept No Trend	Linear Intercept Trend	Quadratic Intercept Trend
Trace	1	2	3	0	0
Max-Eig	1	2	0	0	0
*Critical values based on MacKinnon-Haug-Michelis (1999)					
Prueba de cointegración bajo criterio 2					
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)					
Hypothesized		Trace	0.05		
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**	
None *	0.25865	76.39235	35.19275	0.00000	
At most 1 *	0.09402	24.31761	20.26184	0.01310	
At most 2	0.04019	7.13677	9.16455	0.11940	
Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level					
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level					
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values					
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)					
Hypothesized		Max-Eigen	0.05		
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**	
None *	0.25865	52.07475	22.29962	0.00000	
At most 1 *	0.09402	17.18084	15.89210	0.03130	
At most 2	0.04019	7.13677	9.16455	0.11940	
Max-eigenvalue test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level					
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level					
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values					

Elaboración propia.

Finalmente como resultado de la prueba de cointegración se identificó un vector de cointegración, que se presenta normalizado en forma de ecuación a continuación:

$$GDP = 3.613677 * GFCE - 1.89711 * TFATOTAL + 10.08387$$

Este resultado es congruente con lo establecido teóricamente, pues la inversión real es positiva al producto mientras la inversión financiera es negativa. Los coeficientes respectivos, al tratarse de un modelo de tipo log-log, se pueden interpretar como elasticidades, de tal manera la inversión real tiene una elasticidad mayor a la unidad de aproximadamente de 3.61, es decir el producto variará 3.61% en el mismo sentido por cada uno por ciento de variación en la inversión real; mientras que ocurrirá lo contrario en el caso de la inversión financiera, donde el producto variará 1.89% en sentido opuesto al que lo haga la inversión financiera.

Estos resultados corresponden con la teoría y los hechos estilizados, pues se obtiene una prueba de la capacidad del sistema financiero para absorber excedente por medio de la inversión desde todos los sectores institucionales, sin que dicha inversión resulte en crecimiento del producto mientras en el caso de la inversión en activos de capital sucede todo lo contrario.

De tal manera la relación de largo plazo calculada refleja que la economía utiliza al sector financiero como una forma de absorción de excedente, la cual no incrementa el producto y por lo tanto sólo puede redistribuirlo, así como los hechos estilizados lo mostraban y lo refieren Sweezy, Baran, Magdoff y Lapavitsas.

Por último el modelo corrector de error (MCE) en base al vector de cointegración anterior confirmó la existencia de cointegración entre las variables como se muestra en el cuadro siguiente, donde se puede observar que el coeficiente del vector es menor a uno y negativo

Cuadro 6 MCE del modelo VAR 01

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLGDP(-1)	0.3283	0.0660	4.9761	0.0000
DLGFCF	0.0752	0.0355	2.1205	0.0355
DLGFCF(-4)	-0.0748	0.0342	-2.1905	0.0299
DLTFATOTAL_SA(-1)	-0.0912	0.0499	-1.8282	0.0693
VCB(-1)	-0.0041	0.0005	-7.9157	0.0000
D94_Q1	0.0384	0.0082	4.6914	0.0000
D86_Q4	0.0269	0.0083	3.2469	0.0014
R-squared	0.3277	Mean dependent var		0.0178
Adjusted R-squared	0.3034	S.D. dependent var		0.0098
S.E. of regression	0.0082	Akaike info criterion		-6.7421
Sum squared resid	0.0110	Schwarz criterion		-6.6145
Log likelihood	590.1877	Hannan-Quinn criter.		-6.6903
Durbin-Watson stat	2.0456			

Elaboración propia.

Igualmente se presenta el cuadro resumen de pruebas sobre los errores del MCE, donde se resalta que dicho modelo cumple con los supuestos de normalidad, no autocorrelación serial, homoscedasticidad.

Cuadro 7 Resumen de pruebas sobre los residuales del modelo MCE del VAR01.

Prueba de Normalidad			
Estadístico Jarque-Bera	3.7595	Prob.	0.1526
Prueba LM Breusch-Godfrey de Correlación Serial:			
F-statistic	0.3189	Prob. F(4,35)	0.8650
Obs*R-square	1.3514	Prob. Chi-Square(4)	0.8526
Prueba ARCH LM:			
F-statistic	0.8951	Prob. F(4,35)	0.4772
Obs*R-square	3.7122	Prob. Chi-Square(4)	0.4464
Prueba White de Heteroscedasticidad:			
F-statistic	0.6660	Prob. F(31,142)	0.8323
Obs*R-square	11.7765	Prob. Chi-Square(31)	0.8135
Scaled explain	14.1967	Prob. Chi-Square(31)	0.6531

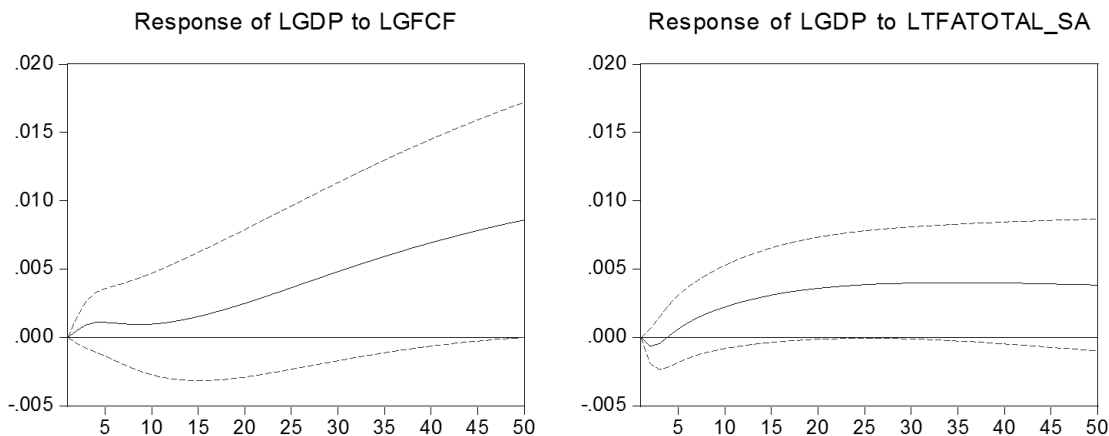
Elaboración propia.

A continuación el gráfico muestra los resultados del análisis impulso respuesta del modelo, el cual refuerza los resultados de los efectos establecidos por los coeficientes calculados:

El primer resultado sobre el efecto positivo de la inversión real en el producto, se refuerza por el efecto creciente en el tiempo de una innovación en la inversión, el cual crece especialmente pasados 15 periodos. Situación lógica con lo escrito por Sweezy y Baran, quienes indican que incrementar la inversión como medio para absorber excedente requiere necesariamente de un proceso creciente de inversión auto-reforzado, por la necesidad igualar el excedente creciente.

Segundo, en cuanto a la innovación en la inversión financiera, se observa de entrada el efecto negativo que se vuelve positivo tras 5 periodos, pero a diferencia de la inversión real el efecto positivo llega a un máximo tras 15 periodos donde se estabiliza, esa característica resulta de las condiciones de los mercados financieros modernos, donde el dinero invertido puede quedar durante largo tiempo en las muchas y diversas capas del sistema antes de afectar alguna parte de la economía real.

Gráfico 17 Impulso respuesta del modelo VAR de efectos de la inversión en el producto.

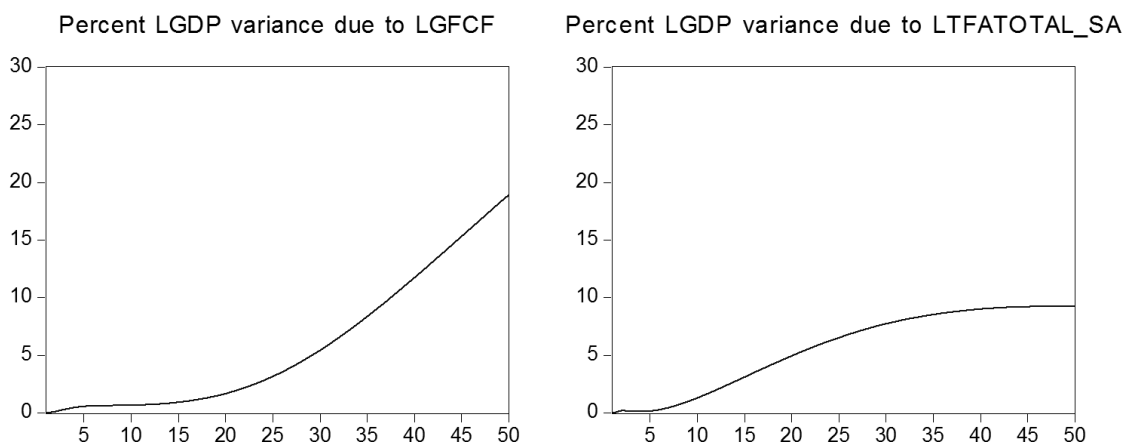


Elaboración propia.

El gráfico del análisis de descomposición de varianza corroboran los resultados anteriores:

- El efecto creciente en el tiempo de la inversión real sobre el producto, el cual tras 50 periodos llega a ser el 20 por ciento de la varianza del producto.
- Mientras el efecto de la inversión financiera parece llegar apenas al 10% tras 30 periodos y se mantiene en el mismo nivel.

Gráfico 18 Descomposición de varianza del modelo VAR de efectos de la inversión en el producto.



Elaboración propia.

5.1.2. Modelo de impacto en la oferta.

En primer lugar el modelo de oferta representada con la variable proxy de la inversión privada doméstica en función de las variables ingreso real (ganancias corporativas) y financiamiento (total de préstamos y total de valores emitidos).

Con lo cual se pretende demostrar que la inversión real de las empresas en la economía se ve afectada por las fuentes de financiamiento, que desde la perspectiva teórica presentada se arguye han sufrido una transformación en el entorno del modelo de reproducción *finance-led*, donde se espera encontrar cambios en las relaciones respecto de las ganancias y el financiamiento externo.

Cambios fundados desde la perspectiva donde las empresas al poder tener una ganancia a través del sector financiero y con financiamiento externo por sobre del interno; dando así un entorno que naturalmente tendería al estancamiento del producto.

Los datos.

A continuación se presentan las descripciones de las series empleadas, las cuales se encuentran en logaritmos, son de periodicidad trimestral y para el periodo del primer trimestre de 1970 al cuarto de 2014. Las series empleadas son las siguientes:

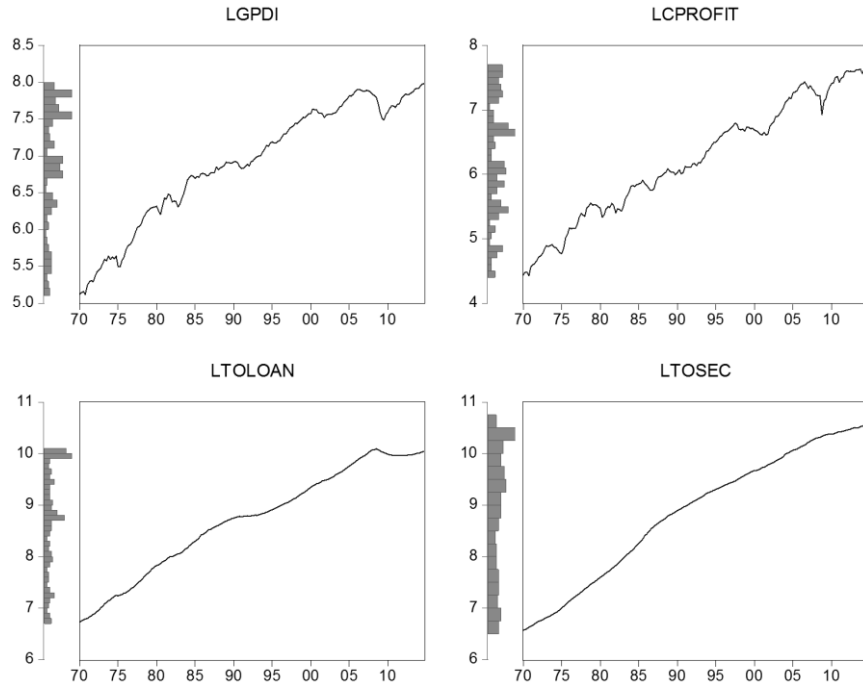
LGPDI: Como serie proxy de la inversión se emplea el logaritmo de la serie trimestral de la inversión privada doméstica bruta (*Gross Private Domestic Investment*); pues esta variable es la más próxima a representar las decisiones inversión de las empresas.

LCPROFIT: Como serie proxy de los beneficios y de una fuente interna de financiamiento para la inversión se emplean las ganancias corporativas con ajuste de valuación de inventarios y de consumo de capital (*Corporate Profits with Inventory Valuation Adjustment and Capital Consumption Adjustment*); se emplea esta variable pues representa la capacidad de generar excedente de las empresas a nivel general, ya que incluye tanto el valor de los inventarios y el consumo de capital.

LTOLOAN: En este caso se empleó la serie del total de préstamos de todos los sectores como deuda (*All Sectors; Total Loans; Liability*); se utiliza esta variable como representación de una fuente de financiamiento externo de la inversión, además de ser por lo general la más costosa, en la economía en general pues tanto empresas como hogares pueden tomar deuda con mayor facilidad en el entorno altamente financiarizado.

LTOSEC: Se empleó la serie del total de valores de deuda emitidos por todos los sectores (*All Sectors; Total Debt Securities; Liability*); para este caso se utiliza esta variable como serie proxy de la fuente de financiamiento externa con menor costo respecto de la toma de préstamos para la economía total; ya que en el entorno de amplia financiarización tanto empresas como hogares pueden acceder a emitir valores de deuda.

Gráfico 19 Variables en logaritmos LGPDI, LGPROFIT, LTOLOAN Y LTOSEC.



Fuente: Elaboración propia con datos del FRED del Banco de la Reserva Federal de St. Louis.

Como se aprecia en el gráfico anterior las series parecen ser de grado de integración $I(1)$, como lo requiere la metodología; sin embargo al momento de realizar las pruebas de raíces unitarias los resultados mostraban en más de un caso un grado de integración mayor a 1 en el caso de las series financieras como se muestra en la siguiente tabla:

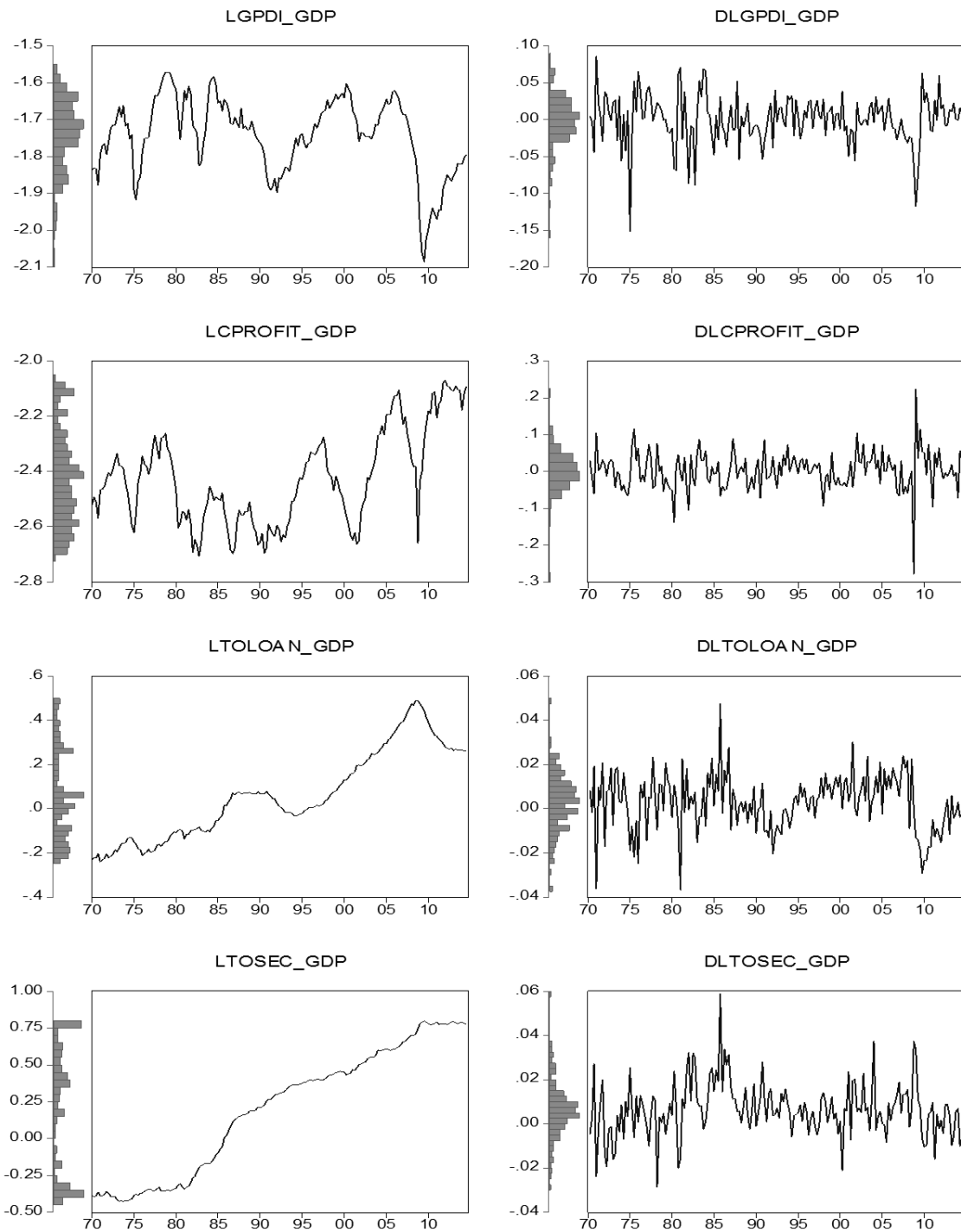
Tabla 8 Resumen de pruebas de raíces unitarias de las variables LCPROFIT, LGPDI, LTOLOAN y LTOSEC.

Serie			LCPROFIT					
Prueba	ADF			KPSS		PP		
Modelo	Constante	Tendencia	Ninguna	Constante	Tendencia	Constante	Tendencia	Ninguna
Diferencia 0	-1.2596 (0.6479)	4.1553 (1)	-3.1991 (0.0879)	1.7208 (0.463)	0.1006 (0.146)	-1.2347 (0.6591)	3.7915 (1)	-3.5427 (0.0379)
Diferencia 1	-12.9545 (0)	-11.8217 (0)	-12.9605 (0)	0.0793 (0.463)	0.0274 (0.146)	-12.9866 (0)	-12.1883 (0)	-12.9902 (0)
Serie			LGPDI					
Prueba	ADF			KPSS		PP		
Modelo	Constante	Tendencia	Ninguna	Constante	Tendencia	Constante	Tendencia	Ninguna
Diferencia 0	-2.1855 (0.2124)	3.4923 (0.9999)	-1.9665 (0.6152)	1.6633 (0.463)	0.3279 (0.146)	-2.2104 (0.2034)	3.7472 (1)	-1.8615 (0.6703)
Diferencia 1	-10.2623 (0)	-9.1875 (0)	-10.4622 (0)	0.3335 (0.463)	0.0335 (0.146)	-10.3422 (0)	-9.5918 (0)	-10.4357 (0)
Serie			LTOLOAN					
Prueba	ADF			KPSS		PP		
Modelo	Constante	Tendencia	Ninguna	Constante	Tendencia	Constante	Tendencia	Ninguna
Diferencia 0	-2.3098 (0.1701)	1.9200 (0.9869)	-1.7280 (0.7348)	1.7013 (0.463)	0.2997 (0.146)	-3.0080 (0.036)	6.0214 (1)	-0.4986 (0.9829)
Diferencia 1	-2.8228 (0.0571)	-1.5779 (0.1076)	-3.5052 (0.0419)	0.6076 (0.463)	0.0673 (0.146)	-8.8821 (0)	-4.2722 (0)	-10.0070 (0)
Serie			LTOSEC					
Prueba	ADF			KPSS		PP		
Modelo	Constante	Tendencia	Ninguna	Constante	Tendencia	Constante	Tendencia	Ninguna
Diferencia 0	-2.5678 (0.1017)	0.8282 (0.8893)	-0.3241 (0.9894)	1.7122 (0.463)	0.4155 (0.146)	-3.5945 (0.0068)	8.4583 (1)	1.0692 (0.9999)
Diferencia 1	-1.7181 (0.4204)	-0.9075 (0.3219)	-2.9855 (0.1393)	0.9667 (0.463)	0.1705 (0.146)	-7.5274 (0)	-1.7577 (0.0749)	-9.2861 (0)

Elaboración propia.

Dada dicha condición existía evidencia para determinar que la serie de préstamos y valores (LTOLOAN y LTOSEC respectivamente) no son de grado de integración I(1); por lo cual no sería posible llevar a cabo la metodología VAR; siendo así a fin de corregir el problema sin modificar la información de las relaciones entre las variables, se transformaron las variables relativizándolas como porcentaje del Producto Interno Bruto corriente, a continuación se muestran las gráficas de las nuevas variables:

Gráfico 20 Variables en niveles y diferencias de LGPDI, LCPROFIT , LTOLOAN Y LTOSEC respecto del producto.



Fuente: Elaboración propia con datos del FRED del Banco de la Reserva Federal de St. Louis.

Como se observa en los gráficos anteriores las series parecen ser ya $I(1)$, para confirmar finalmente dicha condición se la tabla siguiente con los resultados de pruebas de raíces unitarias:

Tabla 9 Resumen de pruebas de raíces unitarias de las variables LCPROFIT, LGPDI, LTOLOAN y LTOSEC respecto del producto.

Serie		LGPDI_GDP						
Prueba	ADF			KPSS		PP		
Modelo	Constante	Tendencia	Ninguna	Constante	Tendencia	Constante	Tendencia	Ninguna
Diferencia 0	-2.7696 (0.0647)	-3.0542 (0.1208)	-0.2259 (0.6036)	0.2869 (0.463)	0.0586 (0.463)	-2.7417 (0.0691)	-3.0015 (0.1348)	-0.2305 (0.602)
Diferencia 1	-10.6698 (0)	-10.6536 (0)	-10.6999 (0)	0.0586 (0.463)	0.1094 (0.146)	-10.6542 (0)	-10.6382 (0)	-10.6845 (0)
Serie		LCPROFIT_GDP						
Prueba	ADF			KPSS		PP		
Modelo	Constante	Tendencia	Ninguna	Constante	Tendencia	Constante	Tendencia	Ninguna
Diferencia 0	-1.5796 (0.4909)	-2.1619 (0.5073)	-0.7335 (0.3976)	0.7016 (0.463)	0.2630 (0.146)	-1.9016 (0.3311)	-2.5081 (0.3239)	-0.6957 (0.4143)
Diferencia 1	-12.9445 (0)	-12.9391 (0)	-12.9568 (0)	0.0670 (0.463)	0.0292 (0.146)	-13.0044 (0)	-12.9970 (0)	-13.0177 (0)
Serie		LTOLOAN_GDP						
Prueba	ADF			KPSS		PP		
Modelo	Constante	Tendencia	Ninguna	Constante	Tendencia	Constante	Tendencia	Ninguna
Diferencia 0	-1.5663 (0.4976)	-3.4092 (0.0534)	-1.1446 (0.2293)	1.5156 (0.463)	0.1031 (0.146)	-1.1385 (0.7001)	-1.8679 (0.667)	-0.7030 (0.4111)
Diferencia 1	-3.4830 (0.0096)	-3.5232 (0.04)	-3.2905 (0.0011)	0.0929 (0.463)	0.0832 (0.146)	-12.3671 (0)	-12.3664 (0)	-12.1739 (0)
Serie		LTOSEC_GDP						
Prueba	ADF			KPSS		PP		
Modelo	Constante	Tendencia	Ninguna	Constante	Tendencia	Constante	Tendencia	Ninguna
Diferencia 0	-0.4529 (0.896)	-1.2278 (0.9011)	0.0883 (0.7095)	1.6860 (0.463)	0.1878 (0.146)	-0.3498 (0.9136)	-1.6151 (0.7834)	0.9178 (0.9039)
Diferencia 1	-9.4605 (0)	-9.4340 (0)	-3.0436 (0.0025)	0.1826 (0.463)	0.1811 (0.146)	-10.0851 (0)	-10.0619 (0)	-9.0967 (0)

Elaboración propia.

Las pruebas de raíces unitarias confirman que las series transformadas a emplear son de grado de integración I(1), por lo tanto es posible llevar a cabo la metodología VAR. Así la representación del modelo en forma general es la siguiente:

$$Inversión\ real = f (Financiamiento\ interno, Financiamiento\ externo)$$

Es decir; que las empresas o el sector privado invertirá de acuerdo a la disponibilidad de recursos internos o externos, en el contexto teórico especificado previamente al modelo de expansión basado en las finanzas se esperaría las ganancias fueran la principal fuente de financiamiento, pues resultan del buen desempeño de las decisiones de inversión previas y son las fuente más segura para procurar la expansión de la empresa.

Mientras la emisión de valores sería la segunda opción al poder ser un financiamiento con un costo financiero menor y la toma de deuda o préstamos sea la última opción, por ser la más costosa y riesgosa para la empresa.

Ahora con la transformación en el modelo moderno de expansión basado en el sector financiero al existir nuevas posibilidades de generar beneficios sin invertir en el sector real y de combinar actividades financieras con las de las propiamente productivas; la inversión cambiaría entonces sus relaciones respecto de las fuentes de financiamiento.

Por lo cual se espera encontrar en el modelo estadístico cambios en las relaciones de la inversión con respecto de sus fuentes de financiamiento tanto en cambios de magnitud como de sentido; a continuación se presentan los gráficos de las variables endógenas contra la variable exógena, las cuales sugieren la existencia de una relación entre ellas.

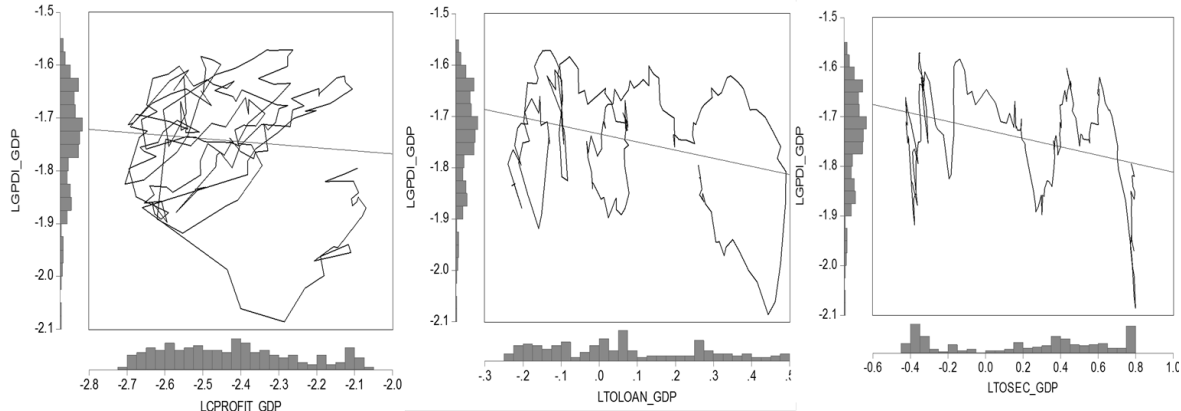
Modelo VAR.

La forma funcional asumida para el modelo VAR cointegrado es la siguiente:

$$LGDPDI_GDP = f(LCPROFIT_GDP, LTOLOAN_GDP, LTOSEC_GDP)$$

Con una primera vista a los datos (Gráfico 21), se puede suponer la existencia de una relación entre las variables de las ganancias, los préstamos y la emisión de valores con respecto de la inversión privada.

Gráfico 21 LCPROFIT_GDP, LTOLOAN_GDP y LTOSEC_GDP LGDP versus LGDPI_GDP, con línea de regresión lineal, 1970-2013



Fuente: Elaboración propia con datos del FRED del Banco de la Reserva Federal de St. Louis.

A continuación se reporta en la Tabla 10 el resumen del criterio de selección de rezagos para el modelo VAR OFERTA, de esta tabla se obtiene que por la mayoría de los criterios de información son seis rezagos el mejor para el modelo.

Tabla 10 Resumen del criterio de selección de rezagos para el modelo VAR OFERTA.

Rezago	LogL	LR	FPE	AIC	SC
0	334.4045	NA	2.47E-07	-3.861132	-3.637085
1	1775.591	2761.554	9.57E-15	-20.92923	-20.40645*
2	1803.354	51.87004	8.31E-15	-21.07011	-20.24861
3	1812.544	16.72862	9.03E-15	-20.98855	-19.86832
4	1831.201	33.06879	8.77E-15	-21.02037	-19.60141
5	1865.154	58.55335	7.09E-15	-21.23538	-19.51768
6	1884.347	32.17917	6.86e-15*	-21.27361*	-19.25718
7	1896.786	20.26112	7.2E-15	-21.23097	-18.91582
8	1907.38	16.7465	7.74E-15	-21.16622	-18.55234
9	1930.63	35.64074*	7.17E-15	-21.25305	-18.34043
10	1945.894	22.66779	7.32E-15	-21.24424	-18.03289
11	1956.335	15.00467	7.94E-15	-21.17766	-17.66758
12	1965.952	13.36061	8.73E-15	-21.10122	-17.29241

* indicates lag order selected by the criterion
 LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
 FPE: Final prediction error
 AIC: Akaike information criterion
 SC: Schwarz information criterion
 HQ: Hannan-Quinn information criterion

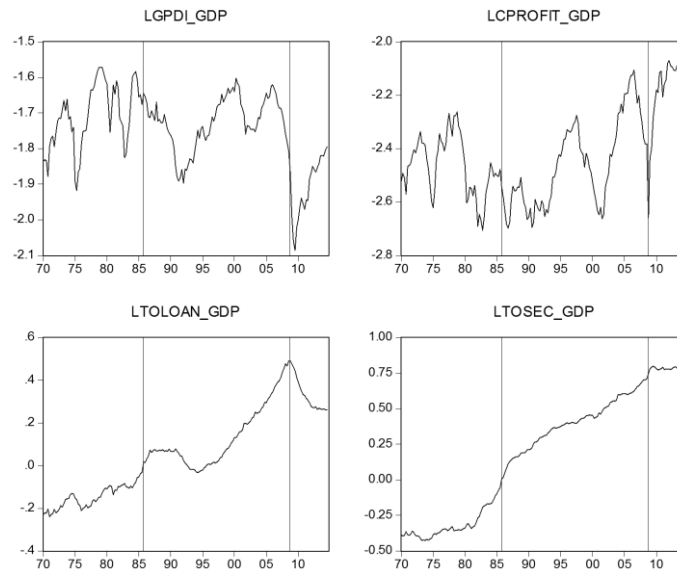
Elaboración propia.

El modelo final fue un VAR 6, con dos variables dummy de salto.

Dummy de salto		Justificación económica
D85_Q4	Cuarto trimestre de 1985.	Este trimestre sobresale en el comportamiento de las series financieras por un cambio en la tendencia.
D08_Q4	Cuarto trimestre de 2008.	Trimestre que coincide en prácticamente todas las series con el punto más bajo de la recesión de 2007-2008.

Lo anterior se observa con mayor claridad en la siguiente gráfica, donde se muestran las variables dummy de impulso para los periodos referidos, las cuales coinciden con importantes cambios de tendencia en las variables especialmente en el caso de las financieras.

Gráfico 22 Variables dummy del modelo VAR OFERTA.



Elaboración propia.

En la tabla siguiente se presenta la prueba de exclusión de rezagos donde se muestra que al rezago 6 en conjunto son estadísticamente significativos respaldando así la selección de rezagos.

Tabla 11 Resumen de la prueba e exclusión de rezagos del VAR OFERTA.

Rezago	LGPDI_GDP	LCPROFIT_GDP	LTOLOAN_GDP	LTOSEC_GDP	Conjunta
6	19.86127	6.878115	10.4286	9.402084	38.79029
	[0.000532]	[0.142471]	[0.033795]	[0.051799]	[0.001166]
df	4	4	4	4	16

Elaboración propia.

Continuando con las pruebas sobre el modelo se presenta la tabla resumen de las pruebas sobre los residuales; las cuales validan que este presenta no correlación serial, homoscedasticidad y normalidad, al satisfacer todas las pruebas con una probabilidad mayor a 0.05, al 95%.

Tabla 12 Resumen de pruebas sobre los residuos del VAR OFERTA.

Prueba LM de Correlación Serial			Prueba de Normalidad sobre los Residuos de Cholesky		
H0: no hay correlación serial al rezago h			H0: residuos son normales		
Rezago	LM-Stat	Prob			
5	16.1573	0.4420	Asimetría	Chi-sq	Prob.
6	19.6069	0.2385	Resultado Conjunto	6.5104	0.1641
Prueba de Heteroscedasticidad: No Terminos Cruzados (sólo niveles y cuadrados)			Curtosis	Chi-sq	Prob.
Resultado Conjunto			Resultado Conjunto	4.9965	0.2877
Chi-sq	df	Prob.	Jarque-Bera Prob.		
551.5676	500.0000	0.0549	Resultado Conjunto	11.5069	0.1746

Elaboración propia.

Adicionalmente el modelo muestra ser estable por satisfacer la condición de que todas sus raíces están dentro del círculo de la unidad, como se aprecia en el gráfico de las raíces inversas.

Tabla 13 Resumen de prueba de raíces inversas del VAR OFERTA.

Root	Modulus
0.987173	0.98717
0.98019	0.98019
0.920998 - 0.109071i	0.92743
0.920998 + 0.109071i	0.92743
0.880917	0.88092
-0.008875 + 0.876422i	0.87647
-0.008875 - 0.876422i	0.87647
-0.869798	0.86980
0.838013	0.83801
-0.198896 + 0.722110i	0.74900
No root lies outside the unit circle. VAR satisfies the stability condition.	

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial

Elaboración propia.

La prueba de cointegración arrojó como resultado la existencia de por lo menos un vector de cointegración para los modelos del 2 al 5, al final de la evaluación se seleccionó el criterio 3, el cual mostro el vector de cointegración que satisface la teoría:

Tabla 14 Resumen de prueba de prueba de cointegración del VAR OFERTA.

Resumen de los 5 posibles criterios en la prueba de cointegración					
Data Trend: Test Type	1	2	3	4	5
	None No Intercept No Trend	None Intercept No Trend	Linear Intercept No Trend	Linear Intercept Trend	Quadratic Intercept Trend
Trace	0	1	1	1	2
Max-Eig	1	1	1	1	1
*Critical values based on MacKinnon-Haug-Michelis (1999)					
Prueba de cointegración bajo criterio 2					
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)					
Hypothesized		Trace	0.05		
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**	
None *	0.25865	76.39235	35.19275	0.00000	
At most 1 *	0.09402	24.31761	20.26184	0.01310	
At most 2	0.04019	7.13677	9.16455	0.11940	
Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level					
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level					
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values					
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)					
Hypothesized		Max-Eigen	0.05		
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**	
None *	0.25865	52.07475	22.29962	0.00000	
At most 1 *	0.09402	17.18084	15.89210	0.03130	
At most 2	0.04019	7.13677	9.16455	0.11940	
Max-eigenvalue test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level					
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level					
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values					

Elaboración propia.

El vector de cointegración aceptado para la elaboración del mecanismo corrector de errores (MCE), fue el siguiente:

Tabla 15 Vector de cointegración del VAR OFERTA.

LGPDJ_GDP	LCPROFIT_GDP	LTOLAN_GDP	LTOSEC_GDP
1	0.77382	-1.123933	0.348626
	(0.15119)	(0.26033)	(0.10573)

Elaboración propia.

Los resultados para el modelo MCE fueron los siguientes:

Tabla 16 Resumen de modelo MCE del VAR OFERTA.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLGPDl_GDP(-3)	0.1908	0.0565	3.3749	0.0009
DLCPROFIT_GDP(-1)	0.1945	0.0340	5.7242	0.0000
DLTOLOAN_GDP(-3)	-0.2895	0.1408	-2.0563	0.0413
DLTOSEC_GDP	-1.5985	0.1502	-10.6434	0.0000
DLTOSEC_GDP(-3)	0.4184	0.1741	2.4032	0.0174
DLTOSEC_GDP(-4)	0.5106	0.1451	3.5190	0.0006
V3(-1)	-0.0015	0.0006	-2.4745	0.0144
D75Q1	-0.1015	0.0211	-4.8044	0.0000
D85Q04	0.1049	0.0221	4.7373	0.0000
D09Q02	-0.0965	0.0224	-4.3019	0.0000
R-squared	0.628723	Mean dependent var		-1.60E-05
Adjusted R-squared	0.608348	S.D. dependent var		0.032828
S.E. of regression	0.020544	Akaike info criterion		-4.876708
Sum squared resid	0.06922	Schwarz criterion		-4.695153
Log likelihood	434.2736	Hannan-Quinn criter.		-4.803058
Durbin-Watson stat	2.314871			

Elaboración propia.

Como se observa el MCE representado por la variable V3 (-1) tiene un valor menor a la unidad, es negativo y significativo estadísticamente como se esperaba para confirmar la cointegración entre las variables. Adicionalmente se muestran en la tabla siguiente las pruebas sobre los errores del modelo, donde se aprecia la aprobación de las pruebas de correlación serial, heteroscedasticidad y normalidad.

Tabla 17 Resumen de pruebas sobre los residuales del modelo MCE del VAR OFERTA.

Prueba de Normalidad			
Estadístico Jarque-Bera	0.0478	Prob.	0.9764
Prueba LM Breusch-Godfrey de Correlación Serial:			
F-statistic	2.4899	Prob. F(4,35)	0.0861
Obs*R-squar	5.1891	Prob. Chi-Square(4)	0.0747
Prueba ARCH LM:			
F-statistic	0.8951	Prob. F(4,35)	0.4772
Obs*R-squar	3.7122	Prob. Chi-Square(4)	0.4464
Prueba White de Heteroscedasticidad:			
F-statistic	1.3167	Prob. F(31,142)	0.1431
Obs*R-squar	38.8493	Prob. Chi-Square(31)	0.1571
Scaled expla	33.4132	Prob. Chi-Square(31)	0.3508

Elaboración propia.

De donde resulta la siguiente relación de largo plazo estandarizada como ecuación:

$$LGPDI_GDP = -0.7738 * LCPROFIT_GDP + 1.1239 * LTOLOAN_GDP - 0.3486 * LTOSEC_GDP$$

Resultado del cual sobresale ampliamente el signo negativo de las ganancias; es decir, para el periodo de estudio mientras las ganancias corporativas fueron una mayor proporción del producto la inversión privada respondía negativamente y en una proporción casi uno a uno.

Lo cual explicaría el hecho estilizado una inversión real con tendencia a estancarse y ganancias crecientes. Y el comportamiento contrario al estudiado por Steindl (1979) donde las empresas tendían a procurar la inversión principalmente financiada por recursos propio, ya que eran los más seguros para el gobierno corporativo y para la hoja de balance de la empresa por ser recursos con costo financiero cero respecto de emisión de valores o la toma de préstamos, este último el de mayor costo.

El segundo resultado más destacado es la elasticidad superior a la unidad del total de préstamos respecto de la inversión privada y el signo positivo; por lo tanto en el periodo de estudio cuando creció el total de préstamos como porcentaje del producto lo hace en una proporción mayor a la inversión privada como porcentaje del producto, indicación de un cambio en el modo de financiamiento de la empresas, en combinación con el coeficiente de las ganancias entonces para este periodo las empresas se financian en una proporción creciente con fuentes externas a pesar de la evidencia de las ganancias crecientes.

Por último el valor de la elasticidad de la emisión de valores es menor a la unidad y negativa, es decir la inversión privada reacciona en sentido contrario a la emisión de valores respecto del producto, por tanto una evidencia más sobre el cambio de las empresas para invertir con financiamiento externo más barato o que la emisión de valores no es para financiar una mayor inversión, como se esperaría si se considera la emisión de valores un método de financiamiento con costo y riesgo intermedio entre ganancias y préstamos.

Los resultados observados muestran en principio lo expresado por Lapavitsas sobre los cambios en la relación entre las corporaciones financieras y no financieras, en cuanto los resultados negativos de las dos opciones de financiamiento más baratas sobre la inversión. Ya que, tanto los recursos propios (ganancias corporativas) y la emisión de

activos financieros como *securities*, no ponen en peligro el gobierno corporativo y los segundos pueden pagar rendimientos subordinados a la obtención de ganancias, a diferencia de los préstamos que tienen pagos a tasas fijas sin importar los resultados de la empresa.

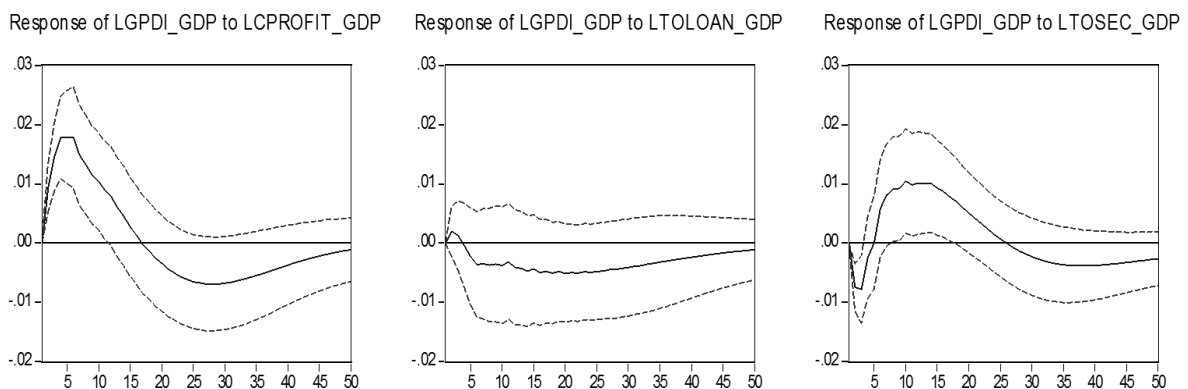
Dichos resultados apuntan igualmente a cambios en el gobierno corporativo de la empresa, el cual emplea tales medios para financiar actividades diferentes a las productivas, en términos de Palley, para los administradores y accionistas no es primordial el crecimiento real de la empresa mientras sea posible recibir ganancias, como las posibles mediante recompra de acciones apalancadas, además de convertirse en objetivo primordial el máximo valor de mercado de la acción por sobre el valor en libros de la empresa.

Todo lo anterior en relación con el modelo previo explicaría en buena parte la relación negativa del producto con la inversión financiera; pues en este contexto se aprecia evidente que la emisión de activos financieros por parte de las empresas no redunde en nueva inversión, por lo cual la posibilidad del efecto positivo sobre el producto queda bloqueada.

Es así como a partir de este segundo modelo es evidente que las transformaciones en el gobierno corporativo y de las relaciones entre empresas financieras y no financieras, implican el efecto negativo sobre el producto aunque en términos de Sweezy y Baran todos estos activos y sus respectivos mercados se convierten en buenos sectores de absorción de excedente.

Una herramienta más de análisis que permite la metodología VAR es el estudio impulso respuesta que se presenta a continuación.

Gráfico 23 Impulso respuesta del VAR OFERTA.



Elaboración propia.

El análisis impulso respuesta mostrado en la gráfica anterior presenta a la respuesta ante innovaciones en las ganancias como porcentaje del producto como la variable con el mayor efecto sobre la inversión como porcentaje del producto, es decir a pesar de la transformación en la economía expuesta por Lapavitsas y Palley, siguen las ganancias siendo la principal variable para cambios positivos en la inversión en el corto plazo.

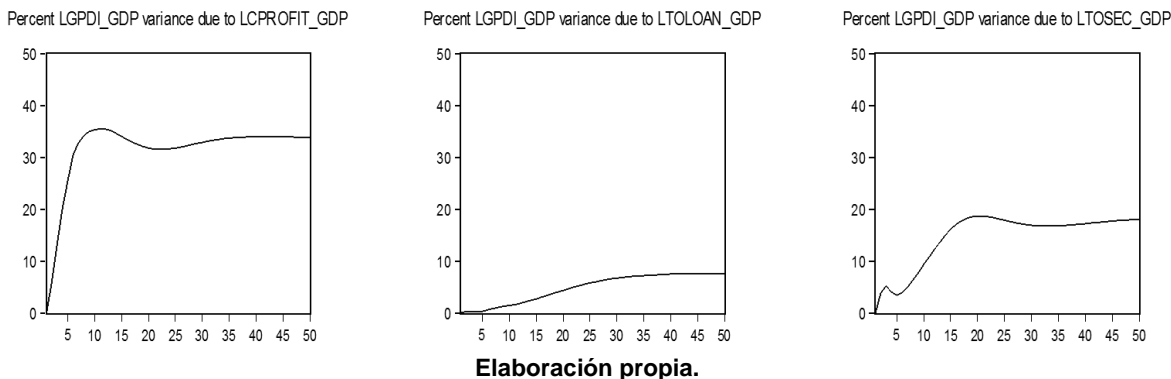
Sin embargo el efecto positivo dura únicamente durante los primeros 15 periodos tras los cuales se observa el efecto negativo presentado en la ecuación, el cual dura por más de 35 periodos, estos resultados pueden explicarse como consecuencia de la composición de las ganancias de las corporaciones modernas en el capitalismo basado en finanzas, donde en términos de Lapavitsas las corporaciones no financieras pueden estar inmersas en actividades financieras sin relación productiva directa.

El comportamiento de los préstamos es consistente con los procesos de boom de inversión financiados por medios externos expuestos por Minsky, ya que en principio la inversión tiene una respuesta positiva frente a innovaciones en el crédito pero tras el boom el apalancamiento a través de préstamos redundante en efectos negativos sobre la inversión, por acumulación excesiva de compromisos de pago.

Por último el efecto de emisión de obligaciones financieras como las *securities*, este es negativo de entrada, se torna positivo únicamente tras 5 periodos y regresa a ser negativo después de 25 periodos, lo cual se relaciona con el comportamiento de los mercados financieros actuales, descrito por Sweezy y Magdoff, Palley y Lapavitsas, donde el capital invertido en esta clase de activos financieros llega a la economía real después de mucho tiempo, además de ser financiamiento externo, y como tal sus posibles efectos positivos tienen límites en el tiempo por crecimiento del monto de deuda total.

Por lo cual se aprecia la importante relación formada en este periodo de estudio entre la inversión con el total de préstamos, la emisión de *securities* y las ganancias, apuntando al cambio en la forma de financiar la inversión y generar ganancias en el capitalismo altamente financiarizado.

Gráfico 24 Descomposición de varianza del VAR OFERTA.



El análisis de descomposición de varianza respalda lo visto en el caso del impulso-respuesta, con respecto de las ganancias estas generan hasta un 35% de la varianza de la inversión después de 10 periodos y sosteniéndose en alrededor del 30% en el tiempo, mientras el total de préstamos únicamente llega a significar aproximadamente el 10% tras casi 30 periodos; y por último la emisión de *securities* llega a significar casi el 20% pero tras 15 periodos.

5.1.3. Modelo de demanda.

En segundo lugar el modelo de demanda representada por medio de la variable proxy del gasto en consumo personal en función de los ingresos de los hogares (los salarios recibidos por los hogares), la riqueza financiera (el total de los activos financieros de los hogares y el ahorro bruto privado de los hogares) y el financiamiento (el total de las obligaciones de los hogares).

Con lo cual se pretende demostrar que en el entorno del capitalismo basado en las finanzas los hogares han transformado la forma de financiar su consumo debido al estancamiento de los salarios y un amplio acceso a fuentes de financiamiento gracias a las innovaciones, además de la ampliación del sistema financiero tanto en el número, tipo de instituciones como las capacidades de estas para emitir una gran variedad de valores.

Por lo tanto se espera que la relación entre la demanda representada por el gasto en consumo con respecto de sus fuentes de financiamiento, ganando importancia las obligaciones como posibles modificaciones respecto de la riqueza financiera de los hogares, representada por el ahorro como el valor de los activos financieros en posesión de los hogares.

Los datos.

A continuación se presentan las descripciones de las series empleadas, las cuales se encuentran en logaritmos, son de periodicidad trimestral y para el periodo del primer trimestre de 1970 al cuarto de 2014. Las series empleadas son las siguientes:

LPCE: Serie proxy del consumo, el logaritmo de la serie trimestral del gasto personal en consumo (*Personal Consumption Expenditures*); esta variable representa uno de los principales componentes del producto y permite observar el comportamiento general de la demanda.

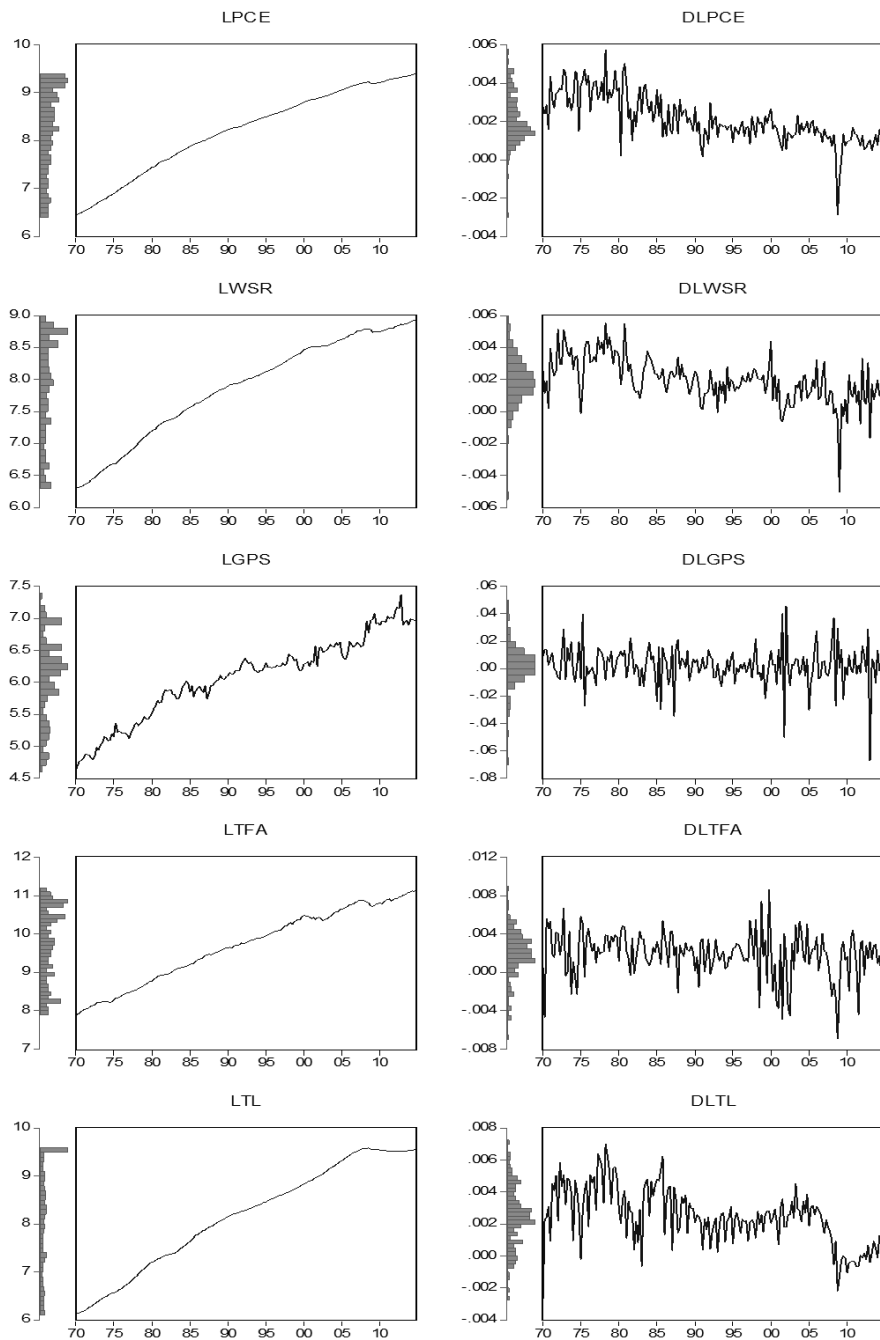
LWSR: Como serie proxy de los ingresos de los hogares a los sueldos y salarios recibidos por los hogares e instituciones sin fines de lucro (*Households and nonprofit organizations; wages and salaries received (IMA), Flow*); esta variable permite cuantificar la relación del consumo con respecto de los ingresos reales de los hogares.

LGPS: En este caso se empleó la serie del ahorro privado bruto: hogares e instituciones (*Gross private saving: Households and institutions*); esta variable permite representar parte de los recursos financieros de los hogares, por lo cual se vuelve importante para el financiamiento del consumo dado el estancamiento de los salarios.

LTFA: Se empleó la serie del total de activos financieros de los hogares e instituciones sin fines de lucro (*Households and Nonprofit Organizations; Total Financial Assets, Level*); esta variable se espera tenga una creciente importancia en el contexto de capitalismo basado en finanzas, pues representa el resto de la riqueza financiera de los hogares, quienes tenderán a tener una mayor cantidad de activos financieros en busca de efectos riqueza por la revalorización.

LTL: La serie del total de obligaciones de los hogares e instituciones sin fines de lucro (*Households and Nonprofit Organizations; Total Liabilities, Level*); finalmente esta serie representa la posibilidad de financiamiento externo del consumo, por medio de obligaciones financieras.

Gráfico 25 Variables en logaritmos LPCE, LWSR, LGPS, LTFA Y LTL.



Fuente: Elaboración propia con datos del FRED del Banco de la Reserva Federal de St. Louis.

Como se aprecia en el gráfico anterior las series parecen ser de grado de integración $I(1)$, como lo requiere la metodología; sin embargo al momento de realizar las pruebas de raíces unitarias los resultados mostraron resultados mixtos en algunas de las series para determinadas modelos en las pruebas ADF y KPSS.

Se observaban resultados para un grado de integración mayor a 1 especialmente en el caso de la serie financiera LTL, del total de obligaciones de los hogares; la cual mostró exactamente la mitad de las pruebas con grado de integración mayor a uno y la otra mitad igual a uno, particularmente en el caso de las pruebas ADF, como se muestra en la siguiente tabla:

Tabla 18 Resumen de pruebas de raíces unitarias de las variables LPCE, LWSR, LGPS, LTFA Y LTL.

LPCE							
ADF			KPSS		PP		
Constante	Tendencia	Ninguna	Constante	Tendencia	Constante	Tendencia	Ninguna
-6.5737 (0.0000)	-0.2717 (0.9909)	2.4545 (0.9967)	1.7007 (0.4630)	0.4134 (0.1460)	-7.5005 (0.0000)	-0.2725 (0.9909)	8.2849 (0.0000)
-11.8008 (0.0000)	-11.9395 (0.0000)	-3.8090 (0.0002)	0.2680 (0.4630)	0.0731 (0.1460)	-11.9262 (0.0000)	-12.0027 (0.0000)	-9.5759 (0.0000)

LWSR							
ADF			KPSS		PP		
Constante	Tendencia	Ninguna	Constante	Tendencia	Constante	Tendencia	Ninguna
-3.5175 (0.0086)	-0.6379 (0.9753)	3.8086 (1.0000)	1.6981 (0.4630)	0.4054 (0.1460)	-4.6000 (0.0002)	-0.4684 (0.9842)	7.5231 (1.0000)
-5.1856 (0.0000)	-6.3616 (0.0000)	-2.0970 (0.0349)	1.0464 (0.4630)	0.0472 (0.1460)	-9.7529 (0.0000)	-10.8476 (0.0000)	-4.1119 (0.0001)

LGPS							
ADF			KPSS		PP		
Constante	Tendencia	Ninguna	Constante	Tendencia	Constante	Tendencia	Ninguna
-1.8812 (0.3406)	-3.2030 (0.0871)	2.6312 (0.9980)	1.6409 (0.4630)	0.2562 (0.1460)	-2.0414 (0.2691)	-4.1686 (0.0061)	3.2824 (0.0000)
-19.0423 (0.0000)	-19.0939 (0.0000)	-18.4619 (0.0000)	0.2612 (0.4630)	0.0762 (0.1460)	-21.1058 (0.0000)	-21.9988 (0.0000)	-18.4533 (0.0000)

LTFA							
ADF			KPSS		PP		
Constante	Tendencia	Ninguna	Constante	Tendencia	Constante	Tendencia	Ninguna
-1.8045 (0.3775)	-0.9964 (0.9409)	9.8999 (1.0000)	1.7288 (0.4630)	0.3709 (0.1460)	-1.6090 (0.4759)	-1.2777 (0.8900)	7.8540 (0.0000)
-3.5268 (0.0083)	-10.4580 (0.0000)	-1.1284 (0.2352)	1.3410 (0.4630)	0.0374 (0.1460)	-8.0644 (0.0000)	-10.6369 (0.0000)	-2.3817 (0.0000)

LTL							
ADF			KPSS		PP		
Constante	Tendencia	Ninguna	Constante	Tendencia	Constante	Tendencia	Ninguna
-2.4099 (0.1404)	-0.0775 (0.9949)	1.3073 (0.9516)	1.7117 (0.4630)	0.3268 (0.1460)	-2.8452 (0.0541)	0.9827 (0.9999)	6.4046 (0.0000)
-2.2128 (0.2026)	-3.2089 (0.0860)	-1.0464 (0.2658)	0.6611 (0.4630)	0.1177 (0.1460)	-8.8921 (0.0000)	-10.0282 (0.0000)	-3.7890 (0.0000)

Elaboración propia.

Dado que las pruebas determinan en la mayoría de los casos un grado de integración I(1), se procedió a realizar la metodología VAR, a fin de concluir si existen las relaciones de largo plazo entre estas variables. Así la representación del modelo en forma general es la siguiente:

$$\text{Consumo personal} = f(\text{Financiamiento interno}, \text{Financiamiento externo})$$

Es decir; el consumo está en función de las fuentes de financiamiento interno, compuesto por los ingresos corrientes (sueldos y salarios) y la riqueza financiera (ahorro y activos financieros); y el financiamiento externo (toma de obligaciones)

Ahora con la transformación en el modelo moderno basado en finanzas con salarios estancados, expansión del sistema financiero y con el cambio en los bancos para obtener ganancias por financiamiento al consumo de los hogares se espera ver cambios en las posibles relaciones de las variables.

Por lo cual se busca cuantificar las relaciones y contrastarlas con lo expresado en el apartado teórico, con especial énfasis en las condiciones que se está financiando el consumo, toda vez que esto permitirá vislumbrar la profunda incidencia de los cambios en la estructura económica provocados por la constitución del modelo basado en finanzas.

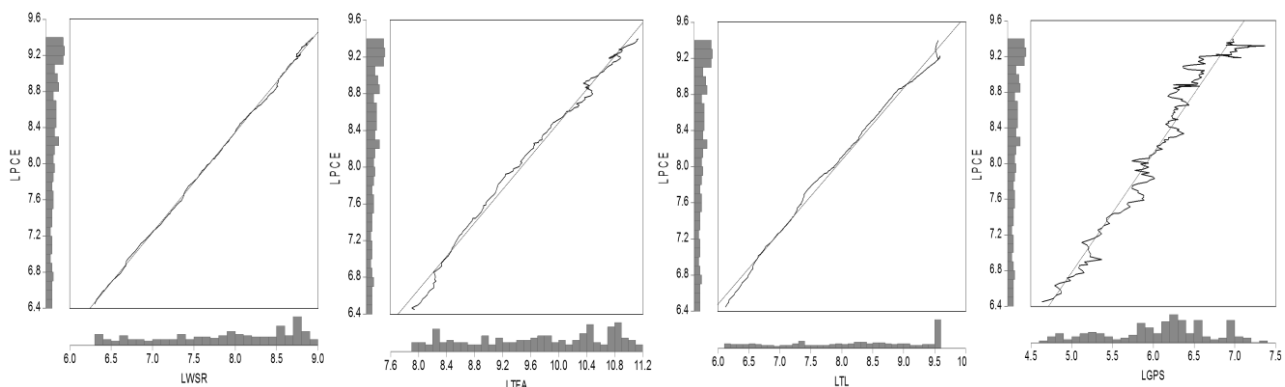
Modelo VAR.

La forma funcional asumida para el modelo VAR cointegrado es la siguiente:

$$LPCE = f(LWSR, LGPS, LTFA, LTL)$$

A primera vista los datos presentados en el gráfico siguiente, se supone la existencia de una relación entre las variables de salarios, ahorro, total de activos financieros y obligaciones contra el consumo.

Gráfico 26 LWSR, LGPS, LTFA Y LTL P versus LPCE, con línea de regresión lineal, 1970-2013



Fuente: Elaboración propia con datos del FRED del Banco de la Reserva Federal de St. Louis.

A continuación se reporta en la Tabla 10 el resumen del criterio de selección de rezagos para el modelo VAR DEMANDA, de esta tabla se obtiene que por la mayoría de los criterios de información son seis rezagos el mejor para el modelo.

Tabla 19 Resumen del criterio de selección de rezagos para el modelo VAR DEMANDA.

Rezago	LogL	LR	FPE	AIC	SC
0	766.3933	NA	1.63E-10	-8.348815	-8.082735
1	2575.065	3456.573	4.03E-19	-28.16739	-27.45784*
2	2620.717	84.70956	3.2E-19	-28.39686	-27.24384
3	2646.311	46.06903	3.19E-19	-28.40345	-26.80698
4	2660.877	25.41007	3.59E-19	-28.28752	-26.24758
5	2740.855	135.0735	1.96E-19	-28.89839	-26.41498
6	2774.129	54.34795	1.80e-19*	-28.99032*	-26.06345
7	2789.194	23.76937	2.04E-19	-28.87994	-25.50959
8	2810.821	32.92141	2.15E-19	-28.84246	-25.02865
9	2837.962	39.80583	2.14E-19	-28.86624	-24.60897
10	2853.75	22.27825	2.42E-19	-28.76388	-24.06314
11	2863.824	13.65643	2.95E-19	-28.59804	-23.45384
12	2900.898	48.19589*	2.67E-19	-28.7322	-23.14452

* indicates lag order selected by the criterion
 LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
 FPE: Final prediction error
 AIC: Akaike information criterion
 SC: Schwarz information criterion
 HQ: Hannan-Quinn information criterion

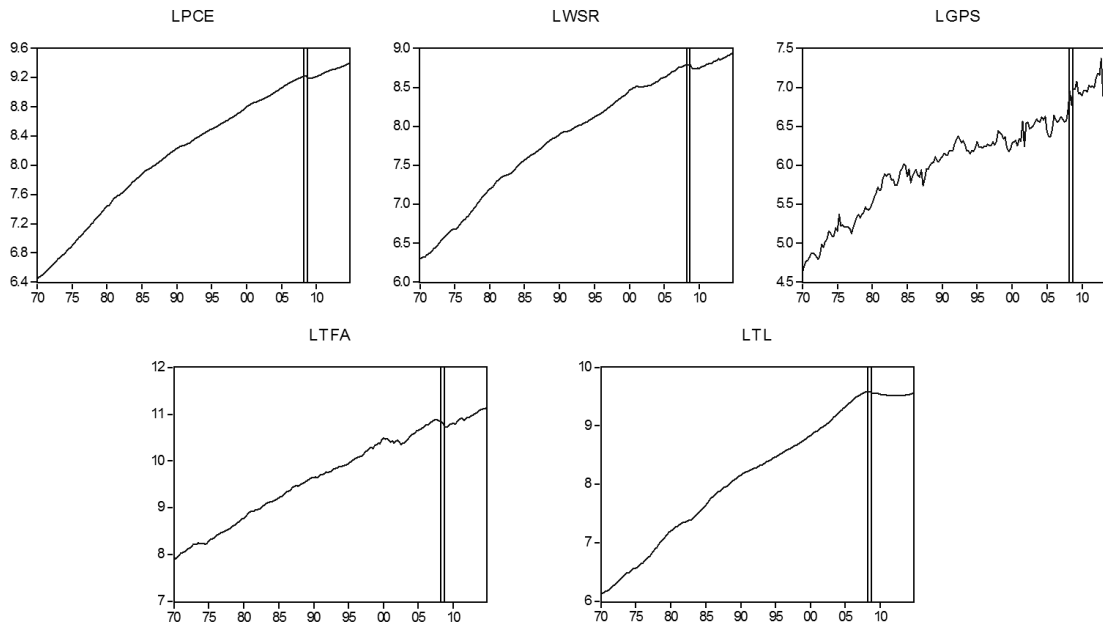
Elaboración propia.

El modelo final fue un VAR 6, con dos variables dummy de salto.

Dummy de salto		Justificación económica
D08_Q2	Segundo trimestre de 2008.	Ambos puntos forman parte del periodo de caída de la recesión 2007-2008.
D08_Q4	Cuarto trimestre de 2008.	

Lo anterior se observa con mayor claridad en la siguiente gráfica, donde se señalan las variables dummy de impulso para los periodos referidos, coinciden con el periodo de recesión de 2007-2008 y que en prácticamente en todos los casos las variables muestran un quiebre en la tendencia previa.

Gráfico 27 Variables dummy del modelo VAR DEMANDA.



Elaboración propia.

En la tabla siguiente se presenta la prueba de exclusión de rezagos donde se muestra que al rezago 6 en conjunto son estadísticamente significativos respaldando así la selección de rezagos.

Tabla 20 Resumen de la prueba e exclusión de rezagos del VAR DEMANDA.

Rezago	LPCE	LWSR	LGPS	LTFA	LTL	Conjunta
6	2.726458	5.577582	3.896705	0.680373	27.93675	59.28148
	[0.742069]	[0.349514]	[0.564382]	[0.984028]	[3.74e-05]	[0.000131]
df	5	5	5	5	5	25

Elaboración propia.

Prosiguiendo con las pruebas sobre el modelo se presenta a continuación tabla resumen de las pruebas sobre los residuales; las cuales validan que este presenta no correlación serial, homoscedasticidad y normalidad, al satisfacer todas las pruebas con una probabilidad mayor a 0.05, al 95%.

Tabla 21 Resumen de pruebas sobre los residuos del VAR DEMANDA.

Prueba LM de Correlación Serial			Prueba de Normalidad sobre los Residuos de Cholesky		
H0: no hay correlación serial al rezago h			H0: residuos son normales		
Rezago	LM-Stat	Prob			
5	24.2369	0.5057	Asimetría	Chi-sq	Prob.
6	25.5017	0.4346	Resultado Conjunto	3.6649	0.5986
Prueba de Heteroscedasticidad: No Terminos Cruzados (sólo niveles y cuadrados)			Curtosis	Chi-sq	Prob.
Resultado Conjunto			Resultado Conjunto	10.0489	0.0739
Chi-sq	df	Prob.	Jarque-Bera	Prob.	
962.3240	930.0000	0.2247	Resultado Conjunto	13.7138	0.1865

Elaboración propia.

Adicionalmente el modelo presenta estabilidad por satisfacer la condición de que todas sus raíces están dentro del círculo de la unidad, como se aprecia en el gráfico de las raíces inversas.

Tabla 22 Resumen de prueba de raíces inversas del VAR DEMANDA.

Root	Modulus	Inverse Roots of AR C characteristic Polynomial
0.989378 - 0.003799i	0.98939	
0.989378 + 0.003799i	0.98939	
0.966803 - 0.100697i	0.97203	
0.966803 + 0.100697i	0.97203	
-0.937336	0.93734	
-0.019349 - 0.924846i	0.92505	
-0.019349 + 0.924846i	0.92505	
0.871229 - 0.150404i	0.88412	
0.871229 + 0.150404i	0.88412	
0.813932	0.81393	
No root lies outside the unit circle. VAR satisfies the stability condition.		

Elaboración propia.

La prueba de cointegración presentada adelante dio como resultado la existencia de por lo menos un vector de cointegración en todos los modelos posibles, al final de la evaluación se seleccionó el criterio 1, el cual mostro un vector de cointegración satisfactorio en términos de la teoría:

Tabla 23 Resumen de prueba de prueba de cointegración del VAR DEMANDA.

Resumen de los 5 posibles criterios en la prueba de cointegración					
	1	2	3	4	5
Data Trend:	None	None	Linear	Linear	Quadratic
Test Type	No Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept Trend	Intercept Trend
Trace	3	4	4	2	1
Max-Eig	1	1	1	1	1
*Critical values based on MacKinnon-Haug-Michelis (1999)					
Prueba de cointegración bajo criterio 2					
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)					
Hypothesized		Trace	0.05		
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**	
None *	0.25865	76.39235	35.19275	0.00000	
At most 1 *	0.09402	24.31761	20.26184	0.01310	
At most 2	0.04019	7.13677	9.16455	0.11940	
Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level					
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level					
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values					
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)					
Hypothesized		Max-Eigen	0.05		
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**	
None *	0.25865	52.07475	22.29962	0.00000	
At most 1 *	0.09402	17.18084	15.89210	0.03130	
At most 2	0.04019	7.13677	9.16455	0.11940	
Max-eigenvalue test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level					
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level					
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values					

Elaboración propia.

El vector de cointegración aceptado para la elaboración del mecanismo corrector de errores (MCE), fue el siguiente:

Tabla 24 vector de cointegración del VAR DEMANDA.

LPCE	LWSR	LGPS	LTFA	LTL
1	-0.810111	-0.145285	0.026856	-0.151198
	-0.0544	-0.02383	-0.03109	-0.01617

Elaboración propia.

Los resultados para el modelo MCE fueron los siguientes:

Tabla 25 Resumen de modelo MCE del VAR DEMANDA.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLPCE(-2)	0.1880	0.0452	4.1545	0.0001
DLPCE(-4)	0.1429	0.0501	2.8557	0.0049
DLWSR	0.3851	0.0428	8.9919	0.0000
DLGPS	-0.0236	0.0041	-5.7269	0.0000
DLTFA(-1)	0.0432	0.0150	2.8833	0.0045
DLTL	0.2594	0.0450	5.7668	0.0000
DLTL(-4)	-0.1490	0.0426	-3.4958	0.0006
V1(-1)	-0.1044	0.0139	-7.4886	0.0000
D08Q04	-0.0190	0.0045	-4.2193	0.0000
D08Q02	0.0162	0.0044	3.6539	0.0003
D75Q02	0.0174	0.0044	3.9941	0.0001
D80Q02	-0.0132	0.0043	-3.0869	0.0024
D81Q04	-0.0132	0.0043	-3.0681	0.0025
R-squared	0.78728	Mean dependent var		1.65E-02
Adjusted R-squared	0.77162	S.D. dependent var		0.008662
S.E. of regression	0.004139	Akaike info criterion		-8.065534
Sum squared resid	0.002793	Schwarz criterion		-7.831351
Log likelihood	722.767	Hannan-Quinn criter.		-7.97055
Durbin-Watson stat	1.848889			

Elaboración propia.

Como se observa el MCE representado por la variable V1 (-1) tiene un valor menor a la unidad, es negativo y significativo estadísticamente como se esperaba para confirmar la existencia de cointegración entre las variables. Adicionalmente se muestran en la tabla siguiente las pruebas sobre los errores del modelo, donde se aprecia la aprobación de las pruebas de correlación serial, heteroscedasticidad y normalidad.

Tabla 26 Resumen de pruebas sobre los residuales del modelo MCE del VAR DEMANDA.

Prueba de Normalidad			
Estadístico Jarque-Bera	1.9596	Prob.	0.3754
Prueba LM Breusch-Godfrey de Correlación Serial:			
F-statistic	1.1314	Prob. F(4,35)	0.3251
Obs*R-squar	2.3156	Prob. Chi-Square(4)	0.3142
Prueba ARCH LM:			
F-statistic	0.8951	Prob. F(4,35)	0.4772
Obs*R-squar	3.7122	Prob. Chi-Square(4)	0.4464
Prueba Breusch-Pagan-Godfrey de Heteroscedasticidad:			
F-statistic	1.1776	Prob. F(13,162)	0.3001
Obs*R-squar	15.1953	Prob. Chi-Square(13)	0.2953
Scaled expla	15.0434	Prob. Chi-Square(13)	0.3047

Elaboración propia.

Resulta una relación de largo plazo para las variables como la siguiente:

$$LPCE = 0.810111 * LWSR + 0.145285 * LGPS - 0.026856 * LTFA + 0.151198 * LTL$$

De los valores anteriores se puede concluir:

Como se esperaba el consumo personal tiene una relación directa con el nivel de los salarios y con una elasticidad tan cercana a la unidad como la calculada se intuye entonces que el consumo aún varía directa y en una proporción casi de uno con el ingreso salarial de los hogares, por lo cual es más importante aún prestar atención al estancamiento en salarios observado en el periodo, por conformarse como una restricción en la demanda.

Este resultado confirma lo dicho por Lapavitsas y Palley; pues la restricción de demanda resultado de la redistribución y concentración del ingreso provoca baja absorción del excedente, por lo cual impulsa una creciente importancia de los mercados externos para la absorción del excedente, en términos de Palley la política de globalización; además de infundir la necesidad cada vez mayor de financiamiento externo en los hogares para mantener sus niveles de vida como lo explica Lapavitsas.

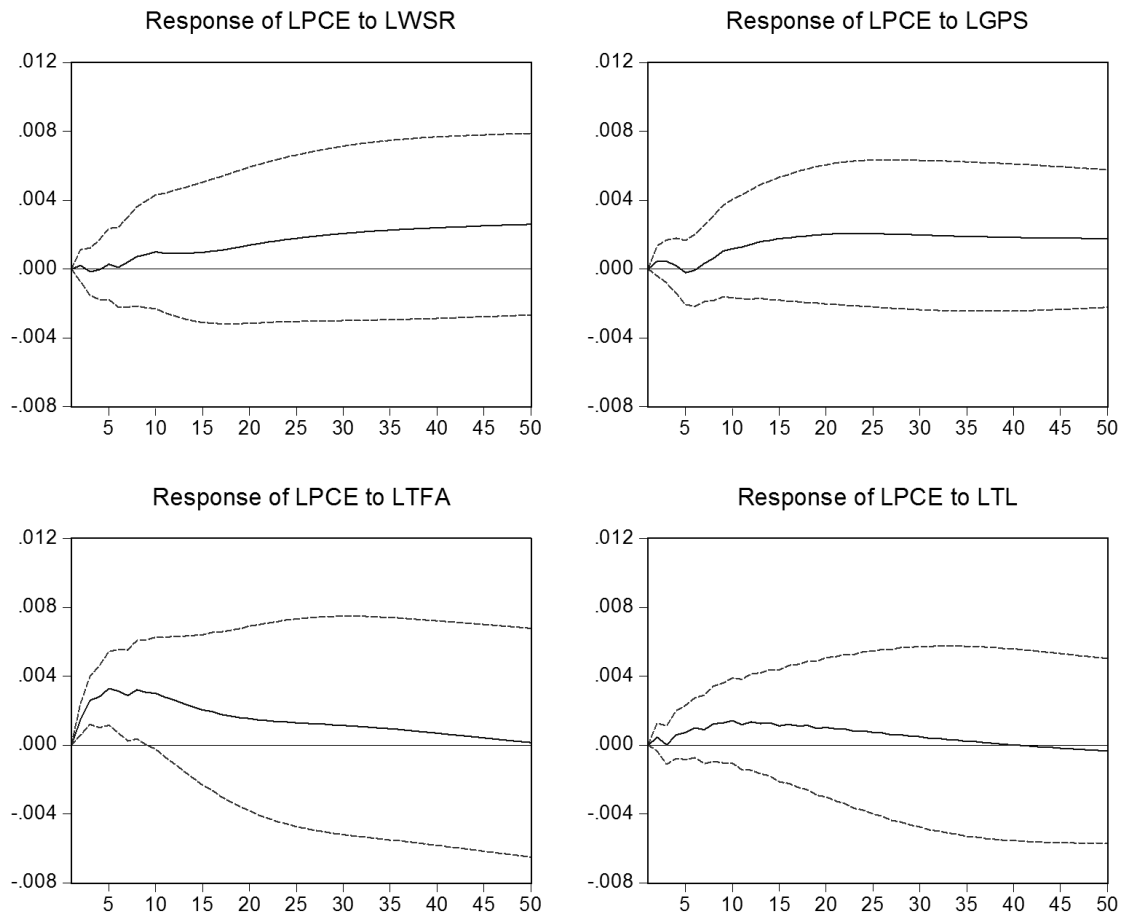
El signo del coeficiente del ahorro es contrario al esperado; ya que sería lógico como reacción por parte de los hogares el empleo del ahorro para mantener el nivel de vida y por lo tanto de consumo, de tal manera el signo positivo del ahorro a pesar de la baja elasticidad implica importantes consecuencias de la redistribución y concentración del ingreso al igual que el resultado observado con los salarios.

Lo anterior sucede porque en presencia del proceso referido por Lapavitsas y Palley, al mismo tiempo que existe un ahorro y consumo relacionados de forma positiva, implica un efecto total en la economía como el siguiente: La redistribución y concentración del ingreso se da desde los hogares con menor propensión al ahorro a los de mayor, de tal manera los hogares de menor ingreso mantienen el comportamiento del consumo por medio de financiamiento externo mientras los hogares de mayores ingresos incrementan la proporción de ahorro por el crecimiento de su ingreso.

El signo negativo del coeficiente del total de activos financieros, apunta a una relación entre consumo y tenencia de activos financieros con características más bien de una decisión alternativa para los hogares, como se esperaba para el caso del ahorro, por lo tanto sería señal de que los hogares con mayor ingreso pueden estar ahorrando por medio de la adquisición de dichos activos, esto es una evidencia adicional de la descripción dada por Lapavitsas respecto del capitalismo basado en finanzas, donde los hogares se ven más relacionados con los mercados financieros.

Finalmente el signo positivo del total de obligaciones se relacionaría con el signo positivo del ahorro; al confirmar la financiarización del salario expuesta por Lapavitsas, pues la única forma posible para los hogares de menores ingresos afectados por la redistribución del ingreso para sostener el consumo, a pesar de los salarios estancados, es a través de una mayor adquisición de deuda; es decir los hogares están forzados por las condiciones de estancamiento de su ingreso a financiarse por medio de fuentes externas.

Gráfico 28 Impulso respuesta del VAR DEMANDA.



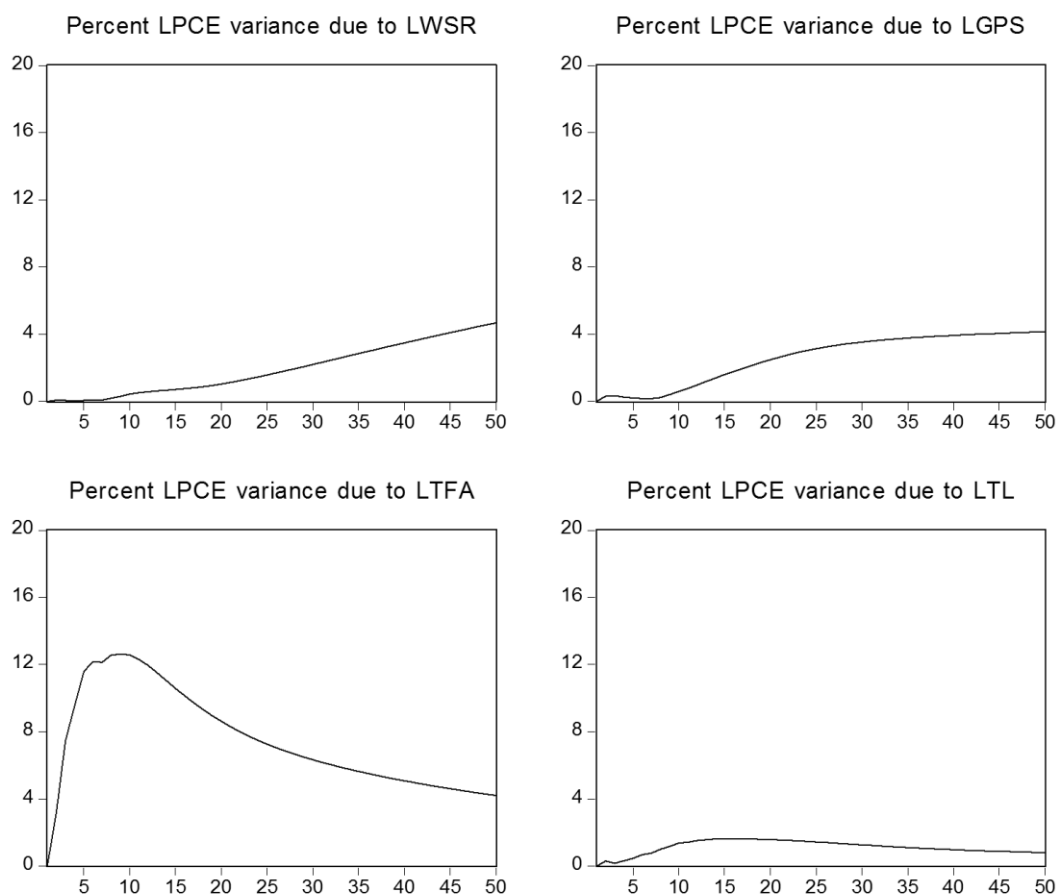
Elaboración propia.

El análisis impulso respuesta presentado en la gráfica anterior sobre el efecto de las innovaciones de las variables sobre el consumo tiene el mayor resultado en el total de activos financieros, el cual es positivo en el corto plazo, mientras en el mediano plazo retorna al valor negativo calculado al inicio; dicho resultado reafirmaría la relevancia adquirida por este tipo de activos en las decisiones de gasto de los hogares, como lo indica Lapavitsas.

Mientras para el caso de los efectos de innovaciones del salario y del ahorro el impacto en el corto plazo es pequeño y positivo; además en ambos casos los resultados positivos crecen un poco, pero se mantienen en el tiempo, reafirmando ante todo el impacto positivo sobre la demanda del incremento de los salarios, con el consecuente incremento en la capacidad de absorción de excedente y por lo tanto de crecimiento de la economía.

Finalmente el análisis impulso respuesta de la variable del total de deudas; para este caso las innovaciones de esta variable presentan un efecto positivo que crece en el mediano plazo; sin embargo el efecto desciende desde el 10 periodo, convirtiéndose negativo tras 35 periodos, estos resultados muestran el peligro que significa para la economía el salario financiarizado, como lo propone Lapavitsas; ya que el modelo es insostenible pues el financiamiento del consumo de los hogares tarde o temprano deberá ser pagado reduciendo en el tiempo la capacidad de consumo en un entorno de estancamiento salarial.

Gráfico 29 Descomposición de varianza del VAR DEMANDA.



Elaboración propia.

El análisis de descomposición de varianza respalda lo visto en el caso del impulso-respuesta:

Se observa que el factor de mayor incidencia en la varianza del consumo fue el total de activos financieros llegando a ser aproximadamente el 12% tras 5 periodos y declinando desde el periodo 15 para estabilizarse en 4% en el largo plazo.

Mientras para el ahorro y salarios, el efecto de la varianza del consumo a causa de estas variables, es creciente en el tiempo para llegar a 4% en el largo plazo.

Finalmente en el caso de la varianza explicada del consumo por la variable del total de obligaciones es de aproximadamente de un máximo de 2% tras 15 periodos y de ahí en adelante se reduce hasta llegar a ser casi cero tras 50 periodos.

5.2. Cointegración dinámica.

A continuación se desarrolla un ejercicio de cointegración dinámica a partir del enfoque de la metodología de estimaciones recursivas, el cual tiene por objetivo observar el comportamiento en el tiempo de los coeficientes estimados previamente; a fin de verificar la estabilidad tanto de los coeficientes como del vector de cointegración, identificando de esta manera la existencia de esta relación en el tiempo.

El estudio en general se realiza bajo los supuestos de:

Las regresiones se llevan a cabo calculando la misma forma de relación en la prueba de cointegración de Johansen, que ha sido ya especificada en los resultados del ejercicio de cointegración estática para toda la muestra. Lo cual resulta importante para el estudio, pues el propósito es observar la estabilidad de la relación especificada a través del tiempo.

Se calculan tanto el valor del alfa como las betas del vector de cointegración; para determinar en primer término la existencia como el comportamiento de la relación en el tiempo.

Se presentan dos tipos de regresiones:

Ventana móvil, una sub muestra fija que recorre el periodo completo de estudio, avanzando una observación en cada regresión; en el caso de este tipo de regresión se espera, en consideración al tamaño de la muestra, que existan mayores variaciones de los parámetros.

Recursiva, para este caso la sub muestra inicia con el mismo número de observaciones del ejercicio previo, sin embargo en cada regresión crece de tamaño, agregando una observación hasta abarcar todo el periodo; de tal forma se espera que los parámetros estimados tendrán menor variabilidad con excepción de casos con valores atípicos en las variables.

Estas dos formas se complementan a fin de identificar la consistencia de los parámetros calculados, en caso de no ser siempre así, observar las modificaciones en los coeficientes, además de la posibilidad de presencia de cambio estructural en las relaciones a través del tiempo.

5.2.1. Modelo de efectos de la inversión financiera y real sobre el producto

El modelo final identificado en la cointegración estática de acuerdo a la prueba de cointegración de Johansen es sin tendencia determinística, las ecuaciones de cointegración tienen intercepto y dos rezagos. A continuación se presenta el vector cointegración normalizado en forma de ecuación:

$$GDP = 3.613677 * GFCF - 1.89711 * TFATOTAL + 10.08387$$

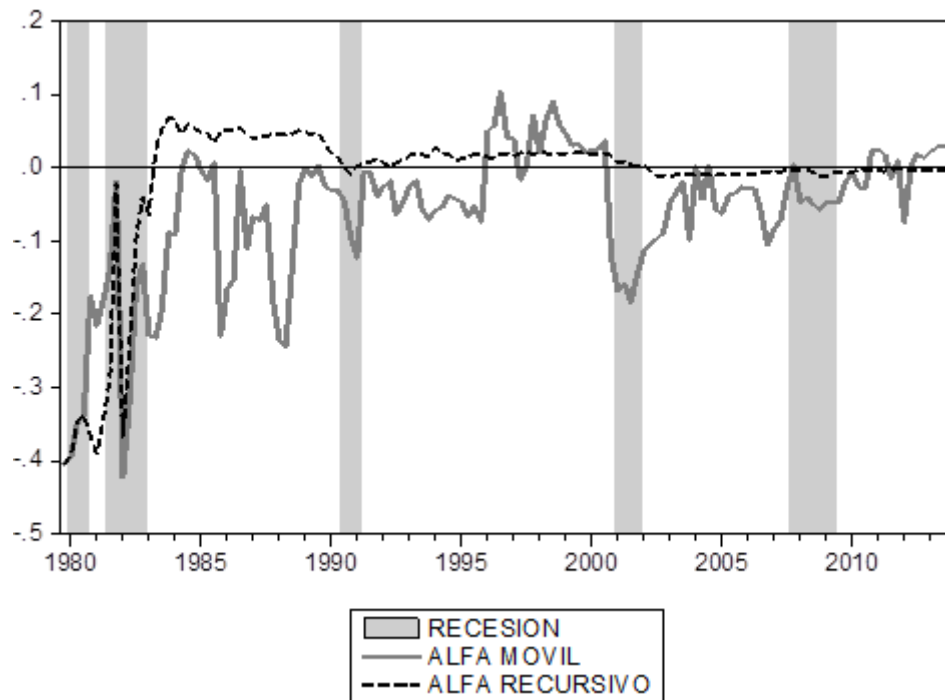
La sub muestra es de 40 observaciones, pues:

Este tamaño de muestra permite el cálculo de los coeficientes con un mínimo de confianza.

Las primeras 40 observaciones abarcan el periodo histórico de la década de 1970, la cual se caracterizó históricamente por el abandono del patrón oro dólar de Bretton Woods, además al final de esta década se observa un importante cambio en la política monetaria de la Fed, con el llamado «Experimento Monetarista»; caracterizando entonces a esta década como un periodo de transición.

Para iniciar el análisis de los resultados para este modelo a continuación se presenta la gráfica de los valores de las alfas calculadas:

Gráfico 30 Alfa Móvil y Recursivo del Modelo de Impacto de la Inversión en el Producto.



Elaboración propia.

El cálculo del alfa del mecanismo corrector de error (MCE), permite identificar la existencia de cointegración para el vector analizado por medio de la prueba de Johansen, de tal manera los periodos donde su valor está entre -1 y 0, son aquellos en los cuales existe cointegración con el vector identificado.

El gráfico anterior permite observar algo muy importante; de acuerdo a los resultados el vector buscado no existe para la gran mayoría del periodo en el caso de la regresión recursiva, pero tras cada recesión el valor es más próximo a los buscados, hasta la recesión del año 2001 donde el valor del coeficiente apunta ya la existencia de cointegración, tanto en el valor del alfa móvil como recursivo.

En cuanto al valor de ventana móvil, por el tamaño de muestra se esperan grandes variaciones, sin embargo el comportamiento señala importantes cambios entre cada recesión, coincidiendo finalmente en la recesión del año 2001 con una variación marcada.

De lo cual se puede concluir en general que la economía presenta señales de un proceso de cambio a través de toda la muestra hasta la recesión del año 2001, donde se identifica una relación entre las variables como la observada en el ejercicio estático.

Continuando con el análisis se muestran las gráficas de los betas móviles y recursivos para los coeficientes de cada una de las variables; donde la línea recta negra que cruza horizontalmente es el valor del coeficiente calculado inicialmente.

Gráfico 31 β Móvil y Recursivo de logaritmo de la Formación Bruta de Capital Fijo.



Elaboración propia.

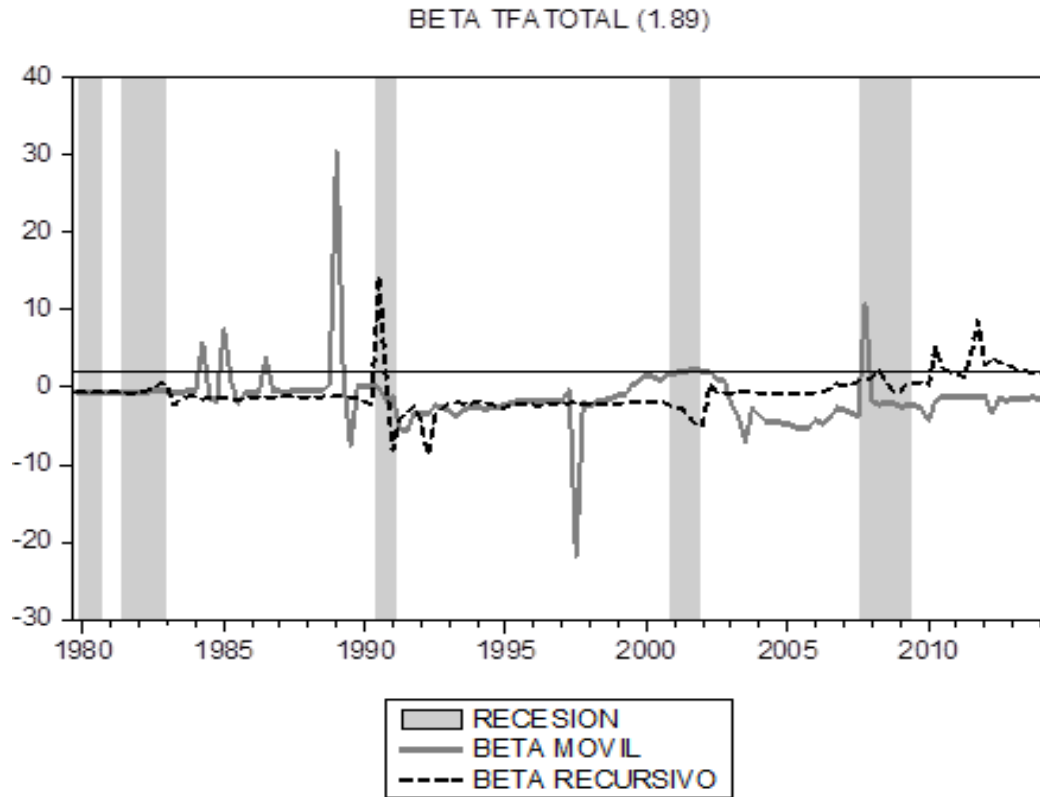
El gráfico anterior presenta las siguientes características importantes:

El valor del coeficiente presenta valores bastante estables, aunque de signo opuesto al calculado originalmente hasta la recesión del año 2001.

A partir del final de la recesión del año 2001 el valor del coeficiente presenta convergencia hacia el valor calculado en el ejercicio estático.

Por lo tanto, la evidencia estadística apunta que la economía presenta un cambio estructural muy importante desde la crisis de 2001 cambiando la forma de la relación entre el producto y la inversión real.

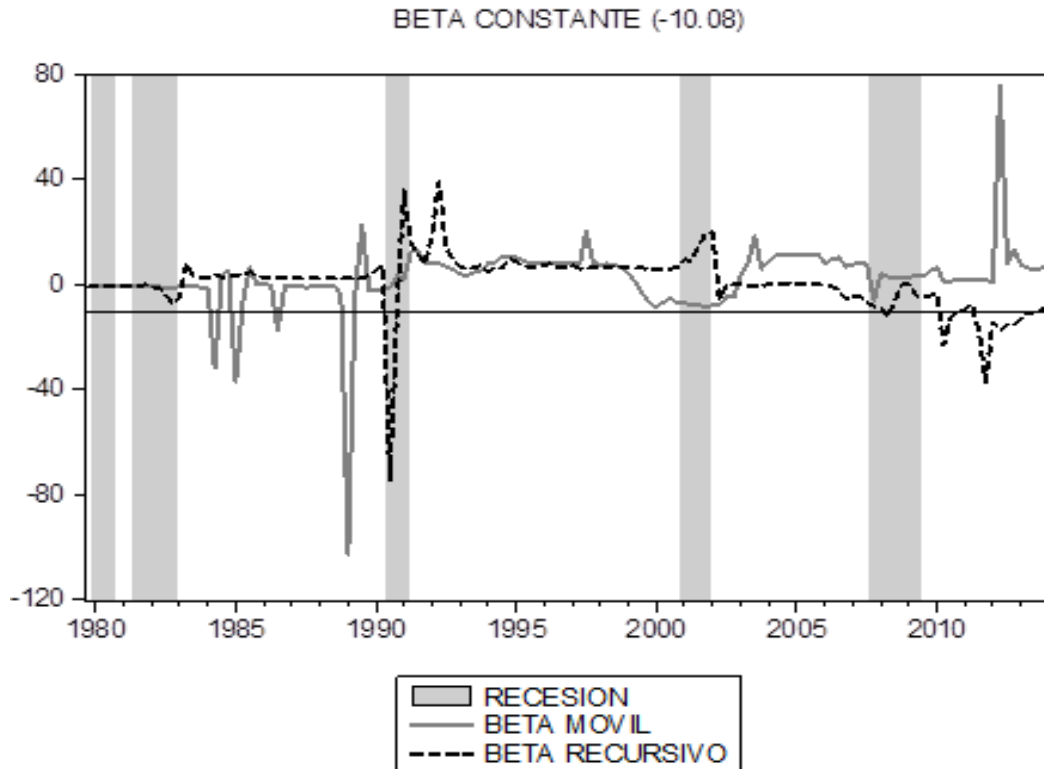
Gráfico 32 β Móvil y Recursivo de logaritmo del Total de Activos Financieros.



En el caso de las betas calculadas para el total de activos financieros los resultados muestran que:

Es una imagen espejo de lo ocurrido con la formación bruta de capital fijo, el cual indica coeficientes con signo contrario al obtenido para el ejercicio estático en la mayoría del periodo; sin embargo, es igualmente evidente que la relación calculada para todo el periodo deviene de un proceso de cambio en todo el periodo con especial énfasis a partir de la crisis de 2001; donde se presenta la convergencia del valor hacia el resultado final.

Gráfico 33 β Móvil y Recursivo de la constante.



Finalmente los resultados de la constante son una reafirmación de lo expresado en el resto del ejercicio para este modelo, donde se observan valores constantes pero de signo contrario al final, durante la mayoría del periodo de estudio hasta un cambio de tendencia en los valores hacia el final de la crisis de 2001 a partir del cual se da la convergencia del valor hacia el resultado del análisis estático.

Una conclusión adicional que aplica para todos los betas, respecto de los valores de las alfas, dentro de los cuales aquellos que indican la existencia de cointegración, en el caso recursivo surgen únicamente a partir del final de la crisis de 2001.

Por lo tanto así como lo expresa el desarrollo del marco teórico del estancamiento, los cambios y adaptaciones necesarias para el modelo de capitalismo basado en finanzas actual, son resultado de un proceso que se desenvuelve durante todo el periodo de estudio, como se distingue desde lo escrito por Sweezy y Baran respecto del sector FIRE (siglas en inglés para *Finance, Insurance, and Real Estate*); posteriormente con Sweezy y Magdoff y la explosión financiera y finalmente los estudios sobre el fenómeno de la Financiarización.

Igualmente la transformación es comparable con lo referido por Minsky respecto de la relación entre el ciclo económico y los factores financieros, donde a través de la expansión de un ciclo económico largo o un periodo en el cual únicamente han ocurrido recesiones leves, suceden sistemáticamente cambios en la estructura financiera, lo cual puede expresarse en los comportamientos revisados en el presente ejercicio.

Las relaciones de largo plazo calculadas se presentan como resultado de una convergencia tras la crisis de 2001, en todos los casos demuestran que la relación entre las variables puede ser consecuencia de una profunda transformación en la economía que termina de conformarse tras dicha recesión, con cambios relacionados a importantes modificaciones en las políticas económicas durante un largo periodo de expansión donde por lo menos tras 1982 hasta 2001 sólo existió una leve recesión a inicios de la década de 1990.

5.2.2. Modelo de impacto en la oferta

El modelo final identificado en la cointegración estática de acuerdo a la prueba de cointegración de Johansen es con tendencia determinística lineal, las ecuaciones de cointegración tienen sólo intercepto y seis rezagos. A continuación se presenta el vector cointegración normalizado como ecuación:

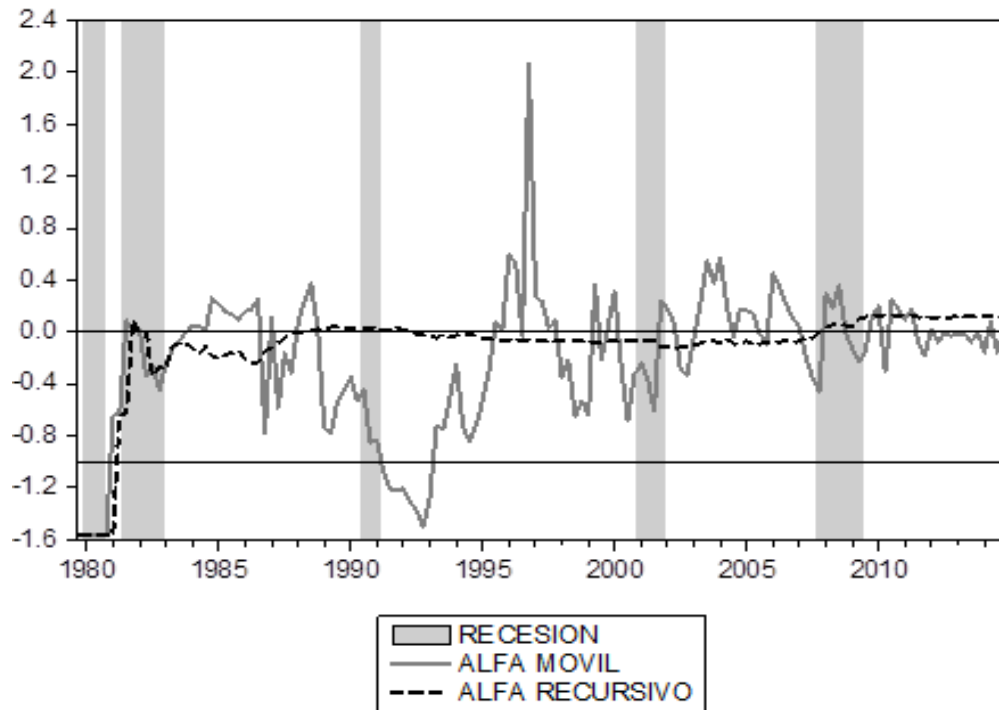
$$LGPDI_GDP = -0.7738 * LCPROFIT_GDP + 1.1239 * LTOLOAN_GDP - 0.3486 * LTOSEC_GDP$$

La sub muestra es de 44 observaciones; pues:

Este modelo debido al aumento de coeficientes a estimar, requiere de un tamaño de muestra con 4 observaciones adicionales para el cálculo con un mínimo de confianza.

Asimismo estas primeras 44 observaciones abarcan el mismo periodo histórico de la década de 1970, anteriormente caracterizado. A continuación se presenta el gráfico con los resultados de las alfas calculadas, tanto de ventana móvil como recursiva.

Gráfico 34 Alfa Móvil y Recursivo del Modelo de Impacto en la Oferta.



Elaboración propia.

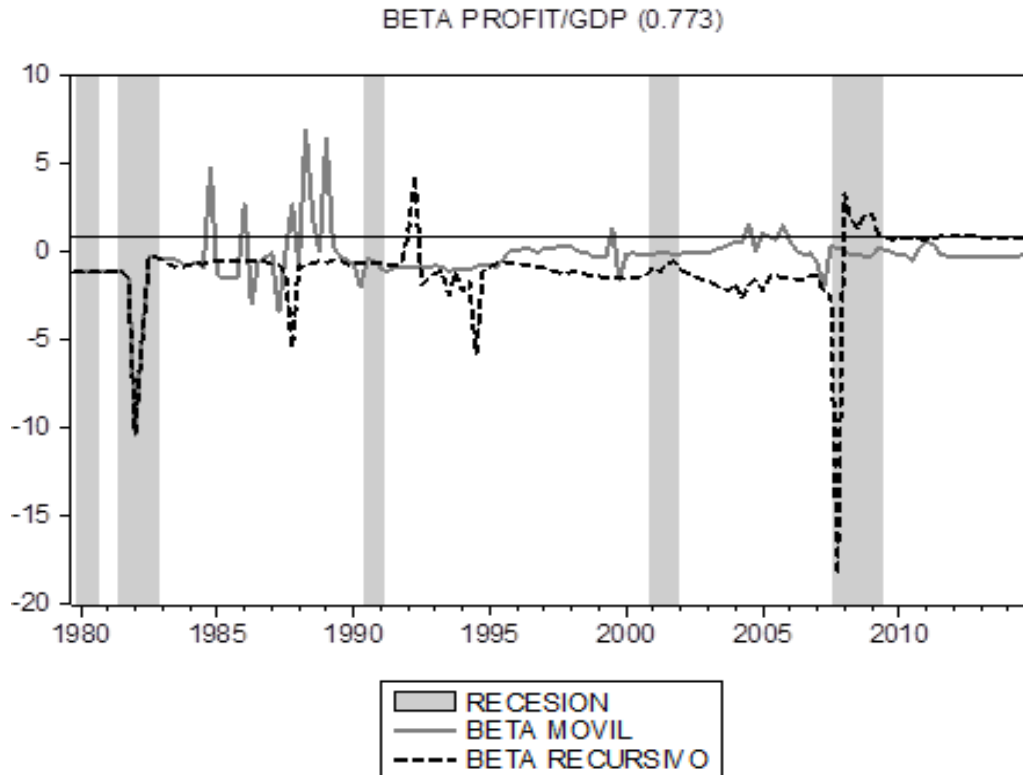
Los resultados del análisis de las alfas muestra que:

Para los valores de las estimaciones recursivas el vector de cointegración existe en la mayoría del periodo de estudio.

Para el caso de la ventana móvil se percibe una gran variabilidad.

El valor de los alfas recursivos durante la crisis del año 2007-08 cambian y se vuelven positivos, indicando la no existencia de cointegración; por lo cual, en base a esta metodología existe evidencia de un posible cambio estructural tras la crisis, que se refleja en estos resultados en contraste a lo observado por medio de la cointegración estática.

Gráfico 35 β Móvil y Recursivo del logaritmo de Ganancias corporativas/Producto.



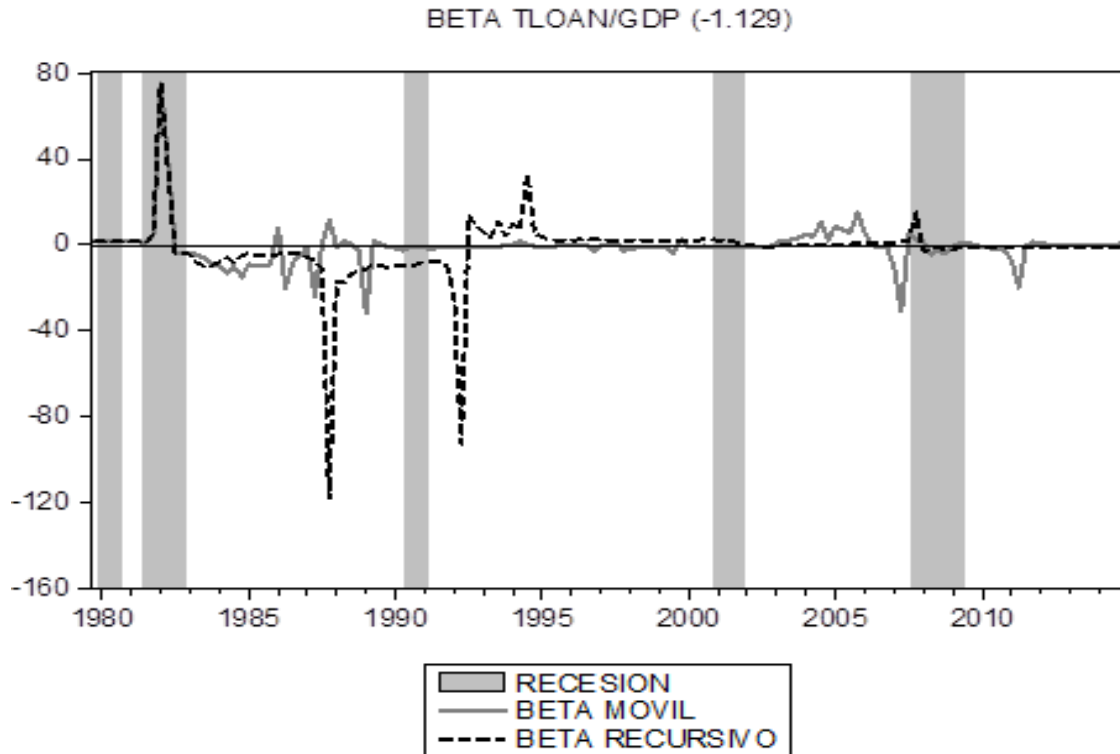
Elaboración propia.

En los resultados de las betas calculadas para la variable del logaritmo del cociente de las ganancias corporativas al producto, se muestra que en la mayoría del periodo los valores son diferentes al estimado inicialmente.

Durante la crisis de 2007-08, se presenta un valor extremo en el beta recursivo, el cual puede ser indicio de cambio estructural, pues tras éste el beta converge al resultado de la cointegración estática.

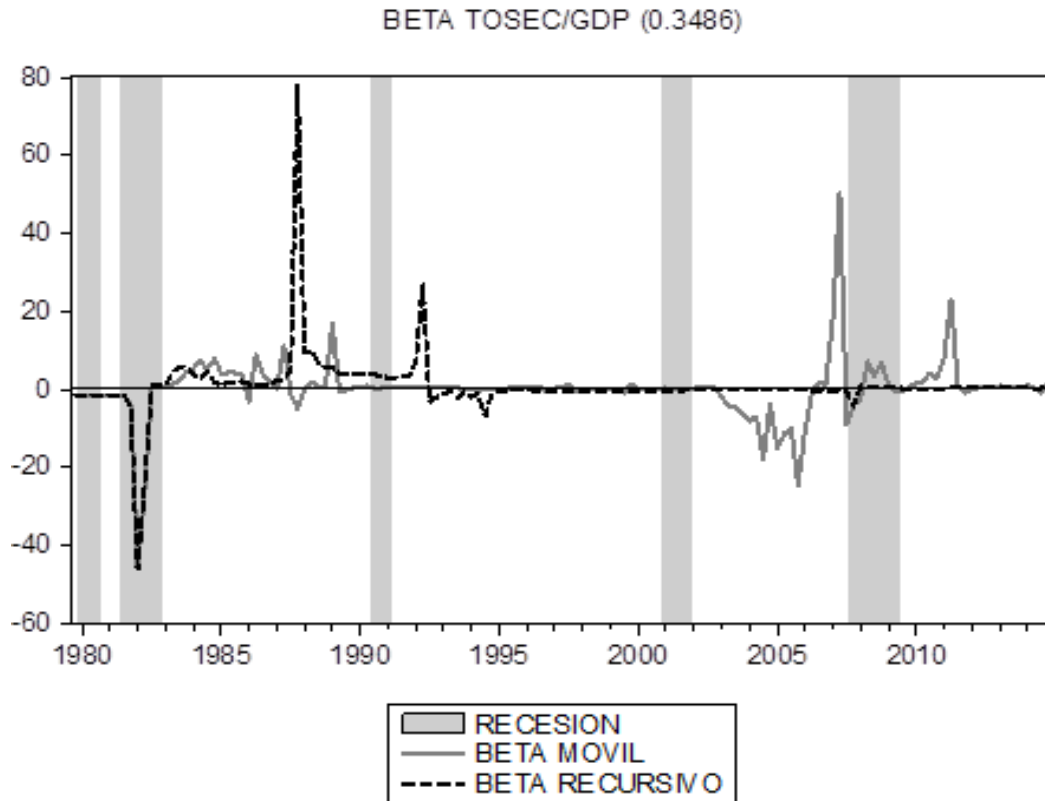
En cuanto al beta de ventana móvil se observa un probable cambio en la media a mediados de la década de los noventa.

Gráfico 36 β Móvil y Recursivo del logaritmo de Total de Préstamos/Producto.



El coeficiente del logaritmo de la proporción del Total de Préstamos a Producto, al contrario de las ganancias corporativas mostró una gran estabilidad a través de todo el periodo, ya que, tras la recesión de inicios de la década de 1990, tanto el valor recursivo como el de la ventana móvil expresaron poca discrepancia respecto del valor estimado en la cointegración estática.

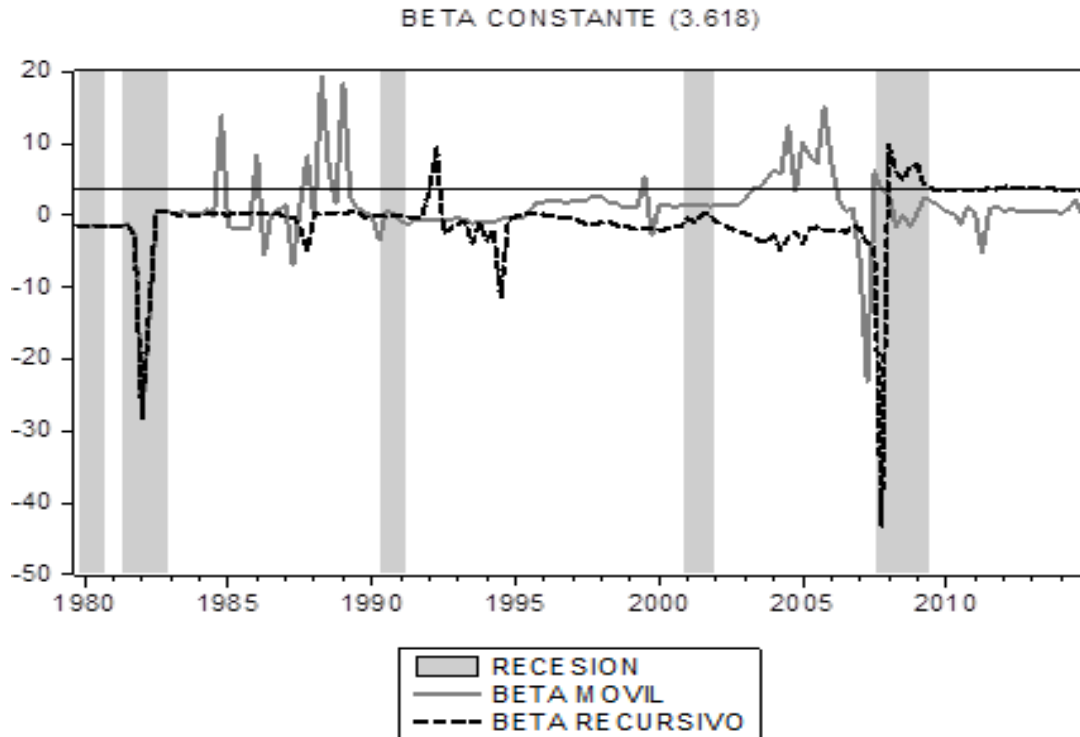
Gráfico 37 β Móvil y Recursivo del logaritmo de Total de Securities/Producto.



Elaboración propia.

El coeficiente del logaritmo del cociente del Total de *Securities* a Producto, como en el caso de la proporción del Total de Préstamos a Producto, expuso igualmente una gran estabilidad a través de todo el periodo, donde como en el caso anterior, después de la recesión de inicios de la década de 1990, tanto el valor recursivo como el de la ventana movable tuvieron pocos valores diferentes al estimado en la cointegración estática; aunque el beta movable da señas de variaciones relevantes tras la crisis de 2001.

Gráfico 38 β Móvil y Recursivo de la constante.



El coeficiente de la constante respalda los resultados del cociente de las ganancias corporativas; pues muestra evidencia de un cambio estructural en el valor extremo observado a inicios de la crisis de 2007-08.

Debido a la evidencia contradictoria entre el contraste de la cointegración dinámica y estática, respecto de la existencia de cointegración, debido al cambio del valor del coeficiente alfa; entonces a fin de respaldar los resultados generales del ejercicio estático se presentan a continuación los resultados de la prueba de cointegración en presencia de cambio estructural propuesta por Johansen et al. (2000), y en base a la metodología de Giles & Godwin (2012).

En primer término, para localizar la fecha probable del cambio estructural se tomó en cuenta la siguiente información:

1. Los resultados de la cointegración dinámica, la cual muestra un cambio importante en los resultados de las betas para la proporción de ganancias corporativas a producto y la constante, durante la crisis de 2007-08.

2. Adicionalmente se realizó la prueba ADF de raíces unitarias con cambio estructural, que dio el siguiente resultado en el caso de la variable de las Ganancias Corporativas a producto:

Tabla 27 Resultado prueba ADF de raíz unitaria con cambio estructural

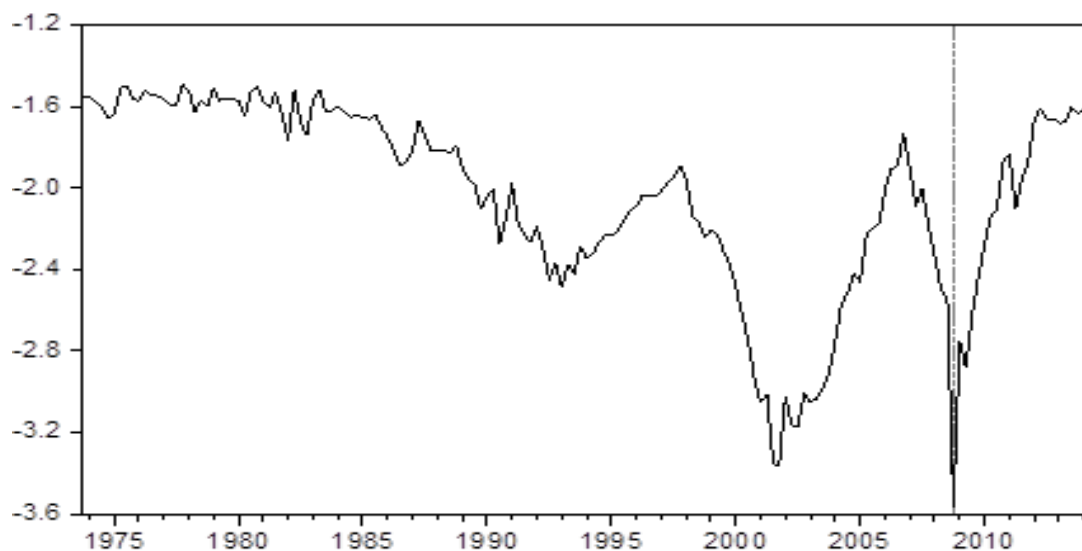
Hipótesis nula: LCPROFIT_GDP tiene raíz unitaria		
Especificación de tendencia: Sólo intercepto		
Especificación del quiebre: Sólo intercepto		
Tipo de quiebre: Innovación		
Fecha de quiebre: 2008Q4		
	Estadístico t	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller estadístico	-3.559331	0.3541
*Vogelsang (1993) asymptotic one-sided p-values.		

Elaboración propia.

El cuadro anterior muestra que la prueba de raíz unitaria con cambio estructural detectó una raíz unitaria y la fecha del cuarto trimestre de 2008, como la más probable de un cambio estructural de constante. Lo anterior se observa en la gráfica siguiente, sobre el estadístico t de Dickey-Fuller.

Gráfico 39 Prueba de cambio estructural ADF.

Dickey-Fuller estadístico-t



Elaboración propia con los resultados del programa econométrico Eviews.

Una vez localizado el punto de quiebre, de acuerdo con la metodología de Giles & Godwin (2012), se procede a la construcción de las variables dummy de cambio estructural que se incorporaran como exógenas en la prueba de cointegración de Johansen, con tendencia determinística lineal, ecuaciones de cointegración con sólo intercepto y seis rezagos, como se había calculado desde un principio en el modelo de cointegración estático.

El resultado de la prueba se contrasta con los valores críticos calculados en base a la metodología de Giles & Godwin (2012); y de acuerdo con los resultados de Johansen *et al.* (2000), para un punto de quiebre en el 17.22% de la muestra. Entonces, la prueba muestra que considerando el cambio estructural hay cointegración, pues por lo menos existen dos ecuaciones de cointegración, como se observa en la siguiente tabla:

Tabla 28 Resultado prueba de cointegración de Johansen con cambio estructural

Prueba del rango de cointegración (Traza)					
Número de EC(s)	Eigenvalor	Estadístico Traza	Valor Crítico		
			0.90	0.95	0.99
1	0.09794	22.94561	14.69303	16.86451	21.46179
2	0.02639	5.21598	30.68100	33.52690	39.31224
3	0.00358	0.61598	50.58831	54.08287	61.05315
Prueba del rango de cointegración (Máximo Eigenvalor)					
Número de EC(s)	Eigenvalor	Estadístico Max-Eigen	Valor Crítico		
			0.90	0.95	0.99
1	0.09794	17.72962	10.31631	12.16148	16.15063
2	0.02639	4.60000	22.83306	25.31064	30.40857
3	0.00358	0.61598	39.21829	42.33799	48.61382
Elaboración propia.					

La evidencia aportada por el análisis previo implica que la relación entre la inversión privada y sus fuentes de financiamiento externo, tanto préstamos como emisión de deuda, ha sido muy estable durante todo el periodo.

Mientras en el caso de la relación con la fuente de financiamiento interno, ganancias corporativas, el resultado muestra un importante cambio a partir de la crisis inmobiliaria de 2007-08, donde el coeficiente cambia al valor calculado para todo el periodo.

Por lo tanto, para el caso de la inversión privada y sus fuentes de financiamiento el principal cambio resultado del avance del modelo basado en finanzas fue la relación entre la inversión privada y las ganancias, lo cual está inscrito en los estudios de Palley y Lapavitsas respecto de las transformaciones de una economía capitalista altamente financiarizada.

5.2.3. Modelo de impacto en la demanda

El modelo final identificado en la cointegración estática de acuerdo a la prueba de cointegración de Johansen es sin tendencia determinista, la ecuación de cointegración no tiene intercepto y seis rezagos. A continuación se presenta el vector cointegración normalizado como ecuación:

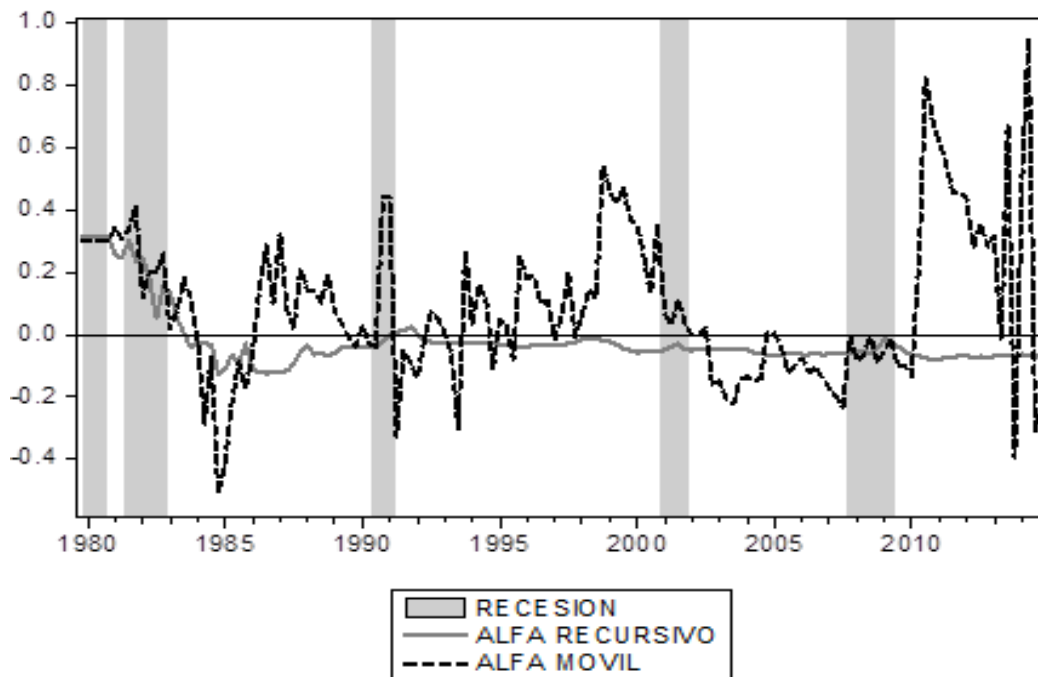
$$LPCE = LWSR * 0.810111 + LGPS * 0.145285 - LTFA * 0.026856 + LTL * 0.151198$$

La sub muestra es de 44 observaciones; pues:

Este modelo debido al aumento de coeficientes a estimar, requiere de un tamaño de muestra con 4 observaciones adicionales para el cálculo con un mínimo de confianza.

Estas primeras 44 observaciones abarcan el mismo periodo histórico de la década de 1970, anteriormente caracterizado.

Gráfico 40 Alfa Móvil y Recursivo del Modelo de Impacto en la Demanda.

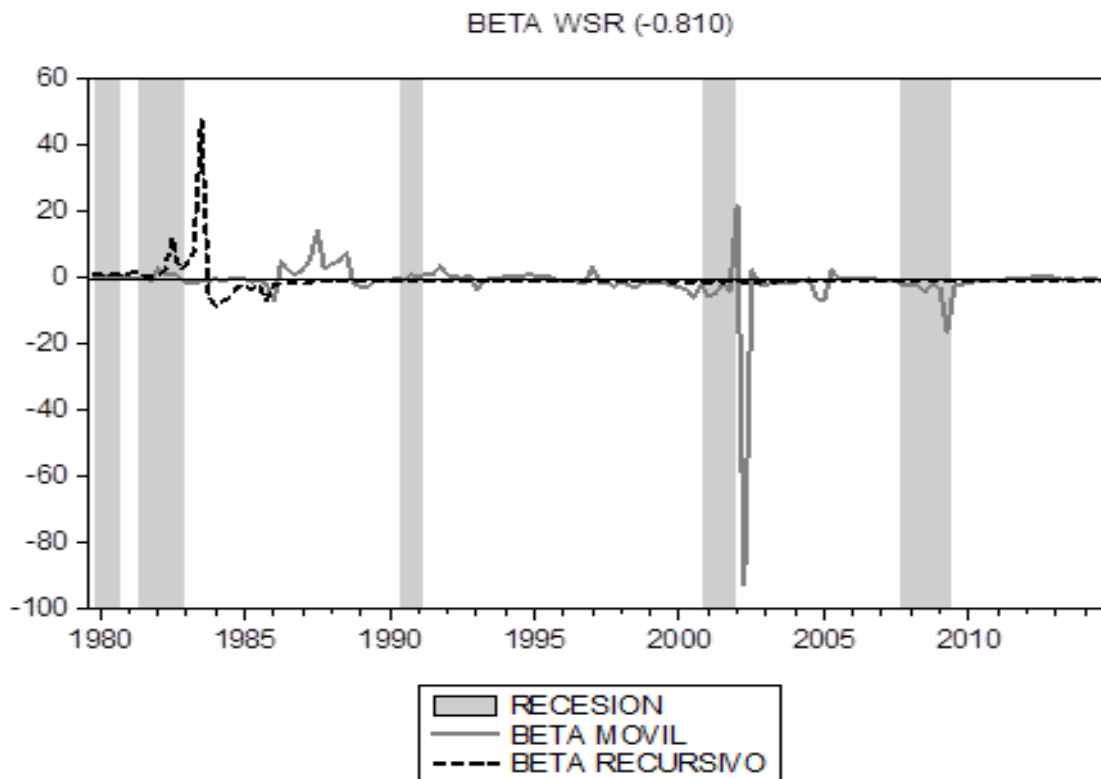


Elaboración propia.

El gráfico de los resultados para las alfas, en el caso del valor recursivo, apunta a la existencia de cointegración entre las variables prácticamente durante todo el periodo a partir de 1984. Mientras en el caso del valor de la ventana móvil, parece tener

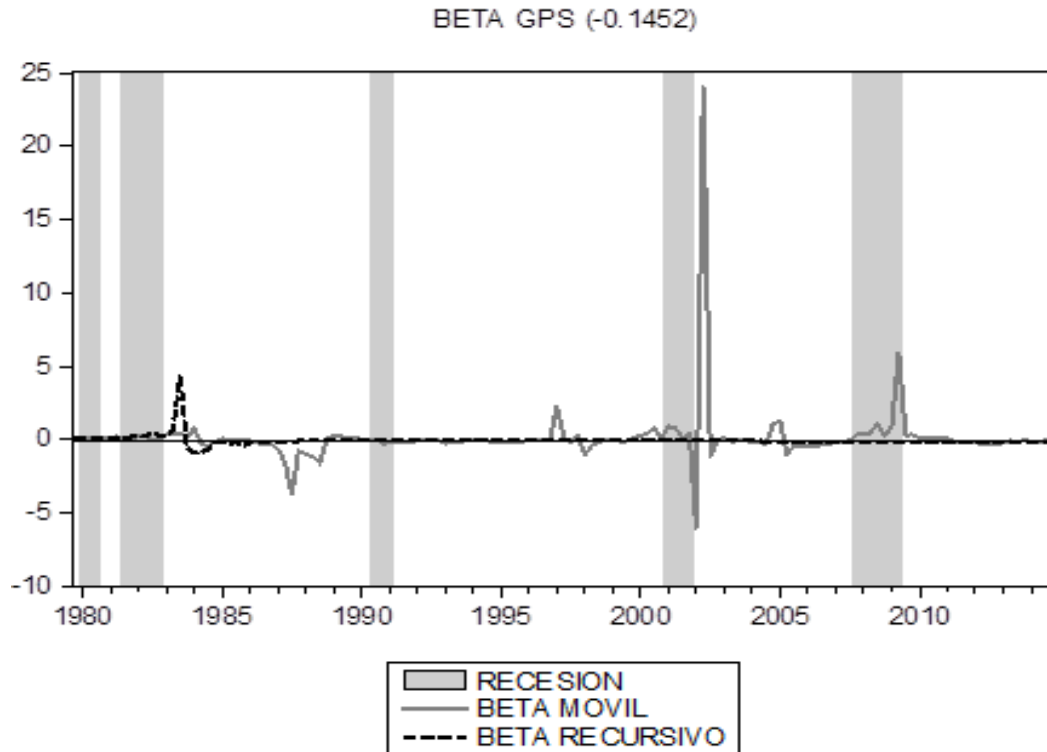
importantes variaciones a través de la muestra con especial énfasis en el periodo posterior a la crisis de 2007-08.

Gráfico 41 β Móvil y Recursivo del logaritmo de Salarios Pagados.



El gráfico anterior de las betas de los salarios pagados muestra una gran estabilidad a través de toda la muestra tomando valores siempre muy próximos al obtenido en la cointegración estática; lo anterior ocurre tanto para el caso del valor móvil como para el recursivo, con únicamente un valor extremo para la beta recursiva posterior a la crisis de 2001.

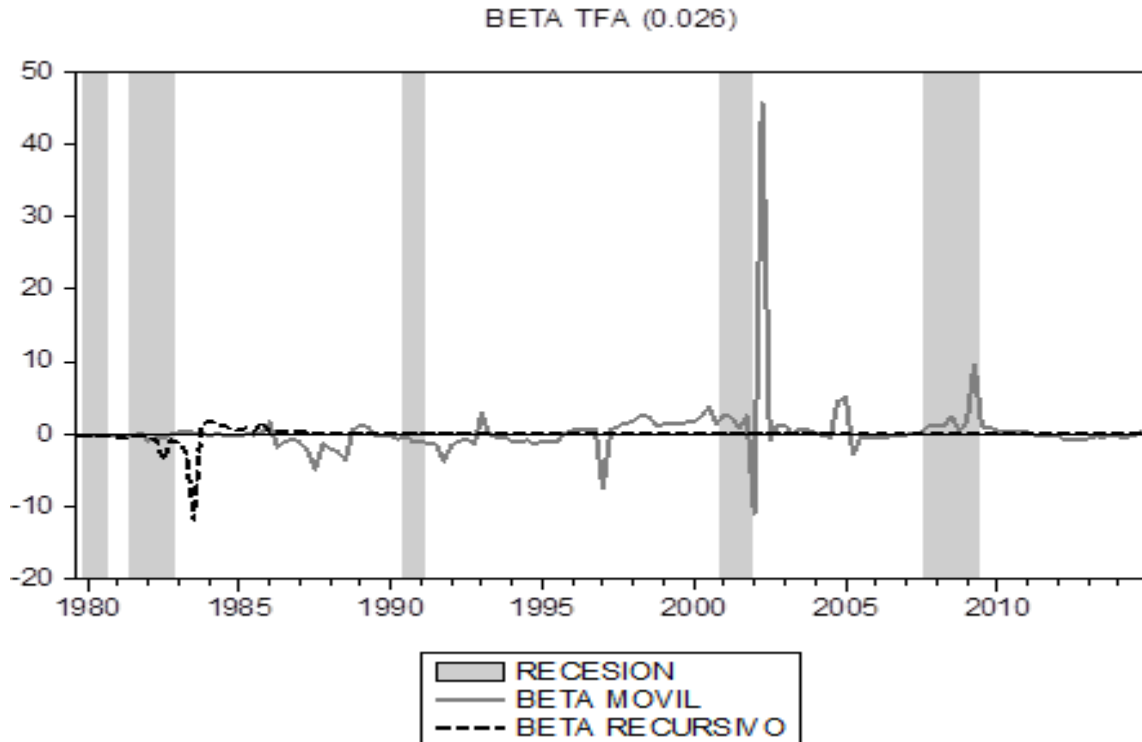
Gráfico 42 β Móvil y Recursivo del logaritmo de Ahorro Privado Bruto.



Elaboración propia.

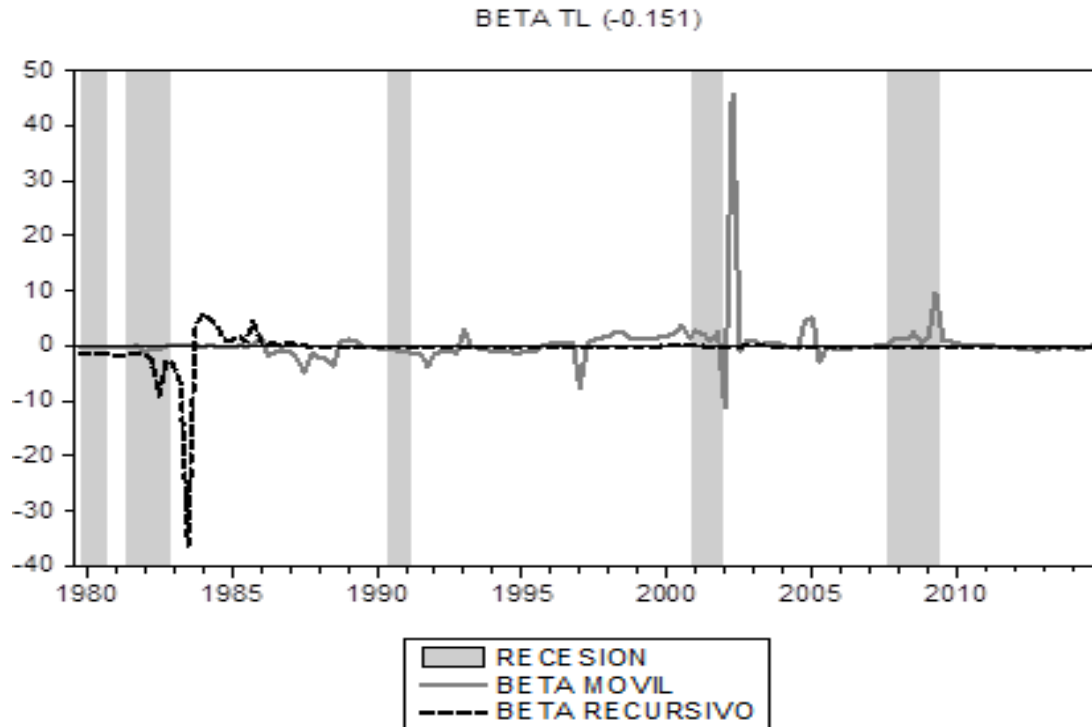
El beta calculado para el ahorro privado bruto presenta un comportamiento similar al de los salarios, con valores muy estables alrededor del obtenido en la cointegración estática, con un valor extremo tras la crisis de 2001 en el caso de la ventana móvil.

Gráfico 43 β Móvil y Recursivo del logaritmo de Activos Financiero Totales.



Una vez más, como en los resultados anteriores, el beta para los activos Financieros Totales es muy estable, con resultados que en general muestran pequeñas variaciones respecto del cálculo de cointegración estática, aunque resaltando el valor extremo observado en la venta móvil posterior a la crisis del 2001.

Gráfico 44 β Móvil y Recursivo del logaritmo del Total de Liabilities.



Finalmente el coeficiente del total de *Liabilities* expresa el mismo comportamiento observado en los resultados de los demás coeficientes, con la preponderante estabilidad en prácticamente toda la muestra; tanto en la ventana móvil como el recursivo y el valor extremo tras la crisis del 2001, en el caso de la ventana móvil.

En general los resultados para el modelo de impacto de la demanda son:

El valor de las alfas recursivas apunta a la existencia del vector de cointegración en prácticamente todo el periodo de estudio, aportando así evidencia estadística sobre las relaciones entre las variables que se investigan.

Resalta la gran estabilidad de los coeficientes calculados en la cointegración estática a través del tiempo, ejemplificado tanto por los valores móviles como recursivos.

En el caso de la ventana móvil, es evidente en todas las betas que la crisis de 2001 impactó severamente todas estas variables; ya que, en todos los casos se presenta un valor extremo.

Finalmente los respaldan la conclusión de la estabilidad de la demanda en un entorno financiarizado con estancamiento salarial requiere de endeudamiento creciente a fin de mantener los patrones de consumo.

V. Conclusiones.

En primer término el desarrollo del marco teórico permite afirmar que la teoría del estancamiento se ha desarrollado históricamente a través del estudio de las condiciones propias del capitalismo de cada momento, a partir de la condición de las fuerzas impulsoras y contrarrestadas de dicho estancamiento. Dicha condición tiene origen desde el lado de la oferta, en los determinantes de inversión exógena como la presentada estudiada principalmente por Hansen y Higgins; además de los determinantes de la inversión endógena expuesta por Steindl.

De lo escrito por estos autores se subraya para las condiciones actuales del capitalismo estadounidense basado en finanzas, el estancamiento en la inversión desde la perspectiva de la oferta por falta de innovaciones revolucionarias, la disponibilidad de los factores de la producción, el constante desarrollo de técnicas y maquinaria ahorradora de capital y el crecimiento del fenómeno de la “Institucionalización del ahorro” con el desarrollo del sistema financiero.

Una solución desarrollada por el sistema para mejorar la inversión está en la forma de financiar la inversión, como lo expone Steindl, quien apunta a la emisión de acciones y el ulterior desarrollo de instituciones y mercados para procurar recursos financieros más baratos a las empresas compitiendo estos con la oferta del sector bancario.

Desde el lado de la demanda existen condiciones reales las cuales amplifican o contrarrestan la tendencia al estancamiento; tales circunstancias son analizadas por Sweezy, Baran y Magdoff; quienes exponen una determinante muy importante de la acumulación capitalista moderna, la diferencia dinámica entre el crecimiento de la productividad por la inversión en maquinaria ahorradora de capital mientras la demanda no corresponde con el mismo dinamismo, lo cual apunta a una constante necesidad por promoción de la demanda para poder mantener procesos de acumulación creciente.

Del lado de la demanda queda clara la necesidad constante de las empresas industriales de realizar una cantidad creciente de excedente, es decir, existe una presión creciente de fondos en búsqueda de nuevas formas de inversión, tendencia a la sobreproducción o subconsumo, por lo cual siempre se buscan nuevas formas de acceder a demanda,

impulsando así la ampliación de sectores como el FIRE (por sus siglas en inglés) de finanzas, seguros y bienes raíces, los cuales generan demanda con poca o ninguna incidencia en la producción, así como la apertura económica para acceder a nuevos mercados.

Estas relaciones de oferta y demanda se desarrollan conforme se desenvuelve el ciclo económico; sin embargo, la esfera real tiene relaciones con la financiera desde principios del capitalismo moderno y tales relaciones sufren cambios con forme se desarrollan condiciones de la estructura de acumulación, como apunta Minsky, que señala el ciclo económico es también un ciclo financiero.

En este desarrollo del ciclo existen varias condiciones expuestas por todos los autores en diferentes aspectos, primero el ciclo genera inversión la cual modifica la estructura de edades del capital y la tasa de utilización deseada, generando así desincentivos a la inversión a la postre, al tiempo que todo esto ocurre en un entorno donde cambian las relaciones entre el capital financiero y el industria.

Y la existencia de ciclos cortos y largos, estos últimos caracterizados por periodos largos con cortas recesiones y en los cuales hay transformaciones institucionales que afectan las relaciones entre capital industrial y dinerario. Así hoy en día el capitalismo basado en finanzas se define entonces por las siguientes características:

- Absorción de excedente por medio de apertura económica y la inversión en mercados financieros.
- Redistribución y concentración del ingreso.
- Mercados financieros donde las relaciones entre corporaciones financieras y no financieras se combinan y confunden.
- Financiarización del ingreso de los hogares.
- Creciente fragilidad financiera.

A lo que remarca Lapavitsas se trata de un proceso que observa desde los años de 1970 como la transformación entre las relaciones entre las corporaciones financieras no financieras y los trabajadores.

Estas transformaciones en la estructura de acumulación son apuntadas de forma general por Palley quien las resume en Globalización, Gobierno pequeño, Flexibilidad laboral y Abandono del pleno empleo, todas estas en un contexto de transformación en la estructura y operación de los mercados financieros y en el comportamiento corporativo.

Todas estas transformaciones son evidentes soluciones a las contradicciones presentadas por Steindl, Sweezy, Baran y Magdoff; pues:

- La globalización responde a la búsqueda de nuevas fuentes de demanda sin redistribución del ingreso y nuevas oportunidades de inversión; aunque al mismo tiempo esta solución se vuelve parte del problema pues el outsourcing como el debilitamiento de los trabajadores generan restricciones en la demanda interna y la inversión extranjera eventualmente refluye al origen como excedente.
- El gobierno pequeño es igualmente la apertura de nuevos nichos de inversión y de potencial realización del excedente privado; aunque en la economía esto ha representado socialmente una importante pérdida en el nivel de vida y de aumento en los costos para los hogares.
- La flexibilidad laboral sostiene las ganancias a pesar de existir estancamiento de la inversión generando redistribución del ingreso y a la postre un problema de restricciones a la demanda.
- Abandono del pleno empleo resulta de impulsar políticas que procuran estabilidad para el sector financiero, el cual es en la actualidad, con las reformas institucionales y legales, una fuente de ganancias que compite con la inversión real.
- Mientras los cambios en los mercados financieros responden al cambio en la importancia del valor del sistema financiero gracias a las condiciones de creciente excedente en busca de inversiones, falta de nuevas oportunidades y la innovación constante propia de este sector.
- Por lo que toca al gobierno corporativo es un resultado del cambio en el entorno tanto de cambios institucionales como del propio desarrollo del sistema financiero; pues en cada innovación desde el paso de emisión de acciones a la creación de holdings, se respondía en un inicio a la necesidad de financiamiento barato para empresas.

Sin embargo, las instituciones creadas para generar mercados para dichas innovaciones terminaron por transformar el gobierno al interior de las empresas, esto se expresa especialmente en el comportamiento de los inversionistas institucionales, instituciones financieras con acceso a grandes cantidades de capital que invierten en valores de empresas pero infunden su visión de la ganancia de capital sobre los valores antes que la expansión de la empresa.

Es así que en capitalismo maduro estadounidense se presenta un sistema cuya forma para sostener la demanda se ha fundamentado en el crédito y en términos de Lapavitsas financiarizar el ingreso salarial, donde en el sector real los cambios productividad conviven con estancamiento salarial, en un contexto de política monetaria de bajas tasas de interés y grandes desarrollos en los mercados financieros abiertos.

Esto es evidencia que para el desarrollo del capitalismo es necesario el crédito, empero dicho crédito resulta relevante únicamente cuando se dirige a la producción y no al consumo. Por lo que es de gran importancia apuntar como los cambios estructurales del capitalismo estadounidense basado en las finanzas ha transformado la manera de financiamiento tanto de empresas como hogares en tanto el equilibrio de sus fuentes internas y externas.

Las dinámicas desarrolladas en el marco teórico se observa tienen consistencias con la realidad como se observa en los hechos estilizados presentados tanto en lo referente al comportamiento de los precios en activos financieros, dinamismo en el producto, capacidad utilizada, redistribución del ingreso y ganancias.

De los resultados de la sección econométrica se observa en el caso del modelo de efectos de la inversión sobre el producto; se calculó un VAR 2, donde se identificó un vector de cointegración, que se presenta normalizado en forma de ecuación a continuación:

$$LGDP = 3.613677 * LGFCF - 1.89711 * LTFATOTAL + 10.08387$$

Resultado adecuado a lo establecido teóricamente, donde la inversión real es positiva al producto mientras la inversión financiera presenta el efecto inverso. Resultados que prueban la capacidad del sistema financiero para absorber excedente sin que dicha inversión resulte en crecimiento del producto; por lo tanto generado únicamente redistribución de este. De tal manera la relación de largo plazo calculada refleja lo referido por Sweezy, Baran, Magdoff y Lapavitsas.

Ahora para el caso del modelo de impacto en la oferta se calculó un VAR 6, presentó cointegración y se obtuvo una relación de largo plazo presentada a continuación normalizada en forma de ecuación:

$$LGPI_GDP = -LCPROFIT_GDP * 0.7738 + LTOLOAN_GDP * 1.1239 - LTOSEC * 0.3486$$

Resultado del cual sobresale ampliamente el signo negativo de las ganancias; es decir, mientras las ganancias corporativas son una mayor proporción del producto la inversión

privada como porcentaje del producto respondía negativamente y en una proporción casi uno a uno.

Lo cual explicaría el hecho estilizado una inversión real con tendencia a estancarse y ganancias crecientes. Y el comportamiento contrario al estudiado por Steindl (1979) donde las empresas procuran la inversión principalmente financiada por recursos propios, ya que eran los más seguros para el gobierno corporativo y para la hoja de balance.

El segundo resultado destacado es la elasticidad superior a la unidad del total de préstamos respecto de la inversión privada y el signo positivo; por lo tanto en el periodo de estudio cuando creció el total de préstamos como porcentaje del producto lo hace en una proporción mayor a la inversión privada como porcentaje del producto, indicación de un cambio en el modo de financiamiento de la empresas.

Por último el valor de la elasticidad de la emisión de valores es menor a la unidad y negativa, es decir la inversión privada reacciona en sentido contrario a la emisión de valores respecto del producto, evidencia que la emisión de valores no es para financiar una mayor inversión.

Los resultados muestran lo expresado por Lapavitsas sobre los cambios en la relación entre las corporaciones financieras y no financieras, en cuanto los resultados negativos de las dos opciones de financiamiento más baratas sobre la inversión. Dichos resultados apuntan igualmente a cambios en el gobierno corporativo de la empresa, el cual emplea tales medios para financiar actividades diferentes a las productivas, en términos de Palley, para los administradores y accionistas no es primordial el crecimiento real de la empresa mientras sea posible recibir ganancias.

En el caso del modelo de demanda se consiguió un VAR 6, que presentó cointegración y se obtuvo la relación de largo plazo, presentada a continuación normalizada como ecuación:

$$LPCE = LWSR * 0.810111 + LGPS * 0.145285 - LTFA * 0.026856 + LTL * 0.151198$$

Este resultado confirma lo dicho por Lapavitsas y Palley; pues la restricción de demanda resultado de la redistribución y concentración del ingreso provoca baja absorción del excedente, por lo cual impulsa una creciente importancia de los mercados externos para la absorción del excedente, en términos de Palley la política de globalización; además de

infundir la necesidad cada vez mayor de financiamiento externo en los hogares para mantener sus niveles de vida como lo explica Lapavitsas.

El signo del coeficiente del ahorro contrario al esperado implica importantes consecuencias de la redistribución y concentración del ingreso al igual que el resultado observado con los salarios. Todo lo cual apunta que en la economía la redistribución y concentración del ingreso desde los hogares con menor propensión al ahorro a los de mayor, sucede al mismo tiempo que los hogares de menor ingreso conservan el consumo por medio de financiamiento externo mientras los hogares de mayores ingresos incrementan la proporción de ahorro.

El signo negativo del coeficiente del total de activos financiero apunta a que los hogares con mayor ingreso pueden estar ahorrando por medio de la adquisición de dichos activos, esto es una evidencia adicional de la descripción dada por Lapavitsas respecto del capitalismo basado en finanzas, donde los hogares se ven más relacionados con los mercados financieros.

Finalmente el signo positivo del total de obligaciones se relacionaría con el signo positivo del ahorro; al confirmar la financiarización del salario expuesta por Lapavitsas, pues la única forma posible para los hogares de menores ingresos afectados por la redistribución del ingreso para sostener el consumo, a pesar de los salarios estancados, es a través de una mayor adquisición de deuda.

Dando así por conclusión general el fenómeno de la tendencia al estancamiento en el capitalismo moderno y la financiarización creciente de éste, son fenómenos autorreforzantes y de causalidad bidireccional. Ya que en el desarrollo del capitalismo moderno existen condiciones generales de crecimiento constante del excedente y por lo tanto de flujos crecientes de capital financiero en búsqueda de nuevas oportunidades de inversión.

Sin embargo, las medidas de solución desarrolladas desde el estudio de Sweezy y Baran (1968), han devenido en otras contradicciones las cuales explican la ampliación del sistema financiero, al ser este el único con la aparente capacidad de innovar y generar ganancias en suficiencia sin crear presiones al excedente pero impulsando al mismo tiempo modificaciones en toda la estructura legal e institucional del modelo económico.

Las modificaciones principales surgen de la posibilidad que los cambios estructurales dan a al sector financiero de inferir en absolutamente todo el circuito económico, pues el crecimiento de las instituciones, activos y mercados financieros son condicionantes desde

el lado de la oferta con la inversión real y desde el lado de la demanda con su creciente importancia para financiar el consumo, dado el contexto de redistribución y concentración del ingreso.

Conclusiones de la cointegración dinámica:

1. El modelo de impacto del tipo de inversión identificó las siguientes condiciones:

El coeficiente alfa recursivo muestra que existe cambio en la relación de las variables y a partir de la crisis de 2001 se presenta ya cointegración.

Todos los betas recursivos presentan de igual forma evidencia de cambios en la relación a partir de la crisis de 2001, cuando el valor de todas las variables presenta un proceso de convergencia hacia el obtenido en el ejercicio estático.

2. El modelo de impacto sobre la oferta muestra las siguientes condiciones importantes:

Un alfa recursivo muy estable y con valores que implican la existencia de cointegración, hasta la crisis de 2007-08, donde se presentan valores que apuntan que no existe cointegración, mientras el alfa móvil cambia de un alta variabilidad a una mayor estabilidad al final del periodo con valores que determinan la existencia de cointegración. Se infiere entonces la posibilidad de un cambio estructural en este periodo.

Los betas muestran ser estables en todos los casos y para todo el periodo, resaltando que para el caso de la variable del cociente de ganancias corporativas a producto y la constante, se presenta un valor extremo en la crisis de 2007-08.

Se verificó la existencia de cointegración en las variables considerando un cambio estructural, por medio de la elaboración de un tercer contraste, a través de la prueba de cointegración de Johansen con cambio estructural, análisis del cual se concluye que en efecto existen por lo menos dos ecuaciones de cointegración, una vez se ha considerado un cambio estructural de una innovación en la constante, identificado para el cuarto trimestre de 2008.

3. El modelo de impacto en la demanda mostro:

Estabilidad en los valores del alfa recursivo en prácticamente todo el periodo, indicando la existencia de cointegración. Y respaldando la idea de que los patrones de consumo de los hogares se han mantenido estables a lo largo del periodo de estudio, pero esto en el entorno de estancamiento salarial del capitalismo basado en finanzas implica una creciente necesidad de financiamiento para sostener los patrones de consumo.

Todos los betas son estables en prácticamente todo el periodo, tanto en el caso recursivo como en los móviles, adicionalmente en estos últimos sobresale que en todos los casos el beta móvil presenta un valor extremo durante la crisis de 2001.

Con lo anterior quedan demostrados como en el capitalismo basado en finanzas los efectos sobre las relaciones de largo plazo que determinan la inversión y el consumo además de los efectos diferenciados sobre el producto de la inversión real o financiera.

Con lo cual se aportan pruebas sobre la necesidad de apertura económica y de inversión en mercados financieros para la absorción de excedente.

Los efectos sobre las relaciones de largo plazo que determinan el consumo, de la redistribución y concentración del ingreso. Asimismo se encuentran pruebas sobre los efectos de la financiarización del ingreso de los hogares.

La transformación de las relaciones de largo plazo que determinan la inversión, en un entorno de mercados financieros amplios y profundos donde las relaciones entre corporaciones financieras y no financieras se combinan y confunden.

Por último, todas estas transformaciones sobre las condiciones del consumo, la inversión y los efectos de la inversión financiera sobre el producto es posible afirmar que en el entorno del capitalismo financiarizado hay una gran proclividad a la formación creciente de procesos de fragilidad financiera.

Implicaciones de política

En primer término sobresale la necesidad de una nueva regulación financiera que atienda los sucesos que dieron pie a la Gran Recesión, y segundo prevea su revisión permanente, pues como lo expresa Minsky, los ciclos largos cambian la forma de respuesta de los agentes ante la regulación haciéndola ineficiente de tiempo en tiempo.

La necesidad de una mayor intervención del estado para suplementar la inversión real, pues se ha vuelto evidente la insuficiencia de la política monetaria para administrar la economía en un ambiente de estado pequeño, siendo ineficaz para promover un crecimiento constante frente a las condiciones actuales.

Ahora, la intervención estatal deberá de ser tomando en cuenta el entorno de apertura económica irreversible, pues como se explica en el desarrollo teórico, el capitalismo moderno requiere del exterior tanto para generar como absorber excedente, a fin de sostener la dinámica en el crecimiento.

Finalmente la recuperación de los ingresos salariales, ya que esto permitiría un entorno más estable para el crecimiento al sustentar de demanda y reducir los efectos negativos sobre el consumo de una restricción en el crédito; ya que, en el capitalismo financiarizado las restricciones de crédito impactan doblemente la demanda, al reducirse el nivel de actividad y generar que los hogares altamente endeudados, con bajo crecimiento salarial, deban de dedicar una proporción creciente al pago de deuda.

VI. Bibliografía.

Alumnia M., Bénétrixt A. S., Eichengreen B., O'Rouket K. y Rua G., 2009, "From Great Depression to Great Credit Crisis: Similarities, Differences, and Lessons", NBER, Working Paper 15524.

Baran, P. A., & Sweezy, P. M., 1972. *"El capital monopolista"*. S. XXI.

Boyer, Robert, 2010, "La crisis actual a la luz de los grandes autores de la economía política", en *Economía: Teoría y práctica*, Nueva Época, número 33, julio-diciembre.

Boyer, Robert, 2013, "The Present crisis. A Trump for a Renewed Political Economy", en *Review of Political Economy*, No. 1, Enero.

Carlin, W., & Soskice, D., 2005. *Macroeconomics: imperfections, institutions, and policies*. OUP Catalogue.

Duménil, Gérard, y Levy, Dominique, 2000, "Crisis y salida de la crisis. Orden y desorden neoliberal", Fondo de Cultura Económica.

Dutt, Amitava K., 2004, "Maturity, stagnation and consumer debt: A Steindlian approach", en *Metroeconomía* 57-3.

Epstein, Gerald, 2002, "Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy," manuscrito, Massachusetts, Amherst, MA, Department of Economics, University of Massachusetts, diciembre.

Epstein, G. y Grabel, I., 2007, "Financial Policy", en *Political Economy Research Institute, Training Module Núm.3*.

Epstein G., 2009, "Rethinking Monetary and Financial Policy: Practical suggestions for monitoring financial stability while generating employment and poverty reduction", en *Political Economy Research Institute, Working Paper Núm. 37*, Nov.

Foster, J. B., 2008, "The Financialization of Capitalism and the Crisis", en *Monthly Review*, abril, Vol.59, Núm.11.

Foster, J. B. y Magdoff, F., 2008, "Financial Implosion and Stagnation: Back to the Real Economy", en *Monthly Review*, Dic.

-----, 2009, *"The Great Financial Crisis: causes and consequences"*, *Monthly review press*.

Foster, J.B. y McChesney, R.W., 2009, "Monopoly – Finance Capital and the Paradox of Accumulation", en *Monthly Review*, oct.

-----, 2012, "The Endless crisis. How Monopoly-Finance Capital produces stagnation and upheaval from the U.S.A. to China.", Monthly review press.

Giles, D. E., & Godwin, R. T., 2012. "Testing for multivariate cointegration in the presence of structural breaks: p-values and critical values". *Applied Economics Letters*, 19(16), 1561-1565.

Goodfriend, Marvin 1997, "Monetary policy comes of age: a 20th century odyssey." *FRB Richmond Economic Quarterly*, 83.1: 1-22.

Guttman, R. 2008. "A Primer on Finance-Led Capitalism and Its Crisis". *Introduction. Revue de la régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs*, (3/4), segundo semestre, otoño 2008.

Hansen, Alvin H., 1939, "Economic Progress and Declining Population Growth", *The American Economic Review*, Vol. 29, No. 1.

Hansen, Alvin H., 1954, "Growth or stagnation in the American Economy", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 36, No. 4.

Hein, Eckhard y van treeck, Till, 2007, "Financialisation in Kaleckian/Post-Kaleckian models of distribution and growth", Macroeconomic Policy Institute (IMK), working paper 7/2007.

Hein, Eckhard, 2008, "Financialisation in a comparative static, stock-flow consistent Post-Kaleckian distribution and growth model", Macroeconomic Policy Institute (IMK), working paper 21/2008.

Hein, Eckhard, 2009, "Financialisation distribution, capital accumulation and productivity growth in a Post-Kaleckian model", Berlin School of Economics and Law, Institute for International Political Economy (IPE) Working Papers 01/2009.

Higgins, Benjamin, 1950 "The Concept of Secular Stagnation", *The American Economic Review*, Vol. 40, No. 1.

-----, 1968, *Economic development : Principles, problems, and policies*, Nueva York, W. W. Norton,.

Hernández, I. P. 2015. "Profiting from financialization, secular stagnation and wage anchors: a commentary on Lapavistas", en revisión.

Johansen, S., R. Mosconi and B. Nielsen, 2000. "Cointegration analysis in the presence of structural breaks in the deterministic trend". *Econometrics Journal*, 3, 216-249.

Kregel, J., 2007, "The Natural Instability of Financial Markets", en The Levy Economics Institute, Working Paper Núm. 523, Diciembre.

----- 2008, "Changes in the US Financial System and the Subprime Crisis", en The Levy Economics Institute, Working Paper Núm. 530.

----- 2008a, "The Discrete Charm of the Washington Consensus", en The Levy Economics Institute, Working Paper Núm. 533.

Krippner, Greta R., 2005, "The financialization of the American economy", en Socio-Economic review, núm 3.

----- 2012, "*Capitalizing on crisis: the political origins of the rise of finance*", Harvard University Press.

Lapavistas, Costas. 2011. "Theorizing financialization". *Work, Employment & Society*, Vol. 25 Núm. 4.

----- (2013). "The financialization of capitalism: Profiting without producing". *City*, vol. 17, no 6, p. 792-805.

Magdoff, Harry y Sweezy, Paul, 1988," Estancamiento y explosión financiera en Estados Unidos", Ed. Siglo XXI.

Magdoff, F., 2006, "Debt and Speculation", en *Monthly Review*, Vol. 58, Núm. 6.

Marx, K. 2005. *El Capital, tomo I, vol. 1*. México: Siglo XXI Editores.

Meyer, Laurence H. 2004, "Practical problems and obstacles to inflation targeting." *REVIEW-FEDERAL RESERVE BANK OF SAINT LOUIS* 86.4: 151-160.

Milberg W. y Winkler, D, 2009, "Financialization and the Dynamics of Offshoring in the US", en Schwartz Center for Economic Policy Analysis, Working Paper 2009-5.

Minsky, H. P. 1964. "Longer waves in financial relations: financial factors in the more severe depressions". *The American Economic Review*, Vol. 54, Núm. 3.

Minsky, H. P. 1982. "*Can it happen again? Essay on instability and finance.*" New York: ME Sharpe.

Khan, Mohsin S., 2003, "*Current issues in the design and conduct of monetary policy.*" No. 3-56. International Monetary Fund.

Moudud, J., "Government Spending and Growth Cycles: Fiscal Policy in a Dynamic Context", en The Levy Economics Institute, Working Paper Núm. 260.

Orhangazi, O., 2007, "Financialization and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector", en Political Economy Research Institute, Working Paper Núm. 149.

-----, 2008, "Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973–2003", Cambridge Journal of Economics, núm. 32.

Palley, T., 1999, "Minsky's Analysis of Financial Capitalism", en The Levy Economics Institute, Working Paper No. 275.

-----2006a, "Rethinking Trade and Trade Policy: Gomory, Baumol and Samuelson on Comparative Advantage", en The Levy Economics Institute, Public Policy Brief, No. 86.

-----2006b, "The fallacy of the revised Bretton Woods hypothesis: Why today's International Financial System is unsustainable", en The Levy Economics Institute, Public Briefs, Junio.

-----2007a, "Financialization: What It Is and Why It Matters", en The Levy Economics Institute, Working Paper No. 525.

-----2007b, "Globalization and the Changing Trade Debate", en The Levy Economics Institute, Public Policy Brief No. 91.

-----2007c, "Macroeconomic and monetary policy: competing theoretical frameworks", en Journal of PostKeynesian Economics, Vol.30, No.1, Fall.

-----2009a, "Rethinking the Economics of Capital Mobility and Capital Controls", en Political Economy Research Institute, Working Paper No. 193.

-----2009b, "A Theory of Minsky Super-Cycles and Financial Crises", IMK, Working paper05/2009.

Panico, C., Pinto, A., Anyul, M. P., & Suarez, M. V. (2014). The evolution of financial regulation before and after the crisis. *Revista Económica*, 15(1).

Papadimitriou, D., et al., 2007, "Cracks in the Foundations of Growth", en The Levy Economics Institute, Public Policy Notes, No. 90, Julio.

Papadimitriou, Hannsgen, D. y Zezza, G., 2009, "Sustaining Recovery: Medium – Term Prospects and Policies for the US Economy", en The Levy Economics Institute, Strategic Analysis, Diciembre.

Papadimitriou y Wray, 1998, "The economic contributions of Hyman Minsky: varieties of capitalism and institutional reform", en *Review of Political Economy*, Volume I, Núm. 2.

Perrotini, I., 2015, "Profiting from financialization, secular stagnation and wage anchors: a commentary on Lapavistas (2013)", *Dialectical Anthropology*, DOI 10.1007/s10624-015-9378-1.

Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. J. (2001). "Bounds testing approaches to the analysis of level relationships". *Journal of applied econometrics*, 16(3), 289-326.

Summers, L. H. 2014. US economic prospects: Secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound. *Business Economics*, 49(2), 65-73.

Schumpeter, J. A. 1944,2012." *Teoría del desenvolvimiento económico: una investigación sobre ganancias, capital, crédito, interés y ciclo económico*". Fondo de cultura económica, séptima reimpresión.

Steindl, Josef, 1979, "*Madurez y estancamiento en el capitalismo norteamericano*", México: Editorial Siglo XXI.

Tymoigne, E., 2006a, "The Minskyan System, Part II: Dynamics of the Minskyan Analysis and the Financial Fragility Hypothesis", en Levy Economics Institute Working Paper Núm. 453, Junio.

Van Treeck, Hill, 2009, "The macroeconomics of financialisation and the deeper origins of the world economic crisis", en Macroeconomic Policy Institute, Working Paper 9.

Wray, L.R., 2007a, "Lessons from the Subprime Meltdown", en The Levy Economics Institute, Working Paper Núm.522

----- 2007b, "Demand Constraints and Big Government" en The Levy Economics Institute, Working Paper No. 488.