



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

PROGRAMA DE POSGRADO EN ECONOMÍA

FACULTAD DE ECONOMÍA ♦ DIVISIÓN DE ESTUDIOS DE POSGRADO

La financierización y la reproducción de capital global

TESIS

QUE PARA OPTAR POR EL GRADO DE:

Maestro en Economía

PRESENTA:

Ricardo Edmundo Gómez Uribe

TUTOR:

Dr. Alejandro Nadal Egea (†)

Colegio de México

MIEMBROS DEL JURADO:

Dr. Abelardo Mariña Flores

Departamento de Economía, UAM-A

Dr. Alejandro Montoya Mendoza

Facultad de Economía, UNAM

Mtro. Michael Roberts

Programa de Posgrado en Economía

Dra. Noemí Levy Orlik

Facultad de Economía, UNAM

Dr. Roberto Escorcía Romo

Departamento de Producción Económica, UAM-X

Ciudad Universitaria, Cd. Mx.

Junio de 2020



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.

A la memoria de Alejandro Nadal.

A Deni, compañera y amiga de múltiples vidas; por las que faltan...

Agradecimientos

Los primeros borradores de índice con plan investigación para este trabajo nacieron de pláticas e intercambios con Alejandro Nadal, quien además me refirió a varias de las lecturas que resultarían después fundamentales para articular la parte teórica del trabajo. Además, motivó la importancia de temas centrales a la discusión, como la teoría de fondos prestables, la pertinencia de abordar la fundamentación del equivalente general en el tercer capítulo, o el rechazo a la *ley de Say* en el segundo y tercer capítulos; también gracias a él llegué a la discusión contemporánea en torno a la *ley del reflujo* y la relación entre la teoría del valor y la *escuela bancaria*. No menos importante, me contagió su entusiasmo por el trabajo de Robert Brenner. Más allá de todo esto, supo ver la relevancia del tema, contextualizarlo, y acompañar el proceso de escritura.

Deni Castillo, mi esposa, me ayudó desde el principio a pensar en cómo podría ser la estructura general del trabajo, y me hizo ver en múltiples ocasiones por qué valía la pena escribirlo. Si los capítulos segundo y tercero llegaron a tener semblanza de diálogo entre sí, es en buena medida gracias a ella. Además de eso, leyó y comentó varios borradores completos, incluyendo las versiones primera y final, y en todos ellos hizo comentarios, tanto de forma como de fondo. Cada tanto, me recuerda que es importante y bello hacer investigación teórica, incluso en economía.

Melanie Salgado revisó el primer borrador que merecía el nombre, de los primeros dos capítulos, e hizo comentarios que me ayudaron a darle mejor forma en etapas posteriores; me ayudó a aclarar que el objeto principal de estudio de este trabajo es la producción teórica en torno a un fenómeno, que no el fenómeno mismo, acotación básica que ayudo mucho a plantear la investigación desde el principio; todo ello como parte de uno de los muchos talleres de escritura de tesis que impartió en espacios estudiantiles de la UNAM.

Alejandro Montoya propuso modificaciones importantes en la breve narrativa en torno a las crisis de deuda soberana de los años ochenta, en el capítulo primero, y aportó amablemente la Tabla 1.3, que ilustra muy bien una parte del proceso. Realizó también observaciones críticas, muy bien recibidas, sobre la selección que presento, en el segundo capítulo, de entre la amplia producción teórica de los post-keynesianos. Me temo que sigo sin hacerle justicia a Kaldor...

Roberto Escorcia leyó con atención la totalidad del documento y señaló, entre otras cosas, la violencia de algunas afirmaciones que relegaban a todo un grupo de autores que no cabe en la descripción que aquí se hace de 'marxismo ortodoxo', pero tampoco niegan la importancia de la tasa de ganancia como variable explicativa. En la medida en que he tenido la capacidad de integrar sus cuestionamientos, han enriquecido la última versión de este documento; también se ha tomado el tiempo de motivar temas de investigación futura relacionados con este trabajo. Gracias a su invitación pude exponer de manera preliminar este trabajo en el seminario de doctorado de la UAM-X, donde recibí retroalimentación muy valiosa y preguntas abiertas para el futuro.

Michael Roberts ha sido una referencia desde el principio; las discusiones planteadas en su blog de internet, *The Next Recession*, han dado motivación y contexto para varios subtemas esenciales a este trabajo, además de que ha sido un medio de acceder a excelentes trabajos de investigación. Michael me compartió amablemente las series de datos referentes a la tasa de ganancia en Estados Unidos, compiladas por él a partir de los datos del *National Income and Production Accounts* (NIPA) del Buró de Análisis Económico estadounidense, y respondió inquietudes mías por vía electrónica sobre el uso de los datos. Muchas de las gráficas presentadas en el tercer capítulo se realizaron gracias a estos intercambios.

Abelardo Mariña aportó lecturas adicionales, muy relevantes, sobre el tema. Noemí Levy realizó comentarios críticos generales, sobre los cuales me gustaría tener la oportunidad de profundizar alguna vez; en el 2015 coorganizó el foro *Global finance and the financial crisis*, donde Photis Lysandrou expuso algunas ideas que serían retomadas después en este trabajo; particularmente, el papel de la exigencia de productos que ofrezcan rendimiento, por parte de inversionistas institucionales, como uno de los procesos esenciales a la antesala de la crisis del 2008; fue Photis quien hablaría de la 'ortodoxia de la heterodoxia' y de la necesidad de desarrollar explicaciones de la financierización no mediadas por nociones apriorísticas sobre el papel perjudicial de la expansión bancaria.

Yolanda Trápaga fue un apoyo invaluable para sacar adelante la publicación de este documento y mi trámite de titulación como debía ser, respetando el trabajo de Alejandro Nadal.

Mis padres, Estela y Leopoldo, leyeron de manera entusiasta varios borradores y aportaron valiosos comentarios. Mi madre insistió en que realizara un glosario, y hasta aportó una primera lista con definiciones tentativas.

Mi hermano Carlos me introdujo al *Bootstrap*, método general para poner a prueba la validez de un modelo a la luz de información histórica, y que adopté para dos de los ejercicios ilustrativos en el tercer capítulo; cierto que resulta más intuitivo que otras pruebas de relevancia.

Mi amigo Mario Hernán ha discutido a lo largo de los años conmigo algunas de las ideas en este trabajo; me prestó una copia de la *Teoría General* que a la fecha no le he devuelto, y me invitó a ver en Keynes algo más que una prosa árida. Rogelio, Brenda y Xóchitl hicieron más llevaderas las clases de la maestría. No pocas cosas aprendí a intuir sobre el método de Marx en la cafetería de *filos*, gracias a la incisiva concurrencia y amparado en el efecto de expresos dobles.

Cualquier error que perdure en la interpretación y presentación de la teoría, en la representación de los autores, en el procesamiento de los datos, o en la articulación de todos los elementos reunidos, es responsabilidad únicamente mía; cualquier error en cómo la teoría existente explica y describe la realidad, seguramente es un error compartido.

Índice general

Introducción	7
Capítulo I. ¿Qué es la financierización?	10
Introducción	11
Transformaciones en la banca	12
a) Concentración y centralización de capital bancario; nivel de apalancamiento	12
b) El rompimiento del patrón oro y la liberalización de flujos de capitales	21
c) Mercados de dinero “costa afuera” y la banca sombra	25
d) Cambios en la gestión del ahorro y liquidez	29
e) Innovación financiera y la “banca universal”	33
f) Cambios en la composición y magnitud de la ganancia financiera	39
Transformaciones en las empresas	46
a) Financiamiento interno	47
b) Financiamiento externo	55
Transformaciones en la economía real	59
Transformaciones en la política macroeconómica	65
Conclusiones	72
Capítulo II. La financierización según la escuela post-keynesiana	75
Introducción	76
Teoría monetaria	77
a) Preferencia por la liquidez	79
b) Dinero endógeno	85
Determinantes estructurales del crecimiento	89
a) La demanda efectiva como motor, la demanda agregada como base	89
b) El pleno empleo como único límite absoluto	94
La financierización y la economía real	97
a) Impacto en las empresas	98
b) Impacto en los hogares y la distribución del ingreso	100
c) Impacto en el régimen de crecimiento	102
Conclusiones	105
Capítulo III. La financierización desde la crítica de la economía política	106
Introducción	107
I. El papel del sector financiero según la crítica de la economía política	109
a) La función del crédito en la acumulación de capital	111
b) Equivalente general y medida de valor	114
c) Atesoramiento y rechazo a la Ley de Say	116
d) La teoría cuantitativa del dinero y la teoría anti-cuantitativa del dinero	118

e)	Dinero como reserva de valor y dinero como medio de circulación: una contradicción dialéctica	125
f)	La teoría de fondos prestables y la crítica de la economía política	129
g)	Capital ficticio	130
II.	La financierización desde la crítica de la economía política	133
1)	Financierización como explotación financiera	133
2)	Financierización como causa contrarrestante a la caída en la tasa de ganancia	139
a)	Caída en la tasa de ganancia y patrones de inversión	141
b)	La banca y el financiamiento industrial	163
c)	Especulación y atesoramiento	167
	Conclusiones	170
	<i>Conclusiones Generales</i>	173
	<i>Apéndice A. Condiciones para la reproducción armónica de capital (esquemas de reproducción)</i>	178
	<i>Apéndice B. Teoría de las crisis por sobreacumulación relativa de capital</i>	189
	Primer proceso: Disminución en la producción de plusvalor	190
	Segundo Proceso: Desajuste permanente de demanda por amortización de capital fijo	192
	Contratendencias a la caída tendencial de la tasa de ganancia	195
	<i>Apéndice C. Código para análisis tipo bootstrap 'ingenuo'</i>	197
	<i>Glosario de términos</i>	198
	<i>Bibliografía</i>	210

Introducción

En los últimos años, el tema del crecimiento del sector financiero ha llamado la atención de varios economistas de diversas corrientes, pero ha sido la corriente post-keynesiana la que ha propuesto un enfoque de análisis general, sustentado en su teoría económica, sobre lo que entienden como el creciente dominio de las finanzas sobre la economía. Dicho proceso, ampliamente definido (vagamente definido, dirían algunos autores), abarca cambios trascendentes en la economía mundial que se han desplegado con particular notoriedad a partir de la década de los años ochenta del siglo pasado. En la propuesta teórica de la escuela post-keynesiana, cada uno de estos cambios queda articulado dentro de la lógica general del proceso de financierización, que se señala como un rasgo novedoso, y fundamentalmente perjudicial, de la economía contemporánea. Las líneas generales de explicación que proponen estos autores se han instaurado como la narrativa hegemónica dentro de aquel cuerpo de producción académica llamado ‘economía heterodoxa’, término usado para designar cualquier trabajo que no esté fundamentado en la teoría neoclásica.

En un momento de crisis de la teoría económica, en el cual, a propósito de la incapacidad de la mayor parte de la disciplina para prever crisis financieras y económicas, y mucho menos para plantear soluciones convincentes, este sector de la ‘heterodoxia’ se perfila para conformarse en la ‘oposición aceptada’ al *status quo* del estudio de la economía. En palabras de un participante de estas discusiones, se trataría de la conformación de la ‘ortodoxia de la heterodoxia’ en espacios académicos, misma que estaría reduciendo el campo de posibilidades de investigación a una sola narrativa sobre las causas y posibles soluciones de los grandes malestares económicos contemporáneos.

Dicha narrativa está íntimamente ligada con la idea del surgimiento de una clase *rentista financiera*, que apropia porciones crecientes del producto social, en detrimento de la producción real de mercancías y, por lo tanto, a costa de posibles mejoras para el grueso de la población. Un elemento crucial en la caracterización de esta *clase rentista* es la concepción, algunas veces declarada y otras implícita, de una clase capitalista *tradicional*, si cabe el término, cuyos intereses estarían siendo desplazados por esta ascendente *clase rentista*.

El presente trabajo cuestiona dicha concepción por una vía indirecta. Se discute, desde dos cuerpos teóricos distintos, la función social que desempeña el sector financiero en la reproducción de capital y cómo es que la *financierización* ha amplificado, modificado o revertido este papel. Particularmente, se discute la relación entre la *financierización* y las tendencias de bajo crecimiento de las principales economías. Las corrientes teóricas elegidas para este fin son la escuela post-keynesiana, por ser la más prolija y por haber aportado los trabajos seminales en el tema, y, por otro lado, planteamientos que se basan en la crítica de la economía política. Dado que los motores del crecimiento en una economía capitalista son distintos para ambas corrientes teóricas, las explicaciones finales, basadas en una y otra teoría, no pueden sino diferir en algunos rasgos esenciales.

La interpretación de la *financierización* desde la crítica de la economía política requiere de mayor trabajo de articulación, puesto que propiamente no es un tema de estudio entre muchos de los autores considerados aquí que, sin embargo, sí aportan elementos suficientes para una lectura del fenómeno. Entre los pocos autores de corte ‘marxista’ que han abordado explícitamente el tema,

es común encontrar explicaciones afines a las de autores post-keynesianos, aunque cifradas en lenguaje marxista. Tal es el caso, por ejemplo, de Foster y Magdoff (2009) y, en general, de la corriente afiliada a la *Monthly Review*, que además basa sus trabajos en la teoría del *capital monopolista de estado* de Sweezy (1966), lo que supone un rechazo tácito a la ley del valor de Marx (1867, 1885, 1894) y se configura como teoría subconsumista de la crisis (Weeks 1982). Más aún, sus explicaciones teóricas no difieren sustancialmente de los planteamientos de la corriente post-keynesiana. Por ello, no serán considerados en este trabajo como un aporte independiente.

Algunos otros autores asociados al marxismo, si bien se alinean con la explicación *post-keynesiana* del fenómeno, aportan análisis adicionales relevantes. Los trabajos de Lapavitsas (2013) y Dos Santos (2009), por ejemplo, arrojan luz sobre algunos mecanismos adicionales de lo que ellos denominan *explotación financiera* y que, sin cuestionar su alcance, complementan la narrativa *post-keynesiana*. En algunos otros autores, algunos de ellos asociados a la escuela regulacionista, podemos encontrar una apreciación híbrida del fenómeno, que acepta la explicación de la escuela post-keynesiana como válida y, al mismo tiempo, hace hincapié sobre la tasa de ganancia del capital productivo, tomando como marco de análisis la teoría de la crisis de Marx (p. ej. Duménil y Lévy 2011, Chesnais 2019, Treen 2014, Harvey 1982, 2016). En términos generales, este tercer grupo de autores plantea la posibilidad de explicaciones alternas y simultáneas, no consideradas en la literatura post-keynesiana, sin disputar con ello la argumentación general de la corriente post-keynesiana.

Un cuarto grupo de autores ha enunciado abiertamente una crítica a la explicación post-keynesiana de la financierización y ha sentado las bases para una explicación alternativa que sería, si no excluyente, al menos sí de mayor jerarquía causal (p. ej. Roberts 2009, 2016a, 2016b, 2017, Carchedi 2017, Kliman 2011, Norfield 2014, 2016). Por falta de un mejor término, a la corriente articulada con base en la crítica de la economía política que trabaja una explicación de la *financierización* sustentada en la crisis por sobreacumulación relativa de capital de Marx (1894), aquí se le denomina ‘marxista ortodoxa’, apelando al sentido *metodológico* de la ortodoxia según Lucáks (1919). Es posible ubicar en esta categoría a los autores del cuarto grupo aquí mencionado y, en menor medida, o algunos del tercer grupo. Sin embargo, el objetivo del presente trabajo no es proponer una clasificación efectiva de autores ni de sus respectivos trabajos, sino esclarecer en qué consiste una interpretación de la financierización desde la ortodoxia marxista, y en qué difiere ésta de la lectura post-keynesiana del fenómeno. El énfasis y la selección de autores abordados responden a este propósito.

En este sentido, valga la aclaración de que los autores cuyos trabajos se utilizan en la interpretación ‘marxista ortodoxa’ de la *financierización* no necesariamente comparten dicha interpretación, ni mucho menos compartirían el mote de ‘marxistas ortodoxos’¹; algunos ni siquiera se basan en la

¹ Lysandrou, por ejemplo, se describiría a sí mismo como un ‘marxista no ortodoxo’, distanciándose de lecturas mecanicistas del marxismo y apelando a su conocimiento de diversas corrientes teóricas. Según el planteamiento de Lucáks (1919), el ‘marxismo ortodoxo’ del que se buscaría distanciar Lysandrou sería precisamente la negación de la ortodoxia, puesto que ignora los planteamientos *metodológicos* del marxismo, que por cierto rechazan la aplicación de alguna ley económica como rasero universalmente válido.

crítica de la economía política. Lo que interesa para propósitos de esta investigación es la visión teórica global que se puede articular a partir de ellos.

Capítulo I. *¿Qué es la financierización?*

Capítulo 1

¿Qué es la financierización?

Introducción

Este capítulo tiene el objetivo de señalar las tendencias y cambios que forman parte de la llamada financierización de la economía mundial. Dado que la discusión sobre cuáles son las relaciones de causalidad involucradas en el proceso será desarrollada durante los capítulos segundo y tercero, el presente capítulo será predominantemente descriptivo. Las transformaciones en los patrones de acumulación de capital y la circulación y gestación de signos de valor, agrupados bajo el mote de financierización, se separan en cuatro conjuntos de procesos, mismos que corresponden a las cuatro primeras secciones del capítulo.

La primera sección describe las transformaciones en la banca a partir de la década de los setenta; la segunda describe las transformaciones en el financiamiento de las empresas durante el mismo periodo; la tercera describe transformaciones en la política macroeconómica; la cuarta describe transformaciones macroeconómicas generales; la quinta sección es una conclusión al capítulo. Como se verá más adelante, hay una interdependencia marcada entre todas estas transformaciones.

La financierización es un proceso complejo que abarca transformaciones importantes en el sector financiero, en las grandes corporaciones y en la política macroeconómica; su importancia en la reestructuración de la economía global a partir de la década de 70 es innegable. Paralelamente a estos cambios en el sector financiero, observamos transformaciones en lo que suele llamarse la economía real. La manera en la que la relación entre estos dos conjuntos de transformaciones es representada desde la crítica de la economía política y desde la escuela post-keynesiana es el objeto de estudio de esta tesis. A pesar de las tajantes diferencias que existen en la interpretación de estos procesos, ni la importancia de esta relación ni la magnitud de los cambios que conlleva están en disputa.

En términos generales, podemos definir a la financierización como un desprendimiento sostenido y estructural entre el crédito y la economía real; de tal manera, el crédito y el capital bancario dejan de cumplir de manera efectiva su función de acelerar la rotación y acumulación de capital. Lo anterior no implica que la propia expansión del crédito sea la causa de las dificultades observadas para la acumulación de capital – esa es parte de la discusión. No obstante, el desprendimiento entre los circuitos financieros y productivos en sí mismo es innegable y sus consecuencias impactantes. En lo sucesivo se adaptará esta definición amplia de la financierización que, como se verá en el resto del capítulo, tiene varias aristas y tiene, además, la virtud de no tomar de antemano como válidas las explicaciones de causalidad enarboladas por alguna de las corrientes teóricas en disputa. Antes de ahondar más en esta definición y contrastarla con algunas otras que se han planteado hasta el momento, tarea que se deja a las conclusiones de este capítulo, en las siguientes secciones se hace un recuento de cuáles son los rasgos más sobresalientes del llamado proceso de financierización, según se reporta en los trabajos de las corrientes citadas.

Transformaciones en la banca

a) Concentración y centralización de capital bancario; nivel de apalancamiento

La tendencia a la concentración de la banca no es algo nuevo², pero ha cobrado auge en las últimas décadas. Según reporta Guttman (2016, p. 108), la centralización de activos en los Estados Unidos bajo control de los cinco bancos más grandes, paso de un 9.7% del total en 1990 a 44% a finales de 2013. En ese periodo “la banca estadounidense ha pasado de ser una industria descentralizada, aun predominantemente regional, a ser una estructura supranacional y altamente concentrada cuyos líderes han amasado entre \$1 y \$2 billones³ de activos cada uno” (Íbid.).

Para los Estados Unidos, acaso el país donde están más acentuadas las tendencias del sistema bancario, los datos publicados por la Corporación Federal de Aseguramiento de Depósitos (*Federal Deposit Insurance Corporation* - FDIC) atestiguan el crecimiento en la centralización bancaria durante las últimas décadas. La tabla 1.1 muestra la evolución en el número de bancos y el total de activos en su posesión por clases según su tamaño. Si en 1984, los 24 bancos de tamaño mayor a 10,000 millones de dólares (un mero 0.17% del total) concentraban el 34% de los activos en manos de la banca estadounidense, para 2017 había ya 102 bancos en esa categoría (2.02% del total) que, en conjunto, concentraban el 84% de los activos. La gráfica 1.1 contrasta la participación porcentual, por categoría, en el número de bancos y en el total de activos para los años 1984, 1994, 2007 y 2017 – suficientes para dejar en claro la tendencia.

² La tendencia a la concentración y centralización del capital industrial fue desarrollada extensamente por Marx (1867), y no es de sorprenderse que exista una tendencia similar para el capital bancario, también señalada por él mismo (1894). El trabajo de Hilferding (1919) señalaba ya a principios del siglo XX una tendencia marcada a la concentración y centralización de la banca, y además hacia la configuración de asociaciones monopolistas entre los grandes bancos y las grandes asociaciones corporativas de la industria. Sus resultados serían retomados y popularizados por Lenin (1917) en su famoso panfleto popular sobre el imperialismo, en el que caracterizaría una nueva “fase” del capitalismo, así como en otras publicaciones de carácter polémico, generalmente ligadas a la táctica de organizaciones obreras (p.ej. Lenin 2016).

³ El término billones, en castellano, sustituye al inglés *thousand billion* es decir un *millón de millones*. Un *billion*, en inglés, equivale a mil millones.

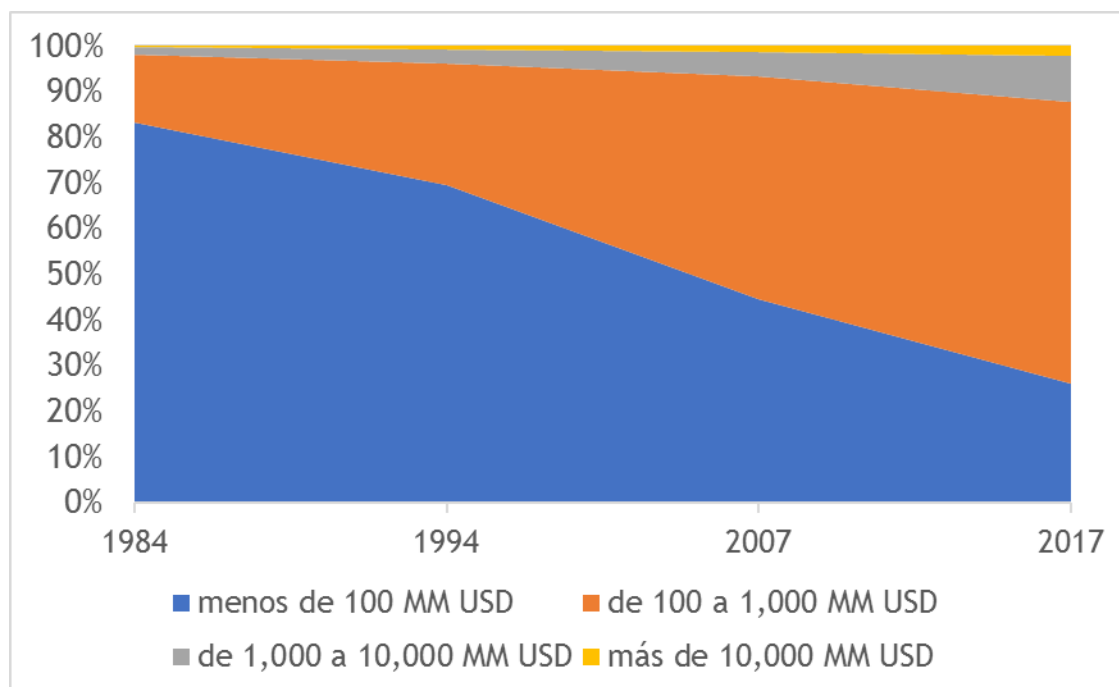
Tabla 1.1 Número de bancos y activos totales por categoría: E.U., tendencias 1984-2017

Clase por tamaño	dato	1984	1994	2007	2017
menos de 100 MM USD	número de bancos	12044	7258	3331	1318
	activos (M MM USD)	404.2	315.9	173.9	78.6
de 100 a 1,000 MM USD	número de bancos	2161	2800	3631	3123
	activos (M MM USD)	513.9	683	1031.9	988.5
de 1,000 a 10,000 MM USD	número de bancos	254	328	401	517
	activos (M MM USD)	725.9	1072.3	1095.3	1441.5
más de 10,000 MM USD	número de bancos	24	64	87	102
	activos (M MM USD)	864.8	1939.4	7464.3	13281.2
Total	número de bancos	14483	10450	7450	5060
	activos (M MM USD)	2508.8	4010.6	9765.4	15789.8

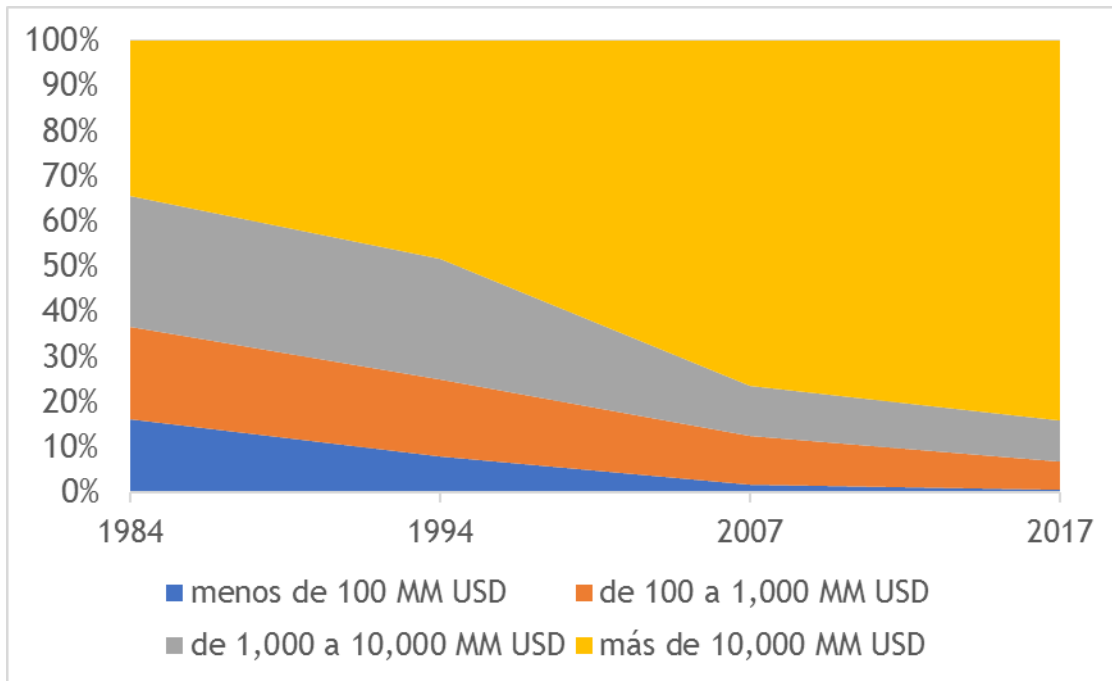
Fuente: Elaboración propia con datos del sitio en línea de la *Federal Deposit Insurance Corporation* www.fdic.gov; datos de 1984 y 2007 tomados de Hull (2010, p. 20); datos de 2017 tomados de Hull (2018, p. 27)

Gráfica 1.1 Participación porcentual por categoría en el número de bancos y en el total de activos: E.U., tendencias 1984-2017

(a) Participación por número de entidades bancarias



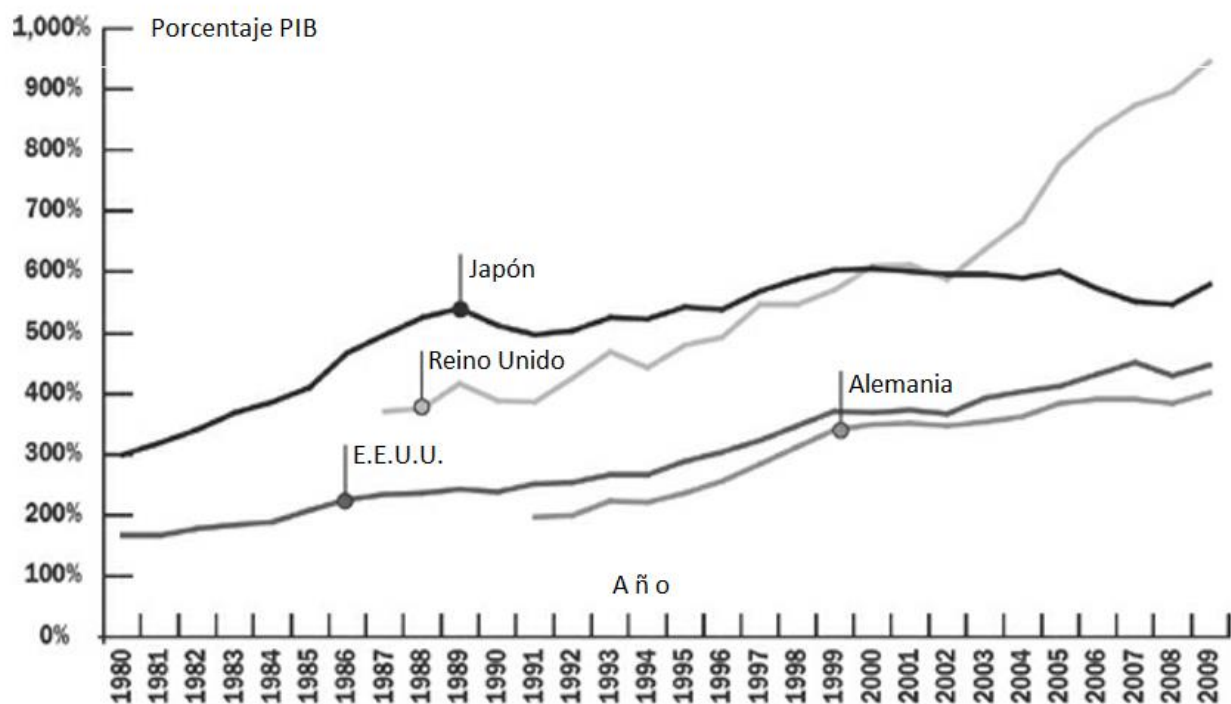
(b) Participación por total de activos



Fuente: Elaboración propia con datos del sitio en línea de la *Federal Deposit Insurance Corporation* www.fdic.gov; datos de 1984 y 2007 tomados de Hull (2010, p. 20); datos de 2017 tomados de Hull (2018, p. 27)

La sorprendente centralización de la banca ha venido aparejada con una creciente concentración de activos financieros en manos de las instituciones financieras. Según se ilustra en la gráfica 1.2 (Lapavitsas 2013, capítulo 8), los activos financieros como porcentaje del Producto Interno Bruto de Estados Unidos, Inglaterra, Alemania y Japón aumentaron entre 1980 y el 2009, respectivamente, de casi 200% a más de 400%, de menos de 400% a casi 1000%, de menos de 200% a más del 300% y de 300% a más de 500%. Las cifras para instituciones no financieras que reporta el autor para estos mismos países despliegan la misma tendencia en la acumulación de activos financieros.

Gráfica 1.2 Activos financieros en posesión del sector financiero como porcentaje del PIB; Estados Unidos, Japón, Alemania, Reino Unido⁴



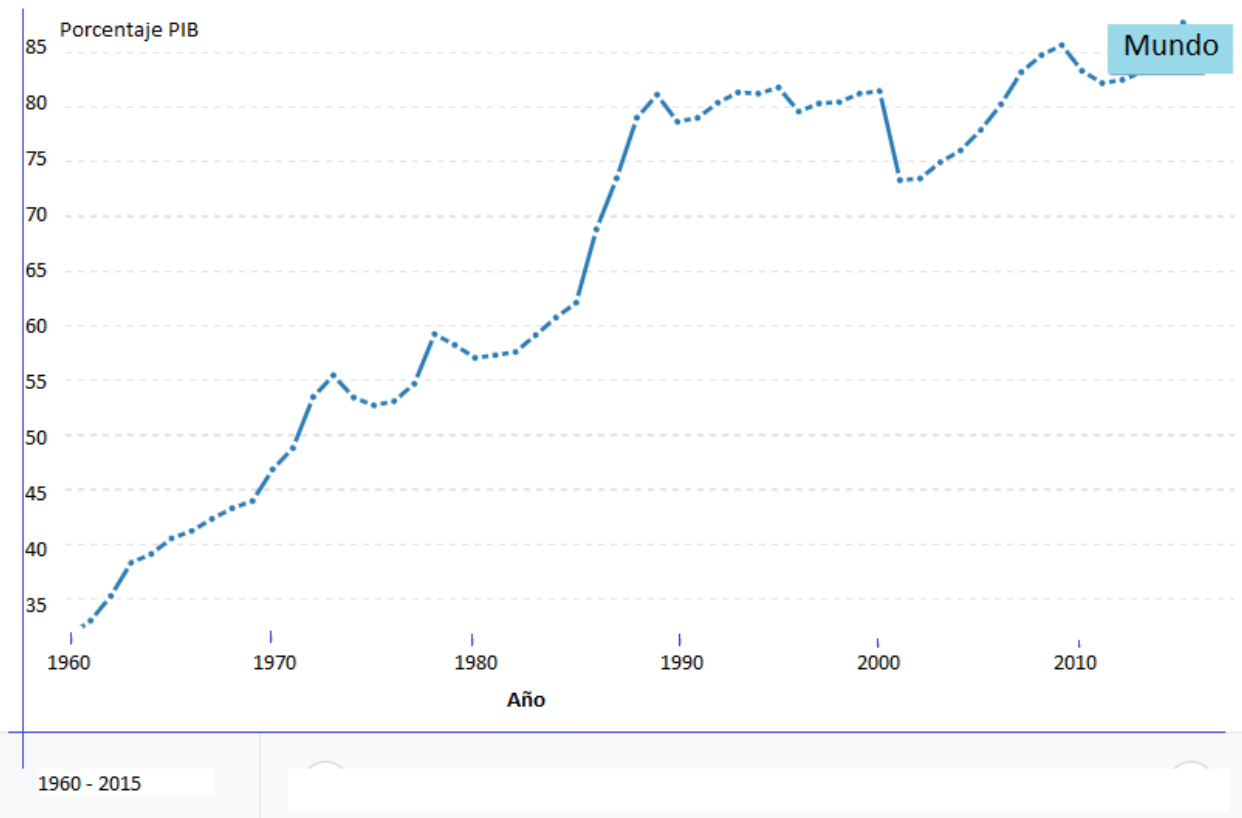
Fuentes: E.E.U.U.: Flujo de fondos, NIPA⁵, Tabla 1.1.5. Japón: *Bank of Japan*, Flujo de fondos; *Cabinet Office*, Gobierno de Japón, Cuentas Nacionales. Alemania: *Deutsche Bundesbank*, Cuentas de Finanzas; *Statistisches Bundesamt Deutschlands*. Reino Unido: *Financial Statistics Consistent Dataset*, Departamento de Estadística Nacional (ONS), Tablas 12.1; *Producto, ingreso y gasto del Reino Unido*, Tabla C1. Tomado de Lapavitsas (2013, capítulo 8)

A nivel mundial, el porcentaje del valor de activos financieros intercambiados, como porcentaje del producto bruto mundial, ha visto una notable expansión a partir de la década de los ochenta. Dado que, simultáneamente, ha habido un proceso de centralización de la banca, esto no puede sino indicar alguna combinación de las siguientes: i) una aceleración en la circulación de activos financieros; o bien, ii) un aumento en la cantidad promedio de activos emitidos y gestionados por entidad bancaria. La gráfica 1.3 ilustra este proceso para el caso de emisiones de crédito al sector privado, haciendo notar un particular auge entre las décadas del 60 al 90.

⁴ Los datos colectados en Lapavitsas (2013) se basan en cuentas nacionales y no incluyen los montos de activos manejados por la banca sombra (que abordaremos más abajo). Esta omisión es especialmente relevante para Estados Unidos.

⁵ National Income and Product Accounts, publicado por el Buró de Análisis Económico de E.U.; de aquí en adelante se usará el acrónimo por brevedad, salvo cuando el contexto lo amerite.

Gráfica 1.3 Promedio mundial del crédito nacional otorgado por la banca al sector privado (% del PIB)

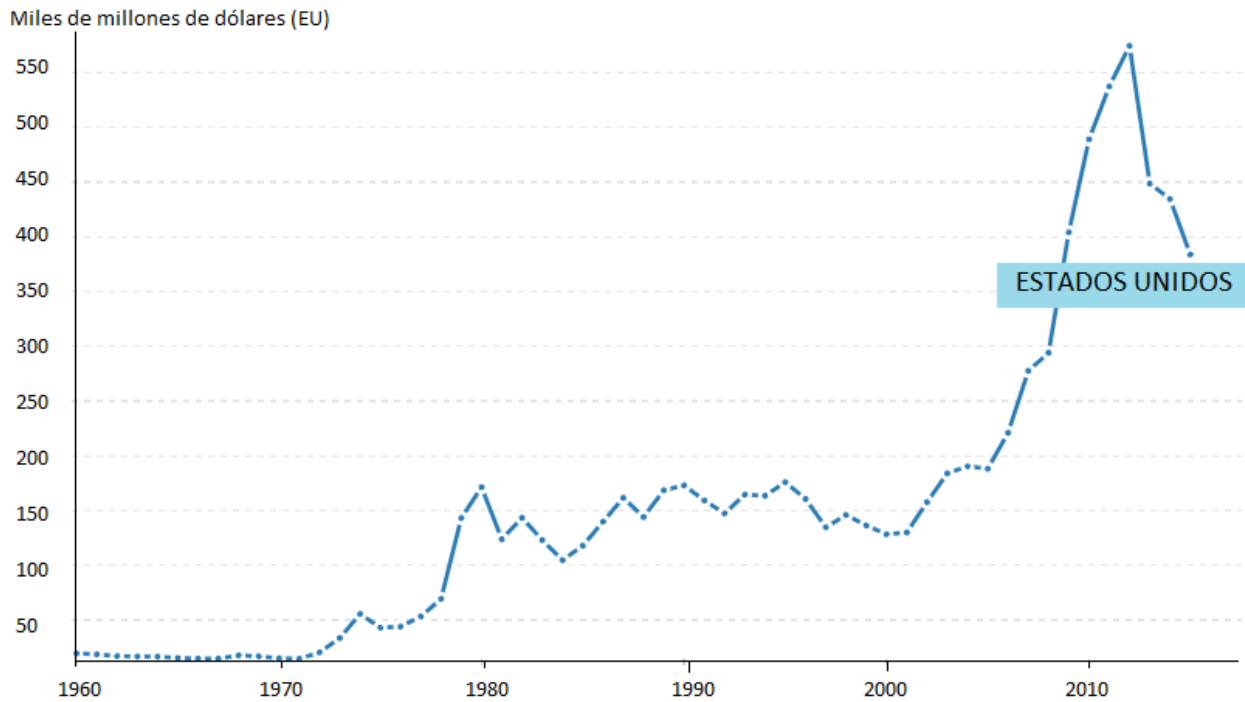


Fuente: Banco Mundial

Las emisiones de dinero de alto poder por parte de las bancas centrales de las principales economías, particularmente de los Estados Unidos, han seguido una tendencia similar a la expansión crediticia mundial, atendiendo en gran medida las necesidades del sector financiero. Un indicio de ello es el incremento en los montos en posesión de la Reserva Federal de Estados Unidos que se muestran en la gráfica 1.4.⁶

⁶ El resto de los países despliega una tendencia similar, que ha respondido entre otras cosas a la necesidad de acumular reservas en dólares para protegerse de fluctuaciones monetarias y en su balanza de pagos.

Gráfica 1.4 Reservas en EU por año (incluyendo oro); miles de millones de dólares actuales



1960 - 2015

Nota: Las reservas totales incluyen posesión de oro dinerario, derechos especiales de giro, reservas de miembros del FMI en posesión del FMI, y reservas de moneda extranjera bajo el control de autoridades monetarias. El componente de oro de estas reservas está valuado a precios de Londres de fin de año (31 de diciembre).

Fuente: Banco Mundial

Una parte considerable de esta expansión crediticia ha consistido en emisiones de liquidez por parte de la banca, respaldadas en última instancia por la banca central. Como se constata en la gráfica 1.5, la porción de los activos bancarios que representan las reservas líquidas ha tenido una tendencia al alza, con cierta volatilidad a corto plazo.

Gráfica 1.5 Reservas líquidas de la banca como porcentaje de activos bancarios



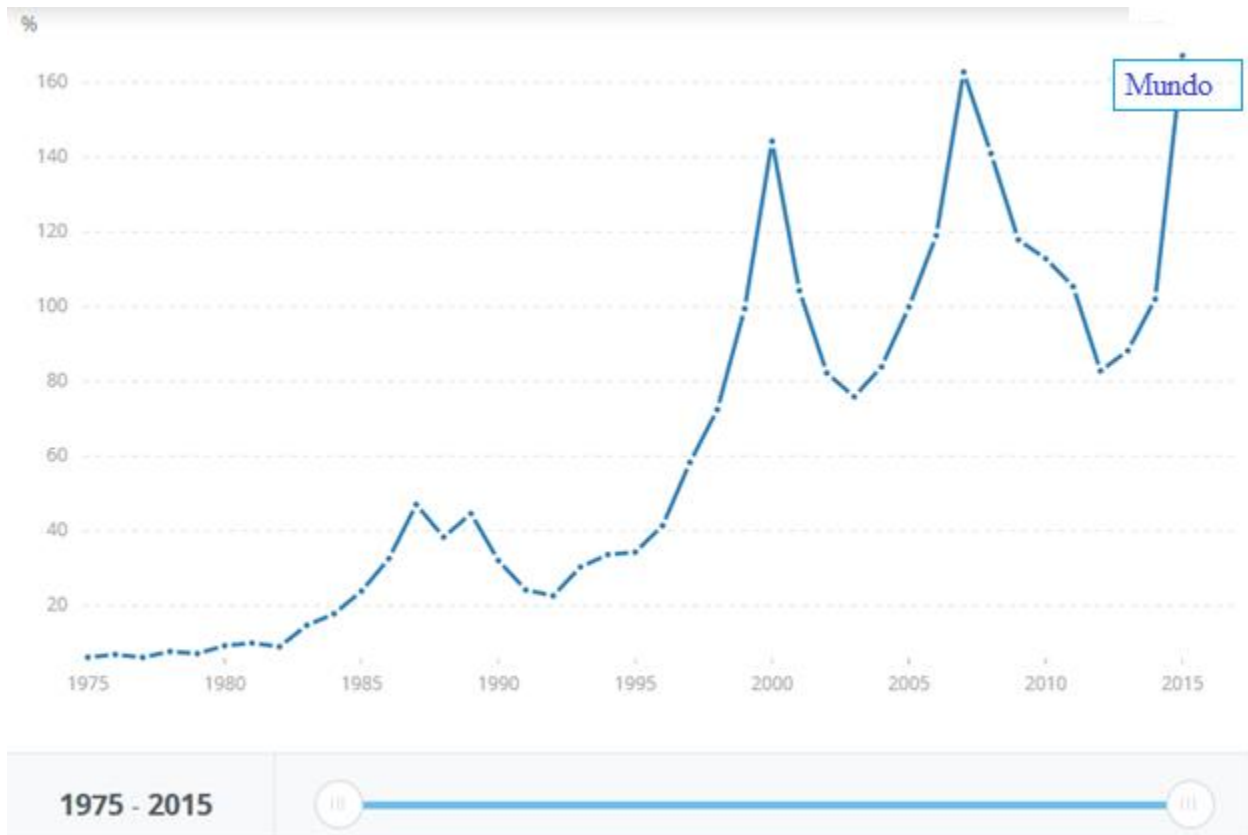
2001 - 2015

Fuente: Banco Mundial

La expansión de liquidez emitida por la banca ha alimentado el mercado bursátil, el cual ha visto una expansión sin precedentes desde la década de los ochenta, al grado de que su monto ha llegado a ser varias veces el Producto Bruto Mundial. El crecimiento exponencial en la circulación del mercado bursátil no se corresponde con una acumulación real de capital. Como se constata en la gráfica 1.6, las acciones intercambiadas como porcentaje del producto bruto mundial subieron, de menos del 10% del producto bruto mundial antes de 1980, a más de 140% en el 2000, para continuar con una volátil tendencia a la alza desde entonces, con ciclos de auge-derrumbe enmarcados por las crisis financieras del “punto-com” de 1997-2001 y la del 2008, cuya detonación estuvo ligada a productos financieros derivados de préstamos hipotecarios no preferentes (*subprime*) en los Estados Unidos.

Análogamente a lo que se ha señalado para el caso de emisiones de deuda al sector privado, la explosión en la circulación del mercado bursátil indica alguna combinación de: i) una sobre-emisión sistemática de acciones, muy por encima del crecimiento que podría razonablemente esperarse de los capitales subyacentes; y ii) una transformación en los mecanismos de circulación de activos que exija de los participantes una aceleración radical en la compraventa de los títulos existentes. Como se verá más adelante, ambos procesos están relacionados.

Gráfica 1.6 Acciones intercambiadas como porcentaje del Producto Bruto Mundial, 1975-2015



Fuente: Banco Mundial

Como corolario del incremento en la masa y en la velocidad de circulación de títulos crediticios y activos financieros, se registra un incremento en las tasas de apalancamiento del capital. Así, por ejemplo, Palley (2007) documenta el incremento en la deuda del sector financiero como porción del monto total de deuda en los Estados Unidos, que llegó a 31.5% en 2005. Sus datos, desplegados en la Tabla 1.2, muestran de manera elocuente cómo la explosión de la circulación de títulos crediticios en manos de la banca ha sido notoriamente mayor, proporcionalmente hablando, a la de títulos crediticios en manos de la industria, incluida ésta última bajo el mote *deuda no financiera*.

Tabla 1.2 Deuda del sector financiero como porción del monto total de deuda en los Estados Unidos

	PIB (miles de millones \$)	Deuda total mercado crédito (miles de millones \$)	Crédito total/PIB (%)	Deuda sector financiero (miles de millones \$)	Deuda sector financiero /deuda total (%)	Deuda no financiera / deuda total (%)
1973	1,382.7	2,172.7	140.0%	209.8	9.7%	90.3%
1979	2,563.3	4,276.4	166.8	504.9	11.8	88.2
1989	5,484.4	12,838.7	234.1	2,399.3	18.7	81.3
2000	9,187.0	27,019.6	294.1	8,130.3	30.1	69.9
2005	12,455.8	40,926.0	328.6	12,905.2	31.5	68.5

Fuentes: Reporte Económico del Presidente, Tabla B-1; Flujo de Fondos, Tabla L.1; Junta de Gobierno de la Reserva Federal, Sept. 17, 2007 y cálculos del autor.

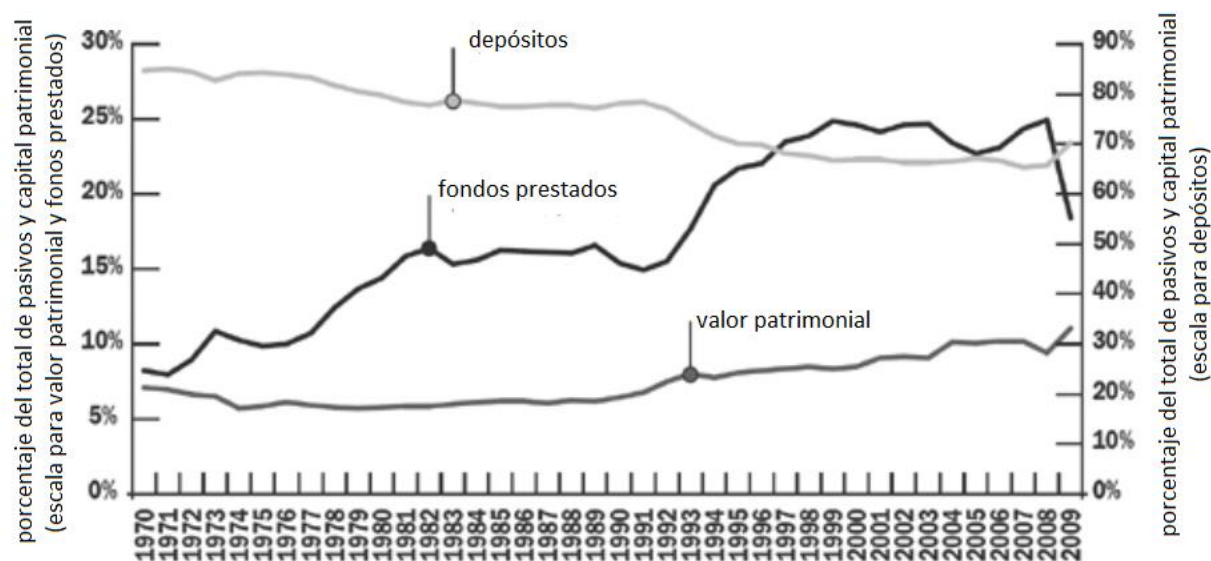
Tomado de Palley (2007)

Como sería de esperarse, la dinámica observada de explosión crediticia ha producido una secuencia de crisis financieras que, lejos de revertir la tendencia hacia la concentración y centralización de capital bancario, la acentúan de una manera particular. Guillén (2015, pp. 199-200) apunta, con respecto a la crisis del 2008:

Ninguna fragmentación de los megabancos “demasiado grandes para fallar” (too big to fail) que sugirieron connotados economistas como Krugman o Stiglitz, fue adoptada. Por el contrario, la centralización del capital en el sector financiero alcanzó nuevas cimas. Los rescates públicos la fortalecieron. Neil Barofski, nombrado por el gobierno de Bush inspector del TARP (programa de rescate implementado frente a la crisis), es autor de un importante libro cuyo subtítulo Cómo Washington abandonó “Main Street” mientras rescataba a “Wall Street”... concluye que el rescate, en lugar de conducir a una mayor regulación del capital financiero, significó el fortalecimiento de los megabancos. Como afirma este autor, las decisiones del Tesoro y la FED al alentar a los bancos más grandes a adquirir bancos en problemas <<hicieron que los bancos “demasiado grandes para quebrar” se volvieran más grandes aún, con los cinco principales holdings bancarios poseyendo activos un 20% mayores que los que tenían antes de la crisis>> (Barofsky, 2012: 160). J.P. Morgan creció el 36% al pasar de 1,56 bn (trillions) en activos a 2,112 bd en 2010, Wells Fargo dobló su tamaño y alcanzó 1,26 bd y Bank of America creció el 32% al pasar de 1,72 bd a 2,27 bd (Íbid.: 217). El Bank of America absorbió a Countrywide y Merrill Lynch. J.P. Morgan Chase absorbió a Bear Sterns y a Washington Mutual, Wells Fargo absorbió a Wachovia. A finales de junio de 2009, esos tres bancos más Citigroup controlaban la mitad del mercado de nuevas hipotecas y dos tercios del mercado de tarjetas de crédito, así como el 95% de los contratos de derivados, con J.P. Morgan Chase controlando [sic.] solo el 25% (Johnson y Kwak, 2011:180).

La concentración de capital bancario y el incremento en los niveles de apalancamiento de instituciones bancarias implican conjuntamente una creciente interdependencia de los grandes bancos. La Gráfica 1.7 da cuenta del auge de esta tendencia, particularmente a partir de la década de los años noventa, para el caso de la banca estadounidense.

Gráfica 1.7 Composición de pasivos de la banca comercial y de capital patrimonial, 1970-2009; EU



Fuente: Cálculos del autor con base en los datos de la Tabla CB14 de la Estadística Histórica de la Banca, de la Federal Insurance Data Corporation (FDIC). Los fondos en préstamo incluyen fondos propiamente en préstamo, notas subordinadas y otros pasivos.

Tomado de Lapavitsas (2013, capítulo 8)

Las raíces de esta tendencia se pueden rastrear desde la década de los sesenta con el surgimiento del mercado de los *eurodólares* y la *banca sombra*, los cuales eventualmente impusieron una dinámica distinta sobre la banca comercial. El auge de este proceso, sin embargo, sucedería un poco después, con el rompimiento del acuerdo Bretton Woods y la liberalización del sistema de cambios internacionales.

b) El rompimiento del patrón oro y la liberalización de flujos de capitales

Los acuerdos de Bretton Woods, firmados en la posguerra (1944) por los integrantes de las Naciones Unidas, acordaron mantener la paridad del dólar con el oro, con tal de mantener un medio de circulación con medida de valor constante. Para garantizar esta paridad, el banco central estadounidense garantizaría la intercambiabilidad del dólar por oro a una tasa de \$35 la onza. Comúnmente se le atribuye a este arreglo un sistema financiero internacional estable y por lo menos una parcial responsabilidad por el periodo de crecimiento sostenido que le siguió a la segunda guerra mundial (Nadal 2011).

Al final de la guerra, los Estados Unidos sostuvieron por varios años un mercado superávit comercial que le permitió satisfacer holgadamente el requisito de convertibilidad dólar-oro. Para la década de los sesenta, sin embargo, con la recuperación de las economías europeas y el surgimiento de otros polos de acumulación de capital, los Estados Unidos ya tenían un déficit comercial con otros países (Nadal 2011). En este contexto resultó imposible mantener la convertibilidad dólar-oro sin una política flexible de emisión monetaria que pudiera proveer de liquidez al comercio internacional mediante déficits crónicos por parte del gobierno

estadounidense. Sin embargo, esta misma política podría conducir a una pérdida de credibilidad del dólar y a un persistente riesgo de desvalorización del mismo.

El papel del dólar como moneda de reserva a escala mundial entró en conflicto irresoluble con la magnitud de la demanda y posesión de esta moneda por parte de inversionistas, ahorradores institucionales (p.ej. fondos de pensiones de países desarrollados) y gobiernos de países en vías de agresiva industrialización⁷, sobre todo considerando la utilización de déficits públicos por parte del gobierno estadounidense, el más notorio de los cuales fue para financiar la guerra de Vietnam anterior al rompimiento del acuerdo. Los acuerdos fueron rotos en 1971, cuando el gobierno estadounidense cerró la ventana de cambio dólar-oro ante una exigencia excedentaria dirigida al banco central por parte de inversores y ahorradores a nivel global, que amenazaba con ocasionar una corrida bancaria. Poco después, en 1973, se abandonaron los acuerdos de mantener tasas de cambio fijas entre monedas nacionales.

El surgimiento de un sistema de tipos de cambio flexibles ha sido presentado por algunos autores como una “privatización del riesgo” (Eatwell y Taylor 2000, citado en Nadal 2011, p. 14); es decir que, si anteriormente las compañías e inversionistas estaban protegidos por sus respectivas bancas centrales del riesgo de fluctuaciones en los tipos de cambio, de ese punto en adelante tendrían que gestionar sus propias coberturas cambiarias y políticas de riesgo⁸. La apertura de flujos de capitales engendró una gran volatilidad en los tipos de cambio, y al mismo tiempo permitió a los inversionistas adquirir portafolios de inversión en activos denominados en diversas monedas nacionales. Dicha posibilidad se volvió imperativa, pues ante el riesgo latente de desvalorización en sus inversiones, ahorros y activos, los inversionistas debían gestionar las coberturas correspondientes, entre otras cosas diversificando sus tenencias de monedas nacionales.

Como consecuencia, se abrió todo un “nuevo horizonte” para operaciones de arbitraje (Nadal 2011, p. 15) entre monedas nacionales. Por ello, la rotación anual en los mercados cambiarios aumentó de manera exponencial, pasando de 4 billones de dólares estadounidenses en 1973 a \$450 billones en 2007 (Hillman et al. 2006, citado en Nadal 2011, p. 15). La mayor parte de estos flujos de capitales fueron de naturaleza estrictamente especulativa, pues no se fijaban en inversiones productivas en ninguna parte, sino que migraban de una moneda a otra buscando retornos a partir de las fluctuaciones en los tipos de cambio.

El impacto de esas transformaciones fue exacerbado por la llamada “crisis petrolera” de 1973, llamada así por el embargo petrolero de la OPEP que desencadenó un alza inusitada en los precios del petróleo y a la que comúnmente se culpa por el inicio del periodo de estancamiento – es decir, inflación simultánea al estancamiento económico.⁹ Ante la incertidumbre que le siguió al embargo,

⁷ De Brunhoff (1974) explica este proceso en términos marxistas como una contradicción entre la función del dinero como medio de circulación y como medida y depósito de valor. Ver tercer capítulo.

⁸ La frase “privatización del riesgo” se refiere específicamente a la gestión cotidiana de niveles cambiarios. En muchos sentidos, los riesgos se han “socializado”; por un lado, las bancas centrales se ven obligadas a acumular reservas en dólares para atemperar la volatilidad del tipo de cambio mediante operaciones de compra venta de moneda; por otro lado, no han sido pocas las instancias de rescate de instituciones bancarias privadas “clave” con cargo al erario, por mencionar algunos mecanismos.

⁹ Mandel (1980b) impugna la interpretación convencional de la crisis 1974-1980 y argumenta que el embargo de la OPEP fue en todo caso un detonante, pero no la causa fundamental de dicha crisis; la explicación la encuentra en

el estancamiento en el crecimiento en las grandes economías y la determinación de la Reserva Federal estadounidense de alzar la tasas de interés de referencia del 10% al 20% en 1980 (Nadal 2011) para cortar en seco la inflación, surgió un periodo recesivo al grado de que los años ochenta fueron conocidos como la “década perdida” en cuanto a crecimiento económico.

Para los países dependientes no petroleros, la situación fue especialmente grave, puesto que se encontraron ante un magno incremento en los costos del servicio de su deuda externa, y al mismo tiempo enfrentaron un incremento en los precios de insumos de combustibles fósiles. A esto debe añadirse la reducción en los mercados de exportación, dado que la recesión que fue agravada en los países centrales por las políticas antinflacionarias lideradas por Washington.

En el caso de países exportadores de crudo, el impacto de la crisis de 1973 fue en cierta medida mitigado por el incremento de la renta petrolera. Como se puede apreciar en la tabla 1.3, la OPEP en conjunto percibió aumentos notables en su balanza de pagos durante el periodo 1974-79 e incrementó sus depósitos internacionales en dólares; como contraparte sugerente, la OCDE en conjunto registró déficits en su balanza de pagos durante esos años, con excepción de 1978. Sin embargo, el monto de los depósitos financieros de la OPEP durante esos años, comparado con el excedente en la balanza de pagos sugiere que, lejos de invertir los excedentes petroleros en políticas de industrialización, éstos se canalizaron a activos financieros denominados en dólares. Para aquellos países petroleros sujetos a deuda externa, el súbito incremento de la tasa de interés impuesta por la banca central estadounidense en 1980-81 supuso un reciclaje de la renta petrolera no invertida productivamente en el periodo previo, de vuelta hacia los Estados Unidos bajo la forma de pagos de intereses. Al caer el precio del crudo a mediados de la década de los ochenta, estas economías se verían aún más estresadas.¹⁰

En este escenario surgió la crisis de la deuda de los años ochenta. Incapaces de enfrentar sus obligaciones internacionales, las economías dependientes fueron obligadas a adoptar políticas de ajuste estructural, uno de cuyos componentes centrales es la “disciplina fiscal”: recorte en gastos públicos, eliminación del déficit fiscal, y políticas antinflacionarias a ultranza. Las consecuencias son bien conocidas:

Para muchas economías en vías de desarrollo, meter en línea sus cuentas externas significó subordinar la política macroeconómica e incluso la estrategia de desarrollo a las órdenes del FMI y del Banco Mundial. Juntas, estas instituciones impusieron “programas de ajuste estructural” que aseguraron el pago de la deuda por medio de recortes en gastos sociales, despidos masivos, la venta de empresas estatales, y la privatización a gran escala y a precios de liquidación. La contención de la deuda agregada para restringir las presiones inflacionarias fue otra iniciativa insigne de los programas de ajuste estructural. Esto se consiguió congelando los salarios y desmantelando organizaciones sindicales. El resultado final de este ajuste fue un incremento en el desempleo, la desigualdad y la pobreza. (Nadal 2011, p. 16)

el incremento previo en la composición orgánica de capital en la industria pesada a nivel global. Dicha interpretación está ligada a la teoría de las crisis de Marx; ver tercer capítulo.

¹⁰ En México estallaron crisis financieras en 1981-2 y 1986, durante el mandato de Miguel de la Madrid.

Tabla 1.3 Balanza de pagos de la OCDE y de la OPEP, 1972-1979 (miles de millones de dólares EU)

Cuenta Corriente	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
OECD	7.8	9.9	-27.5	-0.3	-19.1	-26.3	6.4	-31.5
OPEP	1.3	7.7	59.5	27.1	36.6	29.1	5.9	75.5
Precio barril de petróleo (US dls.)	10.22	12.82	40.64	37.26	37.74	38.24	36.39	44.34
Dépositos financieros internacionales de la OPEP	--	--	56.2	43.2	42.4	45.8	25.6	62.1

Fuente: Balanza de Pagos: *OECD Economic Outlook*, 1979, citado en R. Dornbusch, *Open Economy Macroeconomics*, Basic Books, N. Y., 1980, Table 2-4, p. 18. Precio del barril de petróleo: *OPEC Annual Statistical Bulletin 2002*. Depósitos financieros de OPEP: Banco Mundial, *Informe sobre el Desarrollo Mundial 1985*. Tabla aportada por el Dr. Alejandro Montoya (2020, comunicación personal).

La combinación de medidas impuestas de esta manera, conocida como “Consenso de Washington”, demostró ser profundamente procíclica y condujo a las crisis financieras de México en 1994, de Indonesia en 1997, y de Brasil, Rusia y Argentina en años posteriores. No obstante, sus proponentes insistían en que la finalidad de este paquete de medidas era generar “estabilidad macroeconómica”. En el fondo todas estas crisis estaban ligadas por un sistema internacional de flujos de capitales en un entorno de mercados internos famélicos y creciente subordinación a las economías centrales.¹¹

El rompimiento del acuerdo de Bretton Woods y el surgimiento de un sistema de tipos de cambio volátiles con flujos de capitales irrestrictos sentaron las bases para el proceso de financierización. Por un lado, propiciaron un auge en la actividad especulativa y ligaron a la inversión productiva de manera inseparable a ésta; con ello prepararon el terreno para el surgimiento de la banca sombra y las olas de innovación financiera que se gestaron a partir de ésta. Las transformaciones en la banca y en el financiamiento de las empresas que analizaremos en las secciones siguientes tienen sus raíces en el orden mundial de pagos que nació en 1973 con el abandono del patrón-oro.¹²

Al mismo tiempo, el abandono del objetivo de pleno empleo como principio rector de la administración pública en la posguerra y la subsecuente adopción de políticas antinflacionarias tienen sus raíces en el sistema internacional de pago posterior a Bretton Woods, donde los

¹¹ Todo esto no quiere decir que la causa única o fundamental de estas crisis haya sido el flujo internacional de capitales. Como argumentan Mariña Flores (2003) y Gómez Uribe (2015) con base en series estadísticas de tasa de ganancia construidas con datos del INEGI, por lo menos en el caso de México jugaron un papel sustancial las tendencias en la rentabilidad de capital previo al estallido de la crisis en 1994. La fuga de capitales y el “comportamiento de manada” de los inversionistas ante la incertidumbre fueron un detonante decisivo, pero a su vez propiciado por un entorno de baja rentabilidad del capital en la esfera nacional.

¹² Desarrollos como el de SWIFT o CHIPS permiten a los bancos mover reservas dinerarias de distintas denominaciones de manera instantánea y a través de fronteras nacionales, sin importar el país en el que esté basado cualquier banco.

márgenes de retorno para inversionistas globales, en un entorno de alta movilidad de capitales, se volvió un criterio central de política pública. Para muchos autores, notablemente de la escuela post-keynesiana, todo este proceso ha sido una subordinación de la política macroeconómica a los intereses del capital financiero, a despecho del capital industrial¹³ (Palley 2007, 2009a, Stockhammer 2004). Las reducciones de demanda agregada que impone la financierización y que, de acuerdo con esta visión, limitan el crecimiento por debajo del potencial en la economía real no pueden ser analizadas sin tener en cuenta las transformaciones arriba descritas.

Como veremos en secciones posteriores, las políticas fiscales han visto adaptaciones coyunturales a lo largo del periodo de financierización, sin que por ello se haya subvertido su tendencia subyacente de propiciar el auge del capital financiero y especulativo. La adopción posterior de políticas de tasa de interés a la baja (incluso negativas) no ha significado un cambio sustantivo en los objetivos de política pública, y por otro lado tampoco ha propiciado una reversión de las tendencias al estancamiento de la economía global, ni al abultamiento del crédito sin correlato en inversiones productivas.

Una descripción de las adaptaciones coyunturales de la financierización no puede estar completa sin exponer uno de sus principales pilares y rasgo característico de su estructura: la banca sombra. Si bien esta vio su decisivo auge con el sistema de tipos de cambio libres, a su vez terminó por volver irreversible este sistema para cualquier Estado individual. Con ello, terminó de afianzar las posteriores adaptaciones del sistema financiero internacional, así como las condiciones de posibilidad para la política macroeconómica.

c) Mercados de dinero “costa afuera”¹⁴ y la banca sombra

La banca sombra comienza a cobrar auge, después del rompimiento de los acuerdos de Bretton Woods, para eludir las regulaciones nacionales, especialmente de los Estados Unidos, sobre el capital bancario. Particularmente, se buscó eludir las restricciones en el nivel de apalancamiento de la banca. Las grandes corporaciones, buscando obtener mayores retornos sobre una creciente masa de capital precipitado en su forma dineraria, articularon una red de instituciones financieras que operaban fondos en cuentas extranjeras. A las instituciones financieras que operaban a través de esta red les fue posible ofrecer mayores rendimientos a sus clientes, generalizándose dicha práctica mediante la competencia. Se generó así una compleja estructura de instituciones que facilitaban la creación de liquidez y creaban productos financieros adaptados a cada cliente.

Las bases de este proceso fueron los mercados de dinero llamados “costa afuera”, o mercados de dinero en dólares afuera de Estados Unidos (principalmente, por gestión de filiales bancarias europeas), en los que se manifestaron las presiones cambiarias que terminaron por colapsar el acuerdo de Bretton Woods en 1971 y condujeron en 1973 a la política de tasas de cambio flexibles. La institución de flujos de capitales transfronterizos y sin restricciones, aunados a la infraestructura

¹³ La existencia de subordinación económica no está en disputa. La polémica es *quién se subordina a quién*. Desde una lectura marxista ortodoxa, plantear los intereses del capital industrial y el capital financiero como fundamentalmente antagónicos es una lectura aparente e incluso ideológica del fenómeno. La verdadera subordinación es la del trabajo al capital *en general*, incluso bajo adaptaciones históricas dictadas bajo cambiantes patrones de acumulación.

¹⁴ *Offshore money markets* en inglés.

tecnológica que permitió flujos instantáneos de capitales entre instituciones financieras a nivel global, condujo a una explosión en los flujos internacionales de capital a corto plazo. Según Guttman (2016, p. 77), “[h]oy el volumen diario de transacciones de reservas extranjeras excede en promedio los \$5 billones, y el 85 por ciento de ellas consiste en flujos de inversión de portafolio (típicamente a corto plazo)”. Como resultado, existe una masa global de capital dinerario en búsqueda perpetua de los más altos retornos disponibles y con la capacidad de migración instantánea a lo largo de una red que abarca 200 economías nacionales. La banca sombra surge sobre esta infraestructura.

El término “banca sombra” lo acuñó Paul McCulley en un simposio de la Reserva Federal del Banco de Kansas en 2007, ante los prospectos de una corrida bancaria, y se refería a “todo el alfabeto de conductos, vehículos y estructuras no bancarias de inversión apalancada”. En 2013 la Mesa Directiva de Estabilidad Financiera¹⁵ definió el sistema de la banca sombra en términos generales como “intermediación crediticia que involucra entidades total o parcialmente afuera del sistema bancario regular”, o en términos breves, “intermediación crediticia no bancaria”. Más puntualmente, pero con menos claridad en las implicaciones, Perry Mehrling la define como “financiamiento con mercados de dinero de préstamos en mercados de capitales”. El Banco de la Reserva Federal de Nueva York la define como “entidades que gestionan madurez, liquidez e intermediación crediticia sin garantías gubernamentales ni acceso a liquidez de la banca central”. El propio Guttman (2016, pp. 123-125), quien recupera estas definiciones, plantea la propia como sigue: “intermediarios financieros relativamente menos regulados o enteramente carentes de regulación que crean una red de redes interconectada para circular instrumentos crediticios para los fines de liquidez, madurez e intermediación crediticia”.

Lo que recuperan en conjunto estas definiciones es que la banca sombra surgió con base en los mercados de dinero internacionales, especialmente mercados de dólares no regulados, y a partir de esa base despegó para crear un conjunto de activos financieros gestionados por instituciones de creciente complejidad y capacidad para eludir regulaciones gubernamentales, pero también sin el respaldo de ninguna banca central.

Poniendo mayor énfasis en la función del atesoramiento, y particularmente en la importancia de los recursos de la banca sombra en la satisfacción de una creciente demanda global por reservas de valor, Lysandrou et. al. (2014, p. 4) proponen una sexta definición: “El sistema de la banca sombra es un sistema de actividades de intermediación crediticia, madurez y transformación de liquidez, no reguladas y fuera de las hojas de balance bancarias, conducidas en los dominios de los mercados de dinero y crediticios por entidades que son propiedad de los bancos o que están patrocinadas por ellos, con el propósito primario de expandir la tasa de producción de títulos de deuda que rinden retornos y que son requeridas por la comunidad global de inversionistas.”

En efecto, una de las fuerzas motrices detrás del auge de la banca sombra fue la creciente demanda global de reservas de valor con un retorno atractivo, por parte de los gobiernos de países en vías de industrialización, de corporaciones con excedentes no inmediatamente capitalizables, y fondos de pensiones que pasaron a administrar los ahorros de los hogares en países como Gran Bretaña y

¹⁵ *Financial Stability Board*

Estados Unidos. La banca sombra, cuya existencia se señala desde la década del 50 pero que se desarrolla con el rompimiento de Bretton Woods, llega a su manifestación más clara en las postrimerías de la crisis del 2008 (Lysandrou 2014). Según documentan Lysandrou et. al. (2014, pp. 8-9), la demanda y oferta globales de reservas de valor, predominantemente provenientes del mercado de bonos del tesoro estadounidense, se mantuvieron más o menos estables hasta unos años antes de la crisis del 2008, para luego encontrar una sobredemanda magna con la entrada en escena de diversos inversores basados en economías emergentes, particularmente “gobiernos, administradores institucionales de activos e individuos de alto valor neto¹⁶ basados en las economías de mercado emergentes” (Lysandrou et. al. 2014, pp. 8-9).

La creciente demanda de bonos denominados en dólares por parte de inversionistas provenientes de otras regiones geográficas fue uno de los determinantes detrás de la expresión particular que tomaría la crisis financiera del 2008. Lysandrou et. al. (2014, pp-8-9) recalcan que para “el final del 2006 más del 80% del total de acervos mundiales de bonos, con un valor de aproximadamente \$67 billones, eran provistos por los países del G7, mientras que las economías emergentes al otro lado del espectro proveían un mero 9%, figura que contrasta agudamente con la porción del 35% del Producto Interno Bruto Mundial en ese tiempo”. Dado que los bonos estadounidenses agrupaban el 46% de los acervos globales en 2006, “era inevitable que la presión de la demanda global por bonos estuviera concentrada en estos mercados, ayudando así a imponer la baja en los rendimientos del tesoro estadounidense y de otros títulos estadounidenses a largo plazo hasta niveles inusualmente bajos (Ídem.)”. Dicho desenlace enmarcaría la búsqueda por rendimientos atractivos mediante finanzas sintéticas con derivados sobre préstamos hipotecarios, que eventualmente conduciría a la crisis financiera del 2008.

La baja en el rendimiento de los bonos del tesoro estadounidense, activo de preferencia para ahorradores e inversionistas internacionales, se debe entre otras cosas a la política de bajas tasas de interés adoptada para ese entonces por la Reserva federal de los Estados Unidos. A su vez, dicha política debe ser comprendida en el contexto de una preponderancia creciente de los déficits fiscales de los países centrales en el sostenimiento de la demanda agregada global, así como de la necesidad de fomentar una expansión crediticia sin precedentes que sostuviera la demanda agregada en una economía con tendencia estructural al estancamiento (ver Brenner 2009).¹⁷ Lysandrou et al. (2014) explican el fenómeno a partir de una sobredemanda de activos financieros con rendimientos confiables, lo que en el fondo es un proceso relacionado con el primero: hay una masa de fondos atesorados que no se capitalizan y en su lugar buscan apropiarse de renta por medio de recursos financieros; al mismo tiempo, los gobiernos de las economías principales buscan fomentar la inversión productiva y el consumo por medio de crédito fácil, sin lograr su objetivo. Como

¹⁶ *High Net Worth Individuals (HNWI)*

¹⁷ La escuela post-keynesiana y la escuela marxista ortodoxa tienen diferentes explicaciones para este estancamiento, así como para su alcance y posibilidad de superación dentro del modo de producción capitalista. El estancamiento en sí mismo, sin embargo, no es objeto de disputa – incluso la escuela neoclásica y la síntesis keynesiana lo asumen como una verdad evidente y verificada.

resultado hay una sobreoferta de crédito (una sobredemanda de activos) y una economía global que no sale del estancamiento.¹⁸

Con el aliciente de una sobredemanda de depósitos de valor que no podía ya ser satisfecha con mecanismos de la banca tradicional, comienza un auge espectacular en la banca sombra. En 1993 los pasivos de la banca sombra comienzan a superar a los de la banca tradicional, llegando a una cúspide notable en el 2007. Durante el mismo periodo se registra una baja sostenida en los rendimientos de bonos estadounidenses y un aumento notable en la posesión de títulos estadounidenses por parte de extranjeros (Ibíd.).

El debate público en torno a la crisis a menudo se centra en la irresponsabilidad de la banca en la antesala de la crisis, y sin embargo se obvia la estructura bancaria que le dio origen, ya no se diga su función dentro del esquema global de acumulación de capital. Como se ha señalado, la banca sombra tiene su génesis desde la década del 50, pero particularmente a partir del rompimiento del acuerdo de Bretton Woods, cuando se acumularon reservas de dólares en países en vías de agresiva industrialización con una estrategia de crecimiento basado en la exportación, notablemente Japón y el sureste asiático, Alemania, y posteriormente China. Los acreedores de estas reservas buscaron invertirlos en activos financieros para obtener retornos. Los superávits de estos países eran reciclados a los Estados Unidos para financiar el déficit del gobierno estadounidense y, sobre todo a partir de los años ochenta, para financiar el consumo de los productos exportados de estos países a los Estados Unidos (Brenner 2009, Palley 2009a, 2009b, 2014). Las redes financieras “costa afuera” pasaron a ocupar un papel predominante en la mediación de este flujo de signos de valor denominado en dólares.

La mayor parte de la circulación de activos entre las grandes corporaciones y la banca sombra tomó la forma de acuerdos extra-bursátiles¹⁹ sin ninguna garantía de respaldo con dinero de alto poder de algún banco central en caso de incumplimiento en los compromisos de pago. Esto les permitió librarse de las restricciones de cualquier banca central sobre el nivel de apalancamiento, y al mismo tiempo mermó la capacidad de la banca central de incidir sobre el nivel de liquidez en circulación. Como resultado, las instituciones de la banca sombra pudieron expandir sus servicios de manera inaudita con una proporción mínima de capital, y con ello magnificaron sus márgenes de ganancia y pasaron a dominar una fracción creciente del mercado de la banca internacional. Según reporta Guttman (2016, p. 129), “[e]sta adaptabilidad la que ha hecho de la banca sombra la parte del sistema mundial crediticio con el crecimiento más rápido”, misma que se hizo evidente con la crisis financiera del 2007-8. “Para mediados del 2007 la banca sombra había llegado a nivel global a los \$62 billones, sólo para encogerse precipitadamente a los \$57 billones para finales del 2008 cuando la crisis financiera cobraba su cuota”, pero “[p]ara finales del 2013 la banca sombra se había recuperado plenamente para llegar a los \$67 billones, representando el 27 por ciento del

¹⁸ La explicación de este fenómeno por parte de las dos escuelas de pensamiento en cuestión se abordará en capítulos posteriores.

¹⁹ Mejor conocidos por su apelativo anglosajón *over the counter* (OTC). Se caracterizan por no tener supervisión de terceras personas ni agencias reguladoras gubernamentales, y por ello despliegan un mayor grado de especificidad para las necesidades de cada cliente, pero también una notable opacidad en cuanto al nivel de riesgo que presentan.

sistema crediticio mundial” (Íbid.). Según las estimaciones de este autor, la banca sombra en China absorbe más de la mitad del sector de servicios financieros, y en Estados Unidos casi el 40 por ciento del total.

La banca sombra no está desligada de la banca convencional. Al contrario, la capacidad de la banca sombra para proveer liquidez e intermediación crediticia a una escala superior a la banca convencional ha hecho que ésta última procure ofrecer alternativas creíbles a sus clientes utilizando los servicios de sus competidores y filiales no regulados. La banca comercial ha adoptado de manera generalizada el desarrollo de productos financieros en colaboración con la banca sombra, y ofrece a sus clientes portafolios de inversión en fondos de mercados de dinero y otros espacios no regulados, administrados con la intermediación de la banca sombra. Al mismo tiempo, la participación de la banca comercial provee de cierto respaldo por parte de la banca central como prestamista de última instancia –respaldo que, como se vio durante la crisis del 2008 y en sus postrimerías, es en última instancia discrecional²⁰. Estos esquemas han proporcionado a la banca comercial la oportunidad de ampliar su margen de ganancias, por lo que ha aceptado de buena gana el imperativo de vincularse con la banca sombra y fomentar su crecimiento. En otras palabras, la banca sombra guarda una relación simbiótica con la banca comercial, y es parte imprescindible de la expansión del sector financiero. Este largo proceso ha impuesto cambios trascendentes en las formas de emisión de liquidez.

d) Cambios en la gestión del ahorro y liquidez

La implicación inmediata de la creciente predominancia de la banca sombra en la formación de depósitos de valor es que ha habido cambios importantes en las formas de ahorro. Los depósitos en la banca comercial han cedido su lugar a la adquisición de títulos bursátiles, por un lado, y por otro, de activos financieros de creciente complejidad gestionados por intermediación de la banca sombra. Como contraparte a este proceso, las formas de financiamiento se han modificado, de manera que los préstamos bancarios han cedido su lugar al financiamiento por medio de cotizaciones bursátiles (e.g. de acciones), por un lado, y por otro, al financiamiento por medio de títulos de deuda a corto plazo convertidos en activos financieros y dispersados a lo largo del mercado financiero a través de la banca sombra.

Esta transformación ha sido posibilitada por el surgimiento de mercados de dinero sin precedente que datan de la década de los sesenta, cuando los bancos estadounidenses introdujeron instrumentos dinerarios de madurez menor a un año - a menudo mucho menor que eso. Colectivamente se les denomina “papel”²¹ e incluyen instrumentos tales como papel comercial (un bono a corto plazo), certificados de depósito negociables (depósitos bancarios corporativos que pueden ser vendidos antes de su plazo de vencimiento), fondos federales (un mercado para la compraventa de fondos federales por parte de los bancos), aceptaciones bancarias (garantías bancarias sobre transacciones de comercio internacional entre corporaciones), acuerdos de

²⁰ Minsky (1986) insistía ya sobre la importancia de este aspecto discrecional en la intervención de la Banca Central.

²¹ *paper*

recompra²² (prestamos “securitizados” a corto plazo), y depósitos ante el sistema bancario internacional de reservas. Como resultado, los bancos adquirieron acceso prácticamente instantáneo a las reservas de liquidez del sistema sin estar obligados a poseer ellos mismos las reservas necesarias para respaldar el nivel de emisiones de dinero crediticio que auspiciaban. Para la década de los ochenta, la banca había sido transformada de manera importante.

Para empezar, surgieron los fondos mutuos de mercado de dinero²³ que se dedicaron a invertir fondos de poseedores de acciones alrededor del globo en toda la gama de instrumentos de mercados de dinero y con mejores retornos que cualquier depósito en la banca comercial, de manera que para la segunda mitad de la década de los setenta se “desestabilizó enormemente a la banca comercial de ese tiempo al promover una inmensa ola de desintermediación” (Guttman 2016, p. 79). Estos depósitos ostentaban el derecho a ser retirados de manera casi inmediata y poseían un alto grado de liquidez.

De manera paralela, las grandes corporaciones comenzaron a emitir sus propios instrumentos de papel comercial²⁴, y con ellos establecieron un medio de financiamiento sin la intermediación de la banca comercial, la cual se vio presionada a buscar fuentes de rentabilidad distintas a la emisión de préstamos y gestión de depósitos con fines de inversión productiva. La expansión de los mercados bursátiles facilitada, entre otras cosas, por los fondos mutuos de mercado de dinero, fue una presión en el mismo sentido, pues el financiamiento bursátil adquirió mayor predominancia en las hojas de balance de las corporaciones.

El principio rector detrás de estos procesos es la dispersión de las estructuras de deuda a través del sistema financiero, de manera que se subvierte el acuerdo tradicional de acreedor-prestatario que regía el sistema de depósitos contractuales de la banca comercial. En su lugar, la banca comercial emite instrumentos de deuda que se convierten en activos para ella y que procede inmediatamente a revender en los mercados financieros. Dicha tendencia sería llevada a su auge con la creación de derivados, finanzas sintéticas y la ola de innovaciones en técnicas de “titularización” previa a la crisis financiera del 2008.

En conjunto, los estímulos que operan sobre la banca comercial han sufrido una metamorfosis. Las políticas relativas al establecimiento de relaciones duraderas con sectores industriales que generen fuentes de retorno constantes y con ello garanticen solvencia y rentabilidad para la banca, en mayor o menor medida han sido desplazadas por políticas destinadas al aumento en la masa de activos financieros emitidos, con el fin de desembarazarse lo antes posible del título de acreedor (Lazonick 2013, Guttman 2016). Efectivamente, esto implica una transformación en las fuentes de ganancia bancaria: los insumos por cobros de intereses a sus clientes pierden relevancia frente al cobro de comisiones por la emisión y administración de activos financieros que ya no son propiedad del banco emisor. Este proceso ha sido desigual en diferentes economías, pero no deja de ser legible en datos agregados públicamente disponibles: la gráfica 1.8 ilustra, con un índice, la creciente importancia de los ingresos ajenos al cobro de intereses en el total de ingresos netos, para una

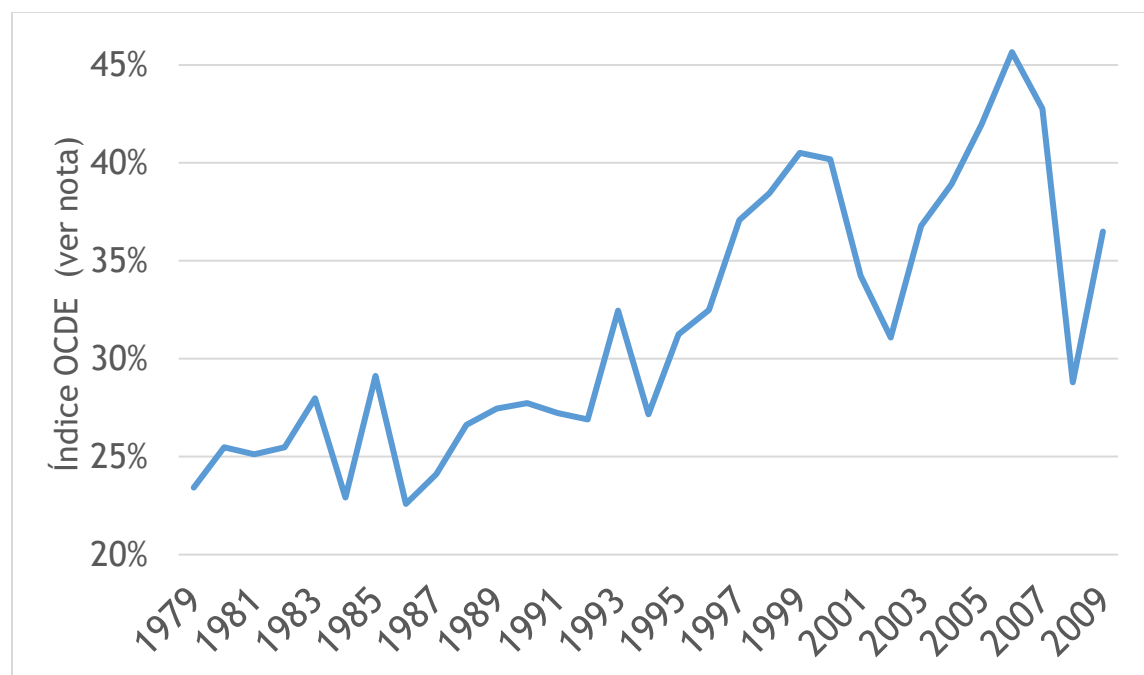
²² Mejor conocidos por el apelativo anglosajón *repos*, de *repurchasing agreements*.

²³ *Money Market Mutual Funds* (MMMMF)

²⁴ Del inglés *commercial paper*

colección de países representativos de la OCDE.²⁵ El diseño de operaciones que estos datos reflejan posibilita y a la vez requiere de una aceleración notable en la rotación del capital bancario.

Gráfica 1.8 Índice de la porción de ingresos netos ajenos al cobro de intereses, OCDE



Fuente: elaboración propia con base en datos de la OCDE (compendio sobre rentabilidad bancaria); disponible en línea en oecd-ilibrary.org [Consulta: marzo 2021].

Nota: Se tomó un promedio simple de la proporción *ingresos netos no de intereses/ingresos netos* para 21 países de la OCDE, excluyendo del cálculo a cada año los países para los cuales no hay datos disponibles. Se decidió considerar un promedio simple porque existen diferentes normas para la declaración de ingresos de país a país y esto complica la ponderación de los datos. Los países considerados son: Francia, Irlanda, Alemania, Dinamarca, Canadá, Austria, Nueva Zelanda, Noruega, México, Corea, Holanda, Luxemburgo, Italia, Japón, Israel, Rusia, Suiza, España, Suecia, E.E.U.U., Bélgica. La ausencia de datos para el Reino Unido en este compendio de la OCDE es notoria y desafortunada.

La administración de riesgo e incertidumbre²⁶ adquiere una naturaleza distinta en este contexto. El riesgo de incumplimiento en los compromisos de pago pierde pertinencia frente a al riesgo de

²⁵ Algunos trabajos derivan conclusiones tajantes sobre la creciente importancia de ingresos ajenos al cobro de intereses en la ganancia bancaria (ej. Albertazzi y Gambacorta 2009, 2010). Si bien sus comentarios van encaminados en una dirección acertada, deben tomarse con cierta precaución, puesto que basan algunas de sus conclusiones en la porción de ingresos netos ajenos al cobro de intereses sobre ingresos brutos, cuando el cociente debiera ser ingresos netos, para obtener una comparación más limpia (sin la influencia de factores ajenos a la relación que se pretende mostrar). Al corregir el cálculo, las tendencias son un tanto menos dramáticas, y cobran mayor relevancia los matices de país a país, de acuerdo con los datos públicos de la OCDE utilizados en el índice presentado.

²⁶ En el planteamiento de Keynes (1921), el riesgo y la incertidumbre tienen una distinción importante, puesto que la incertidumbre versa sobre la imposibilidad de prever eventos futuros, mucho menos medir conjuntos de probabilidad sobre ellos. El planteamiento de riesgos, por otro lado, no excluye necesariamente que estos existan

madurez, al riesgo de la tasa de interés, y al riesgo de liquidez (Guttman 2016, p. 80). El segundo se refiere al financiamiento de activos a largo plazo con pasivos a corto plazo; el tercero se refiere a la alta volatilidad en las tasas de interés a corto plazo frente a las tasas de interés a largo plazo; el cuarto se refiere a la posibilidad de una súbita falta de acceso a los mercados de dinero que posibilitan sostener el tipo de estructuras de deudas en cuestión. La implicación es que el riesgo crediticio, es decir el riesgo de incumplimiento a los compromisos de pago, comenzó a ser transferido sistemáticamente a terceras personas; con la innovación financiera, esto evolucionaría a complejos esquemas de “dispersión del riesgo” a lo largo del mercado financiero. El modelo de negocio se conoce en la literatura económica como “origina y distribuye”, puesto que cada banco procura emitir el máximo número de activos posible y desembarazarse de su riesgo crediticio en el menor tiempo posible. Como se vería en la crisis financiera del 2008, desde un punto de vista agregado el riesgo crediticio nunca desapareció; en realidad se magnificó su impacto con estos esquemas.²⁷

Si bien los instrumentos de deuda pueden estar altamente especializados para responder a las necesidades de cada cliente, la gama de instrumentos emitidos sería convertida en activos financieros más o menos estandarizados para distribuirse a lo largo del circuito financiero global (Lysandrou 2005). Uno de los ejes de la transformación del sistema financiero ha sido una creciente mercantilización de instrumentos de deuda que anteriormente se sustentaban en acuerdos institucionales entre la banca y la industria (Íbid.), implicando la institución de precios de mercado para catálogos de productos financieros de manera estandarizada. Este proceso traería aparejado un cambio en la relación entre la banca y la industria, pues “los administradores corporativos también prefirieron emitir títulos para un gran número de inversionistas mediados por el mercado, y por lo tanto más distantes, a quienes podían proveer de pedazos de información formalizada (p.ej. declaraciones de ingreso), en lugar de tomar préstamos de banqueros entrometidos y malhumorados con quienes tendrían que involucrarse en una relación íntima que captase una gran cantidad de su tiempo” (Guttman 2016, p. 87).

La innovación financiera jugaría un papel clave en la construcción de estos productos estandarizados, reservas de valor de creciente opacidad que, de un momento a otro, ante un entorno de crisis, pueden perder su intercambiabilidad. Notablemente, una creciente proporción de los instrumentos emitidos por la banca estaría relacionada con fuentes de ingreso distintas a los rendimientos del capital industrial. La institución de la llamada “banca universal” es la culminación de este proceso.

dentro de un espacio bien definido de posibilidades, susceptibles de ser medidas mediante métricas de probabilidad.

²⁷ Guillén (2015, capítulo 2) y Guttman (2016, capítulo 1) aclaran muy bien este punto. Entre otros factores, la creciente opacidad de los activos financieros diseñados para dispersar el riesgo provocó que, ante el incumplimiento de pago que desvalorizara un activo, se frenara la circulación de signos de valor a lo largo del sistema financiero, de manera mucho más severa de la que podría haber sucedido de haberse identificado claramente cuáles activos estaban “contaminados” con esta desvalorización y cuáles no.

e) Innovación financiera y la “banca universal”

En las explicaciones sobre la crisis financiera que comenzó en el 2007 y se desató en el 2008 suele cobrar protagonismo la secuencia de activos financieros asociados a préstamos hipotecarios, especialmente los préstamos no preferentes²⁸. Desde el discurso gubernamental y mediático estadounidense de la época, se volvió común culpar a los prestamistas “irresponsables” de comunidades de bajos ingresos en los suburbios estadounidenses, de propiciar esquemas de deuda tan susceptibles de incumplimiento de pago. Como contraparte, voces de oposición han enfatizado la irresponsabilidad y “avaricia” de los bancos en la creación de estos esquemas tan susceptibles de bancarrota, amparados en la posibilidad de transferir las pérdidas a terceras personas (p. ej. En McKay 2015). Sin embargo, unos y otros omiten señalar la función macroeconómica que dichos esquemas desempeñan. Las burbujas financieras han sido un acicate para sostener, de manera meramente coyuntural, una economía en un estado de estancamiento y con una demanda agregada francamente insuficiente, dada la caída sostenida en el salario real y los bajos niveles de inversión (Palley 2009a, 2009b, 2014; Brenner 2014). Como resultado, desde los años 90 a la fecha, la economía estadounidense ha concentrado una secuencia prácticamente ininterrumpida de auges y estallidos de burbujas financieras de alcance global (Brenner 2014; Roberts 2016, capítulo 6).

Las estructuras de deuda en cuestión no habrían sido posibles sin las transformaciones en el sistema financiero global que engendraron la dispersión del riesgo a lo largo de las redes del circuito financiero. La creación de derivados, las finanzas “sintéticas” y la titularización han jugado un papel instrumental clave en todo esto.

Si bien la innovación financiera no es un proceso específico a la antesala de la crisis del 2008, sí adquirió dimensiones sin precedente. Minsky (1986; 1992) aludía ya a un proceso recurrente donde cada nueva reglamentación propiciaba una ola de innovación financiera para eludirla, a su vez suscitando nuevas reglamentaciones. Uno de los elementos de su Hipótesis de Inestabilidad Financiera es la innovación que posibilita el auge de posiciones financieras tipo Ponzi.²⁹ En este sentido, todo intento por acotar el comportamiento del sector financiero de manera definitiva es limitado o incluso contraproducente pues genera “estímulos perversos” para eludir la reglamentación en ejercicio. No obstante, una de las particularidades de la ola de innovaciones anterior a la crisis del 2008 es que la intervención gubernamental fue en el sentido de estimular la expansión de esta innovación financiera, y no de contenerla o de procurar redirigirla hacia inversiones productivas. El análisis que lleva a cabo Brenner (2009) sobre el papel de la Fed y el Tesoro estadounidenses bajo Ben Bernanke y Hank Paulson, respectivamente, es particularmente esclarecedor en este sentido.

²⁸ Mejor conocidos por el apelativo en inglés *subprime*.

²⁹ La Hipótesis de la Inestabilidad Financiera (Minsky 1992) plantea que ante un periodo de auge, donde predominan las unidades financieras con posiciones predominantemente cubiertas (cuyos ingresos alcanzan para cubrir el pago del principal de la deuda e intereses), hay un incremento en la propensión al riesgo por parte de los inversionistas, llevando a un aumento en la importancia de las unidades con posiciones especulativas (cuyos ingresos alcanzan cubrir el pago de intereses y les es posible refinanciarse, pero no tienen certeza sobre la posibilidad del pago del principal de la deuda) y con posiciones tipo Ponzi (cuyos ingresos no alcanzan a cubrir el pago de interés sobre la deuda y sin refinanciamiento entran con seguridad en bancarrota). Como resultado se generan estructuras de deuda frágiles e inestables, provocando falta de confianza y la posibilidad de una crisis por deflación de deudas. Así, los periodos de estabilidad financiera engendran periodos de inestabilidad.

Uno de los activos más extendidos en dicha ola de innovación fueron los derivados financieros que comenzaron a entrar en circulación a partir de la segunda mitad de la década de los setenta, con la desregulación de tipos de cambio e interés, cuando se propició una mayor volatilidad en ambos. Los primeros derivados de mayor circulación fueron opciones y futuros³⁰ y solían estar enmarcados en la cobertura de transacciones comerciales. A partir del 2000 se comenzaron a usar a los derivados de manera más amplia como seguro contra todo tipo de eventos susceptibles de pérdida, y por parte de especuladores que procuraban realizar ganancias a partir de la compraventa de activos. La característica de los derivados es que tienen valores de mercado derivados de eventos disociados de cualquier intercambio realmente existente entre las partes. Al contrario, por ejemplo, de las acciones, que son títulos de propiedad sobre los réditos futuros de una empresa productiva o comercial, los derivados no implican la propiedad sobre mercancía o capital alguno. Un derivado puede establecer su pago contractual a partir del comportamiento de capital que ninguno de las dos partes al contrato posee en ninguna medida e, incluso, a partir de eventos tales como el clima o el resultado de un partido de fútbol americano.³¹

Si bien se ha enfatizado muy a menudo la susceptibilidad que tienen estos instrumentos para la especulación pura y dura, también es cierto que su función como medios de cobertura contra la volatilidad del mercado depende en buena medida de la disponibilidad de especuladores dispuestos a asumir riesgos ajenos con tal de poder obtener una ganancia. “Los inversionistas de riesgo controlado típicamente cubren posiciones expuestas a riesgo de precios adquiriendo derivados que compensen cualquier pérdida con ganancias. En el proceso transfieren el riesgo de precios a terceras personas dispuestas a adquirir ese riesgo. Éstos últimos típicamente son especuladores que buscan hacer ganancias a partir de anticipar correctamente movimientos de precios y tomando posiciones sin cobertura” (Guttman 2016, p. 82). En efecto, sería difícil que las necesidades de cobertura de unos y otros inversionistas no especulativos se compensasen exactamente. En ese sentido, la especulación juega un papel de intermediación financiera.³²

Sirviéndose de elaborados esquemas, la banca comercial procuró la creación de activos financieros que, a través de espacios de carácter crecientemente especulativo y con complicados arreglos que involucraron simultáneamente exigencias, deudas y títulos de múltiples partidos en un sólo producto—pero que atravesaban la estandarización de sus productos con valores de mercado—, pudieran proveer de reservas de valor estables a sus clientes y con retornos atractivos.

Para este fin la banca comercial apadrinó a entidades de propósitos especiales (SPEs³³) cuya función principal fue la emisión de títulos respaldados por activos (ABS³⁴), que serían adquiridos tanto por la banca misma como por otros inversionistas, como fondos de pensiones, fondos mutualistas bancarios o aseguradoras. Según documentan Lysandrou et. al. (2014, p. 11), es a partir del 2002 cuando los ABS adquieren un auge sin precedentes, precisamente en el mismo periodo

³⁰ Los futuros son acuerdos contractuales entre dos instituciones, donde una acuerda comprar a la otra un activo o producto, a un precio y fecha determinados. Las opciones son similares, salvo que el poseedor tiene la opción de ejercer su derecho de compraventa o abstenerse.

³¹ Lo anterior no impide que haya cierta estandarización en el intercambio de derivados. Los precios de algunos derivados, tales como opciones y futuros, son determinados con base en modelos probabilísticos sobre los pagos que su posesión puede redituar.

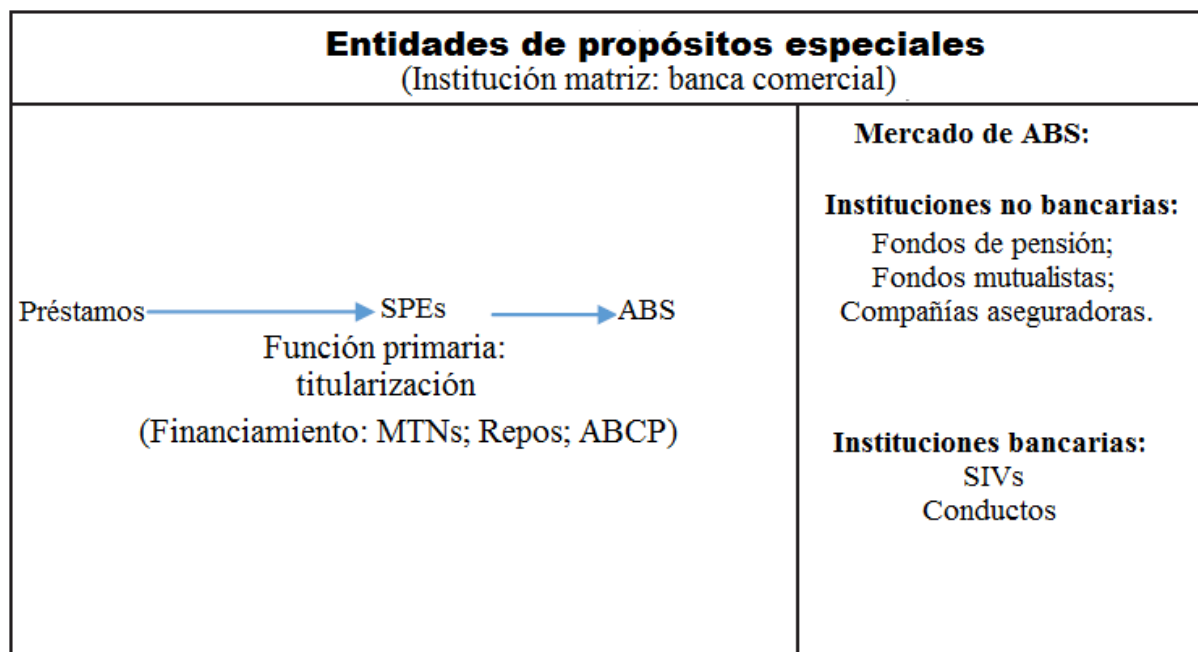
³² Este aspecto *funcional* de la especulación suele ser obviado en la literatura post-keynesiana.

³³ *Special Purpose Entities*

³⁴ *Asset-Backed Securities*

durante el cual los bajos rendimientos de bonos corporativos y del tesoro estadounidense se volvieron un problema para inversionistas. Las SPEs, instituciones de la banca sombra, se encargarían de financiarse con instrumentos del mercado de dinero a corto plazo, como acuerdos de repago o papel comercial³⁵, para emitir préstamos a largo plazo, en forma de ABS. Según se reporta en Lysandrou (Íbid.), “[d]e los \$22 billones de pasivos brutos en manos de la banca sombra estadounidense en el 2007, más de \$9 billones consistieron en títulos respaldados por activos, una suma que representa más del 80% de los acervos mundiales de ABS sostenidos en ese año”. Muchos de esos préstamos se canalizaron en préstamos hipotecarios con esquemas de interés mayores a las tasas prevalecientes y explorando esquemas de deuda con creciente propensión al incumplimiento.³⁶

Gráfica 1.9 Instituciones clave de la banca sombra: Entidades de propósitos especiales



Fuente: Lysandrou et. al. (2014), adaptación propia

Unas de las instituciones bancarias que adquirieron ABS fueron los vehículos de inversión estructurada (SIVs³⁷), que los utilizaron para respaldar la emisión de obligaciones de deuda garantizadas con garantía (CDOs³⁸). Estas instituciones bancarias se financian de manera similar a las SPEs y buscaron remediar el problema de rendimientos que persistía incluso con el auge de ABS (para 2007 los ABS seguían ofreciendo rendimientos bajos); para ello crearon esquemas aún

³⁵ *Repos* y *comercial paper*, respectivamente. En algunos autores el segundo se maneja como *Asset Backed Commercial Paper (ABCP)*

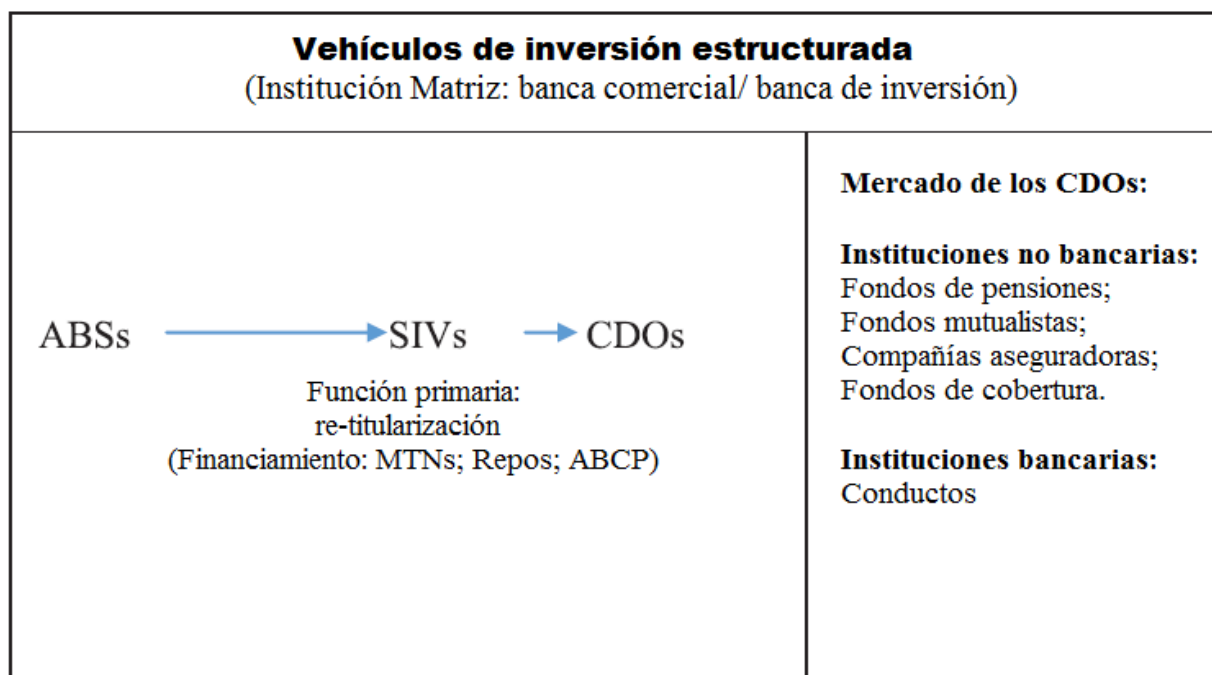
³⁶ Las bancas gubernamentales estadounidenses Freddie Mac y Fannie Mae utilizaron ampliamente este recurso para impulsar los préstamos hipotecarios.

³⁷ *Structured Investment Vehicles*

³⁸ *Collateralized Debt Obligations*

más apalancados y con el componente adicional de utilizar derivados para convertir títulos financieros sobre el pago de deudas hipotecarias, en nuevos títulos financieros cuyo valor era derivado de aquél de los primeros. Por ello, los SIVs se dedicaron a “re-titularizar” activos. Los CDOs emitidos por estas instituciones eran vendidos a instituciones bancarias denominadas conductos³⁹, así como a inversionistas no bancarios, notoriamente fondos de cobertura⁴⁰.

Gráfica 1.10 Instituciones clave de la banca sombra: Vehículos de inversión estructurada.



Fuente: Lysandrou et. al. (2014), adaptación propia

Para mejorar la calidad del riesgo de los CDOs, evaluada por agencias reguladoras pagadas por los mismo bancos, se utilizaron tres recursos: a) sobrecargar de garantía (el volumen de activos respaldando la deuda es más grande que el volumen de los títulos emitidos); b) subordinación (los poseedores de deuda se dividen en estratos, de manera que el pago de intereses corresponde primero a los de estratos más altos, posteriormente a los estratos medios y así sucesivamente), y; c) aseguramiento (a los estratos más elevados se les asigna cobertura por medio de una aseguradora o un banco patrocinador).

Perfeccionado este arte, se desarrollaron los llamados CDO al cuadrado, al cubo, y a la enésima potencia. Los niveles más bajos de un CDO eran mezclados con otros activos supuestamente de mejor calidad, y por medio de las mismas tres técnicas aludidas, se crearon productos financieros capaces de recibir las calificaciones más altas para los primeros niveles por parte de las agencias reguladoras. Una parte importante en la ingeniería de estos esquemas la jugaron los intercambios

³⁹ *Conduits*

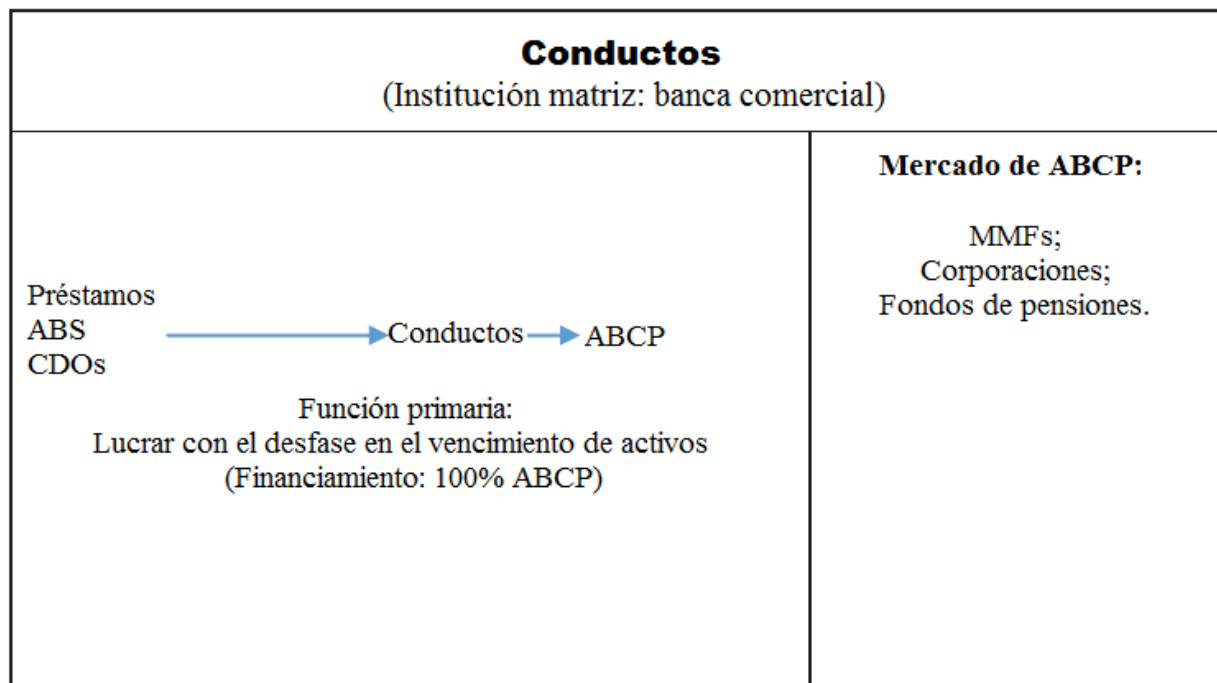
⁴⁰ Mejor conocidos por su apelativo en inglés *Hedge Funds*. Su papel en el desarrollo de la crisis del 2008 fue central (Lysandrou 2012).

de incumplimiento crediticio (CDS⁴¹), derivados que posibilitaron establecer esquemas complicados de cobertura para los niveles más altos de los poseedores de CDO. Esta llamada “finanza sintética” tenía pocas bases en mejoramiento alguno de la relación agregada entre acreedores y prestatarios. En el caso de los préstamos hipotecarios, por ejemplo, se llegó a plantear que rara vez ocurrían caídas masivas en el precio de bienes inmuebles en varias ciudades de los Estados Unidos de manera simultánea, y por esa razón un CDO integrando deudas hipotecarias con baja probabilidad de cumplimiento de pago, pero provenientes de varias ciudades, podía ser considerada de alta calidad (Guttman 2016, capítulo 1).

Una vez creada esta masa de activos de alto rendimiento y alto riesgo, pero encubierto y presuntamente diseminado y “compartido” a lo largo del circuito financiero, un tercer tipo de entidad en la banca sombra se encargaría de mediar entre activos a corto plazo y activos a largo plazo. Los conductos se encargan de emitir papel comercial para financiar la adquisición de ABS y CDOs; su ganancia proviene de la diferencia en los rendimientos y tasas de interés entre activos a corto y a largo plazos. Si bien no fueron las instituciones encargadas de diseñar los activos financieros más opacos, sí jugaron un papel importante en la diseminación de la crisis, puesto que de un momento a otro el respaldo que ofrecían para adquirir fondos a corto plazo perdió toda credibilidad e infundieron una paralización en la circulación de activos (Lysandrou et. al. 2014). La masa de liquidez que ostentaban los conductos en la antesala de la crisis era de \$400 billones, en comparación con el monto de \$1.4 billones de los SIV (Íbid.). La ganancia de estos últimos provenía del cobro de comisiones y tarifas varias por sus servicios, mientras que para las primeras su ganancia se aproximaba más a un margen fijo sobre su capital en circulación.

⁴¹ *Credit Default Swaps*

Gráfica 1.11 Instituciones clave de la banca sombra: Conductos.



Fuente: Lysandru et. al. (2014), adaptación propia

La innovación financiera fue especialmente dramática en la primera década del siglo XXI, pero no se reduce a este periodo ni al creciente papel de la especulación, a la dinámica de dispersión del riesgo, ni al fomento de burbujas financieras, no obstante que todos estos son aspectos de suma importancia. Otro de los rasgos distintivos en la transformación de la banca a partir de la década de los setenta es el rompimiento de barreras que anteriormente separaban a la banca en diferentes funciones: banca comercial, banca industrial, bancos agrarios, bancos regionales. Paralelamente a la adopción por parte de la banca de mecanismos de financiamiento por medio de fondos y mercados de dinero, y el diseño de reservas de valor que exigen esquemas agregados de especulación de creciente complejidad y que atraviesan por la banca sombra, la banca extiende sus funciones para concentrar bajo un mismo capital bancario a funciones que previamente estaban dispersas en distintos capitales bancarios, incluso por reglamentación gubernamental.

A partir de los ochenta, se aprobó una serie de legislaciones en las economías que concentraban los principales mercados financieros del mundo, como el llamado ‘Big Bang’ de Londres en 1986, la Segunda Directiva Bancaria de 1989 de la Unión Europea, o el Acta de Modernización de Servicios Financieros Gramm-Leach-Bliley en 1999 en los Estados Unidos. El resultado fue no solamente una renovada centralización y concentración de capital bancario (Guttman estima que los principales bancos se expandieron hasta entre 5 y 10 veces su tamaño anterior), sino también una reorganización de la banca para expandirse geográficamente y ampliar su rango de funciones, incorporando actividades de banca industrial, banca comercial, seguros, administración de fondos,

y comercio de bienes raíces. Como veremos en la próxima sección, también habría un cambio correspondiente en las fuentes de ganancia de la banca.

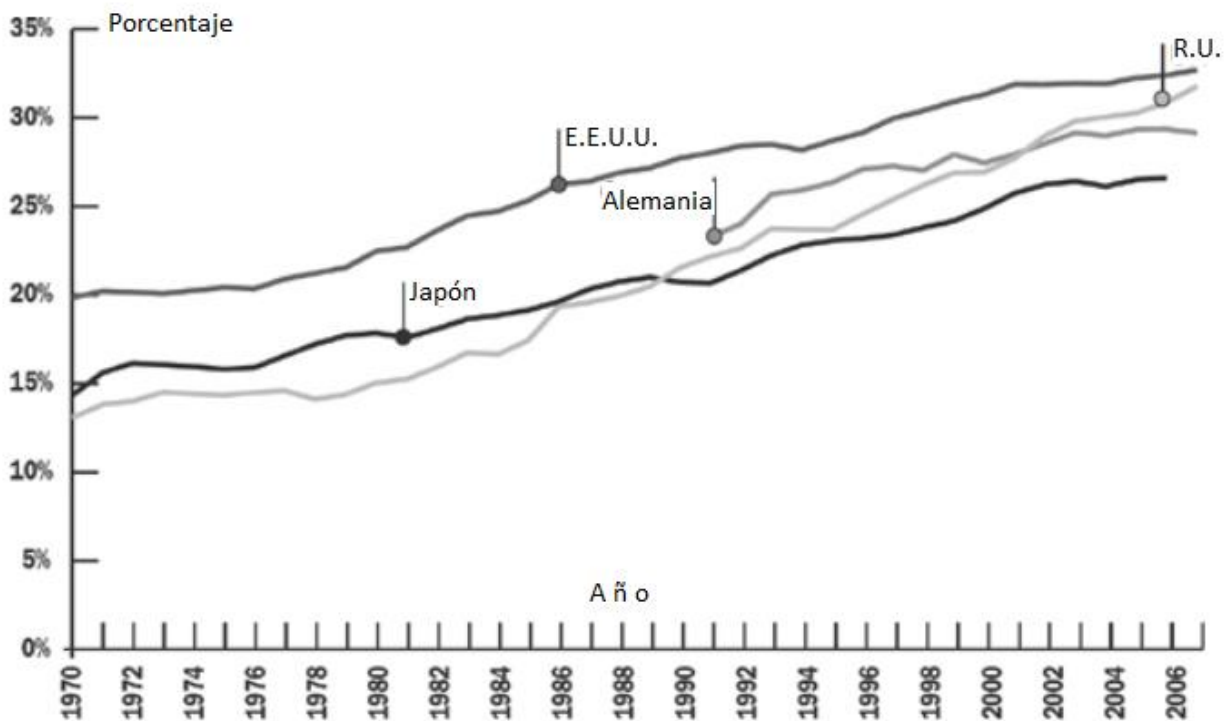
El resultado de este proceso es el surgimiento de la banca universal. Guttman (2016, p. 90) lo sintetiza de la siguiente manera: “El banco universal combina toda la gama de servicios financieros bajo un mismo techo; realiza préstamos, convierte estos préstamos en títulos, adjunta contratos derivados a estos títulos, y después comercializa ambos”.

f) Cambios en la composición y magnitud de la ganancia financiera

De manera paralela a las transformaciones de la banca descritas hasta ahora, uno de los cambios más notados desde la década de los setenta hasta la fecha es el incremento de la ganancia financiera en los registros nacionales como porción de la ganancia agregada del capital. Podemos medir esta tendencia en términos de valor agregado, siguiendo la terminología de las cuentas nacionales, aunque en rigor las finanzas no aportan valor agregado alguno al producto neto de la economía, más que acaso de manera marginal⁴². Para las economías centrales es clara la creciente preponderancia de este sector, tal y como atestigua la gráfica 1.12.

⁴² Para Marx (1894), la banca es en gran medida funcional a la valorización del valor y al capital en general, pero por sí mismo no gestiona la creación de valor ni plusvalor alguno.

Gráfica 1.12 Valor agregado por Finanzas, Seguros y Bienes Raíces (FIRE⁴³) como porcentaje del valor agregado total; Estados Unidos, Japón, Alemania, Gran Bretaña



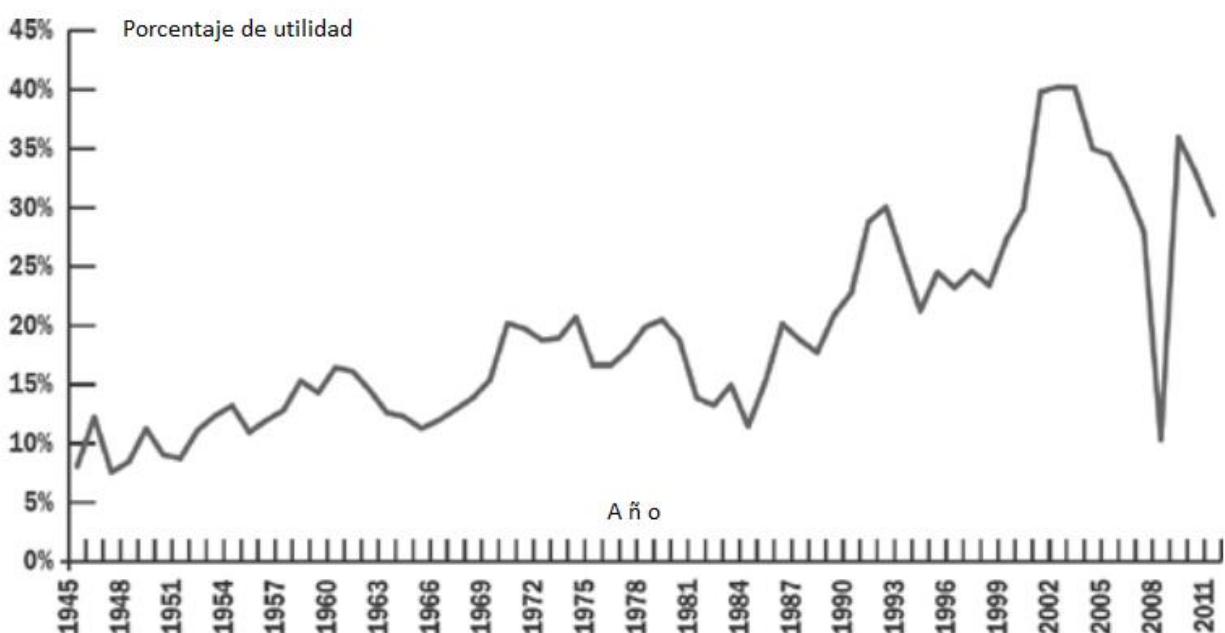
Fuente: cálculos del autor, base de datos de la OCDE
Tomado de Lapavitsas (2013, capítulo 8)

Para los Estados Unidos, las cuentas nacionales posibilitan calcular la evolución de la ganancia financiera como porcentaje de la ganancia total: para el año 2000 ésta abarcaba un sorprendente 45% de la ganancia total.⁴⁴ En la gráfica 1.13 se puede apreciar un alza tendencial en la ganancia financiera como porción de la ganancia total registrada en Estados Unidos, con una interrupción significativa entre 1969 y la segunda mitad de la década del 80, y llegando a su cénit en el periodo 2000-2002. Igualmente, se puede apreciar una dramática baja en el índice, comenzando en 2003 y mostrando un colapso notable en 2007-2008 y una recuperación para 2010, correlativos a la crisis financiera de esos años.

⁴³ *Finance, Insurance and Real Estate*

⁴⁴ Los datos de NIPA que utiliza Lapavitsas (2013) introducen ajustes por adaptación de inventarios y algunos métodos que hacen la interpretación de los montos presentados menos pertinentes que la de sus tendencias. El dato de 45% de ganancia financiera debe tomarse con reservas.

Gráfica 1.13 Ganancia financiera como proporción de la ganancia total; EU



Fuente: Tabla 6.16 de NIPA; cálculos del autor. En “financiera” se incluyen finanzas, banca y compañías tenedoras. El producto nacional incluye los ajustes de valuación de inventarios y de consumo de capital. Las utilidades financiera y nacional son antes de impuestos.

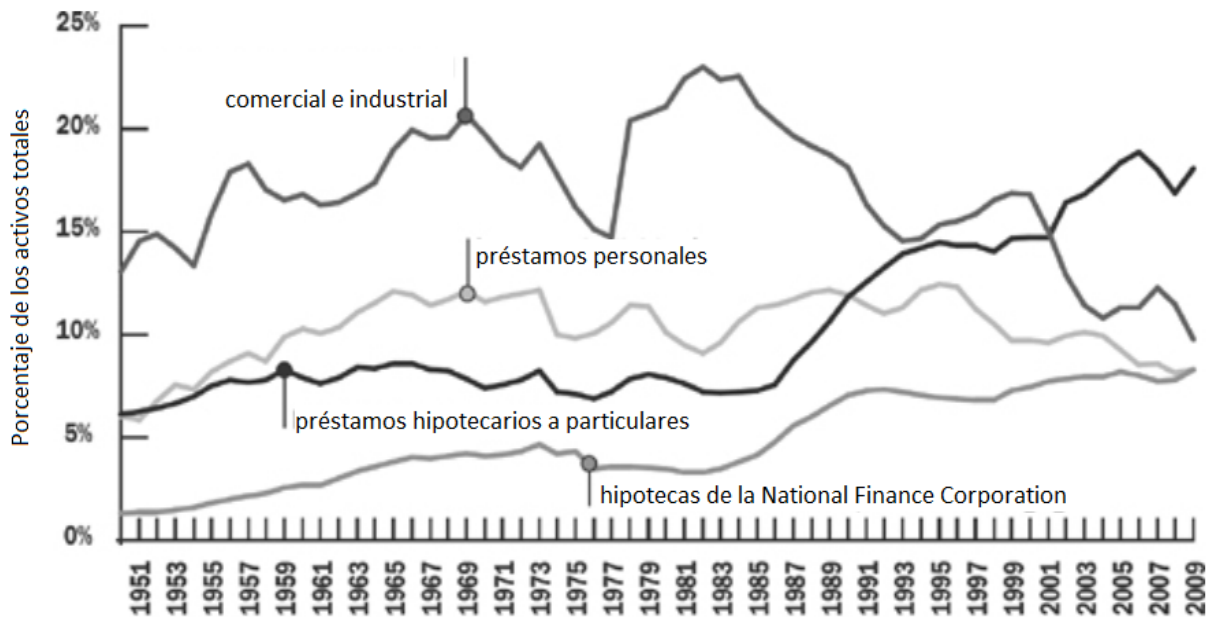
Tomado de Lapavitsas (2013, capítulo 8)

Aproximaciones menos precisas para países como Gran Bretaña o Japón muestran también tendencias al incremento en la ganancia financiera en el periodo anterior a la crisis, si bien muestran una evolución menos nítida en las décadas anteriores al 2000 (Lapavitsas 2013).

Al mismo tiempo que una mayor porción del monto de ganancia global cobra la forma de ganancia financiera, la composición interna de la misma se modifica de manera sustancial. En este respecto, no disponemos de estadísticas explícitas sobre qué monto de ganancia financiera proviene de qué fuentes, pero sí podemos plantear una aproximación, siguiendo a Lapavitsas (2013), a partir de la descomposición de los activos bancarios en categorías pertinentes. En general, como ejemplifica la gráfica 1.14 para Estados Unidos, podemos apreciar que la actividad bancaria va tendencialmente menos dirigida hacia los préstamos al sector productivo y más hacia la adquisición de activos relacionados con préstamos hipotecarios.⁴⁵ Este proceso tiene un correlato claro en el incremento del monto de deuda de los hogares como porción del PIB, que se ilustra en la tabla 1.4, siempre para el caso estadounidense (Palley 2007, 2009a, 2009b).

⁴⁵ Como detalla Brenner (2009), los préstamos hipotecarios sostienen una estructura de consumo basada en el refinanciamiento de deuda doméstica; por ello se puede considerar que durante los periodos de crecimiento de burbujas, una parte relevante de los préstamos hipotecarios está financiando el consumo de los hogares, además de la ganancia especulativa de quienes invierten en los activos correspondientes.

Gráfica 1.14 Composición de los activos financieros de la banca comercial, 1950-2009; EU



Fuente: Estadísticas Históricas de la Banca de la FDIC, tablas CB09 y CB11; cálculos del autor.
Tomado de Lapavitsas (2013, capítulo 8)

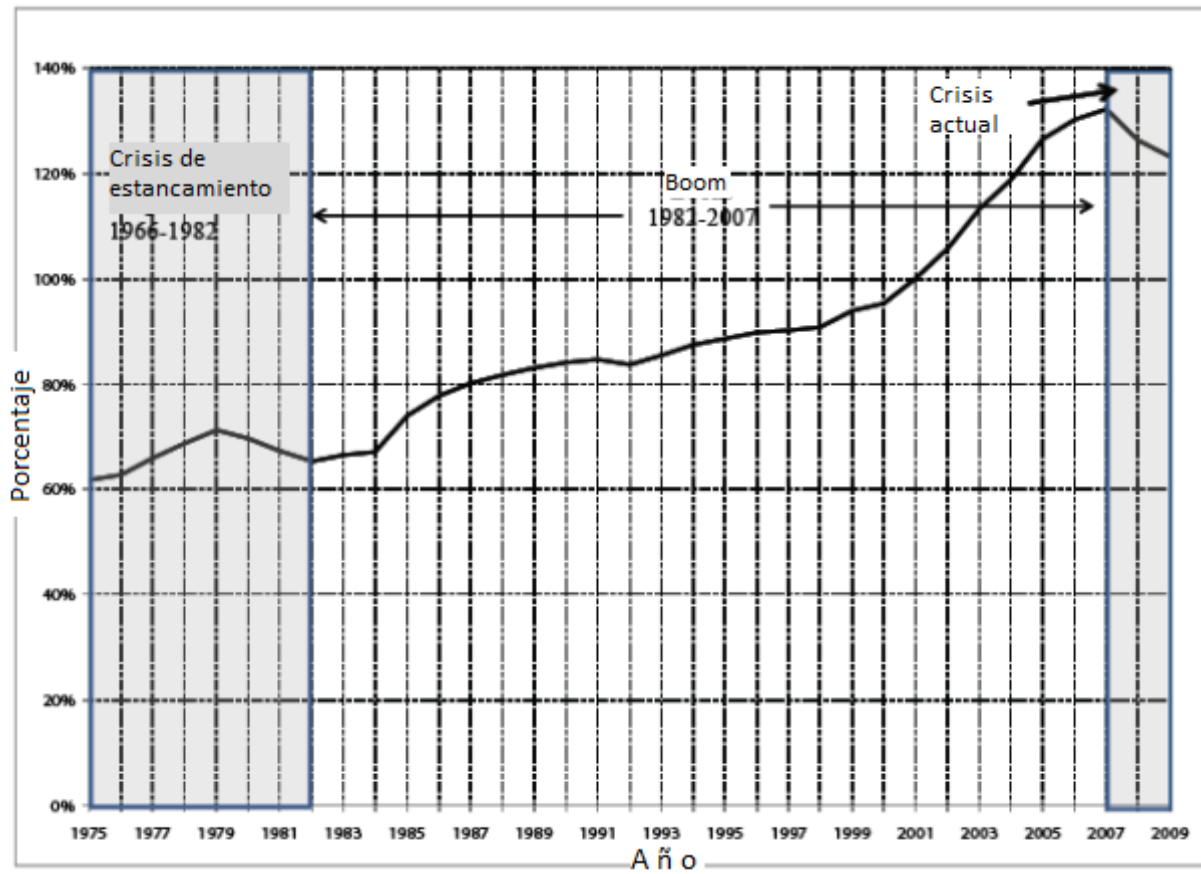
Tabla 1.4 Deuda de los hogares como porción del PIB y Deuda corporativa no financiera como porción del PIB, por cima de los ciclos de negocios; 1948-2007 (miles de millones de dólares EU)

Año	PIB	Deuda de los hogares (H)	H/PIB	Deuda corporativa no financiera (C)	C/PIB
1960	526.4	215.6	0.41	201	0.38
1969	984.6	442.7	0.45	462	0.47
1973	1,382.70	624.9	0.45	729.5	0.53
1981	3,128.40	1,507.20	0.48	1662	0.53
1990	5,803.10	3,597.80	0.62	3,753.40	0.65
2001	10,128.00	7,682.90	0.76	6,954.00	0.69
2007	13,807.50	13,765.10	1	10,593.70	0.77

Fuente: Cuentas del flujo de fondos FRB y cálculos del autor
Tomado de Palley (2009a)

El incremento en la deuda de los hogares aunado a una caída sostenida en sus ingresos produce la tendencia que se ilustra en la gráfica 1.15 para el caso estadounidense. El crecimiento de la deuda como porción del ingreso de los hogares sugiere que una parte creciente del consumo está financiado por deuda, y que ésta ha sido un mecanismo para contrarrestar la contracción en la demanda agregada que uno esperaría como resultado de la baja salarial registrada desde finales de los años setenta en Estados Unidos.

Gráfica 1.15 Deuda de los hogares como porción del ingreso



Fuente: Shaikh (2011)

Un dato incluso más claro del cambio hacia el crédito al consumo es el incremento en la deuda de los hogares como porción de la deuda no financiera, que se ilustra con los datos estilizados de la tabla 1.5.

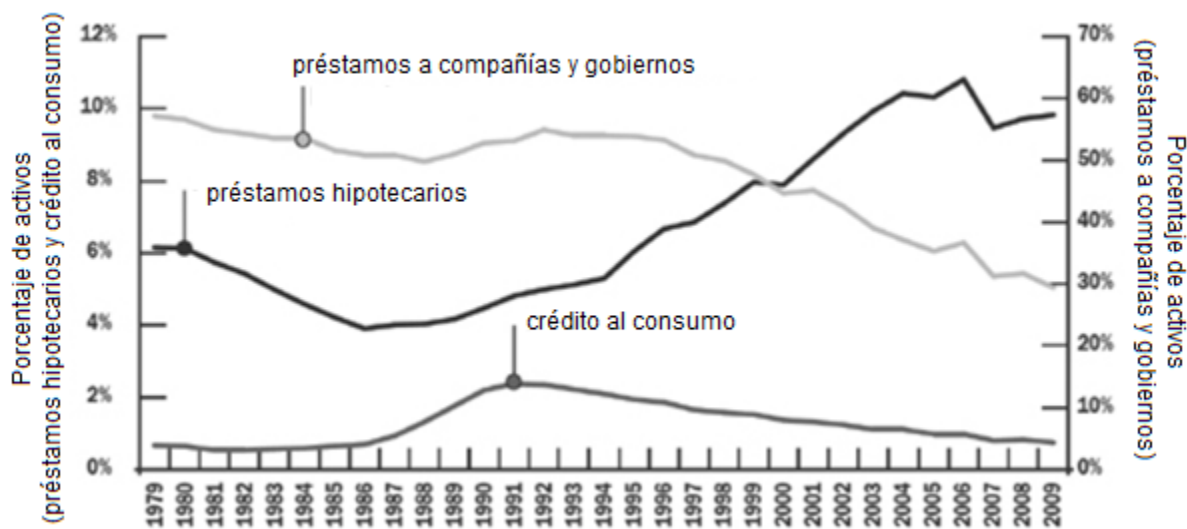
Tabla 1.5 Composición de la deuda doméstica no financiera en los Estados Unidos; 1973-2004 (miles de millones de dólares EU)

Año	Deuda de los hogares	Deuda corporativa no financiera / PIB	Deuda de los hogares / PIB	Deuda corporativa no financiera / deuda doméstica no financiera	Deuda doméstica/deuda doméstica no financiera
1973	625	30%	45%	26%	33%
1979	1276	33%	50%	23%	35%
1989	3336	44%	61%	24%	33%
2000	7009	46%	76%	25%	39%
2005	11707	42%	94%	20%	44%

Fuente: Reporte Económico del Presidente, tabla B-1; Flujo de Fondos, tabla L., Consejo de Gobierno de la Reserva Federal, 17 de septiembre del 2007; cálculos del autor. Tomado de Palley (2007)

La tendencia en el cambio de composición de activos de la banca es incluso más clara para el caso de Japón:

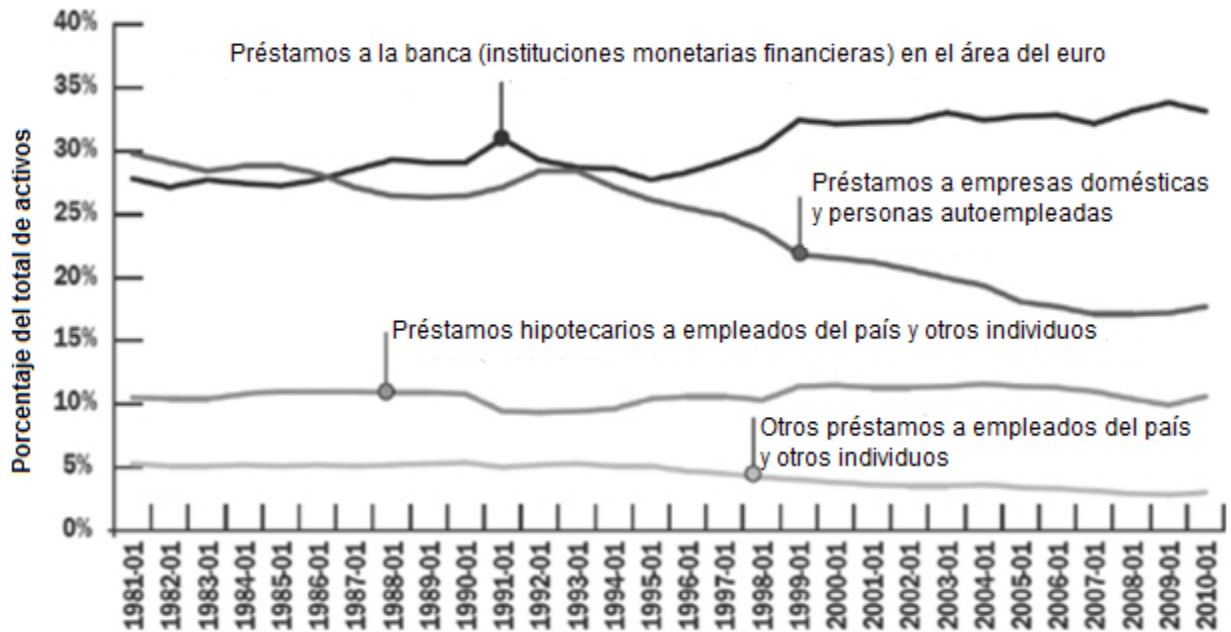
Gráfica 1.16 Composición de activos de la banca comercial, 1979-2009; Japón



Fuente: cálculos del autor, Banco de Japón, Flujos de Fondos Tomado de Lapavitsas (2013, capítulo 8).

En el caso de Alemania, por la agregación específica de las estadísticas nacionales se aprecia de manera menos nítida la caída de los préstamos a la industria con relación al financiamiento del consumo, pero por otro lado se puede apreciar el creciente papel de la banca alemana en la adquisición de títulos de bancas extranjeras dentro de la Unión Europea.

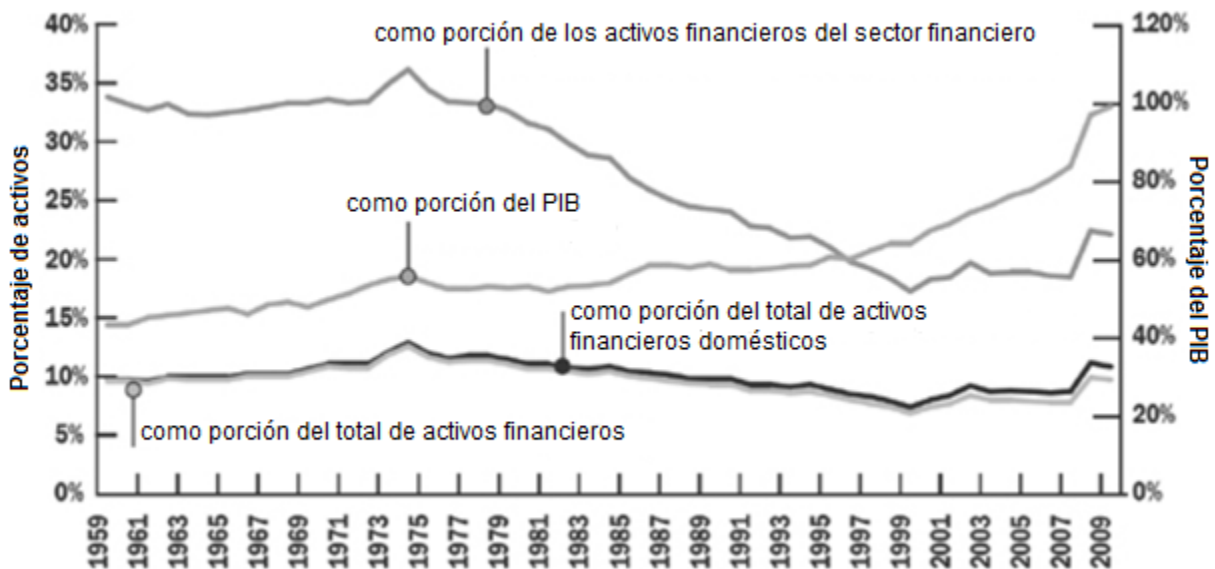
Gráfica 1.17 Composición de los préstamos de la banca doméstica como porción del total de activos bancarios, 1981-2010; Alemania



Fuente: cálculos del autor con base en datos del Deutsche Bundesbank
Tomado de Lapavitsas (2013, capítulo 8)

La banca comercial, a pesar de que acumula activos de manera sostenida, va cediendo control sobre los mercados financieros. Una parte creciente de la ganancia financiera no es ganancia de la banca comercial, sino de otros actores – fondos de cobertura, fondos de pensiones, fondos de dinero, o incluso divisiones financieras de las grandes corporaciones. Las estadísticas para Estados Unidos, Japón Alemania y Gran Bretaña muestran tendencias similares en este sentido; la gráfica 1.18 ilustra el caso estadounidense.

Gráfica 1.18 Activos de la banca comercial como porción de los activos del sector financiero y del total de activos financieros de la economía; EU



Fuente: cálculos del autor con base en datos del US Flow of Funds, NIPA, Tabla 1.1.5. Tomado de Lapavitsas (2013, capítulo 8).

Los cambios descritos en la ganancia y los campos de actividad del sector financiero no pueden sino corresponder a cambios en el financiamiento de las empresas.

Transformaciones en las empresas

En cuanto a las transformaciones en el financiamiento de las empresas, se distinguen dos tendencias paralelas y en sentidos opuestos. Por un lado, en las principales economías se registra un incremento en el financiamiento interno de las empresas y una caída correspondiente en el financiamiento externo (Lapavitsas 2013). Este proceso es el correlato que esperaríamos dado el decrecimiento en los activos de la banca comercial que corresponden a préstamos al capital productivo. Por otro lado, se registra un aumento en el endeudamiento de empresas con bajos rendimiento, a menudo concentradas en regiones determinadas, que sobreviven gracias a inyecciones constantes de liquidez que, sin embargo, no logran establecer circuitos de capital rentables que validen la deuda que están generando (Roberts 2017, McGowan et. al. 2017, Acharya et. al. 2017). En síntesis, mientras las grandes corporaciones recurren al financiamiento propio e incluso pasan a financiar la creación de activos financieros con sus fondos propios, subsiste una masa de capitales que no logran una rentabilidad sostenida y que dependen de un refinanciamiento constante de su deuda. Examinamos estas dos tendencias por separado antes de explicitar su combinación.

a) Financiamiento interno

Los datos compilados por Lapavitsas (2013) son bastante elocuentes en cuanto a la creciente predominancia del financiamiento interno en las principales economías. No solamente se ha abandonado el financiamiento externo de manera progresiva (si bien con fluctuaciones) desde la segunda mitad de la década del 70, sino que los fondos externos han adquirido magnitud negativa durante varios años en el periodo 2000-2010. El agregado de compañías radicadas en estos países, la mayor parte de los años entre el 2000 y el 2010, adquirieron más activos de los que arrojaron al mercado a cambio de liquidez. Simultáneamente, se registra un aumento notable en las reservas de liquidez de las compañías. Bates et al. (2009) documentan que la razón entre dinero y activos en manos de las compañías estadounidenses aumentó a más del doble en el periodo 1980-2006.⁴⁶

Gráfica 1.19 Fondos netos externos como porcentaje del capital adelantado; EU



Nota: el financiamiento neto externo total se calcula como la suma del financiamiento neto bancario y el financiamiento neto de mercado.

Fuente: cálculos del autor con base en datos del Flujo de Fondos de los EEUU, Tabla F.102. Tomado de Lapavitsas (2014, capítulo 8)

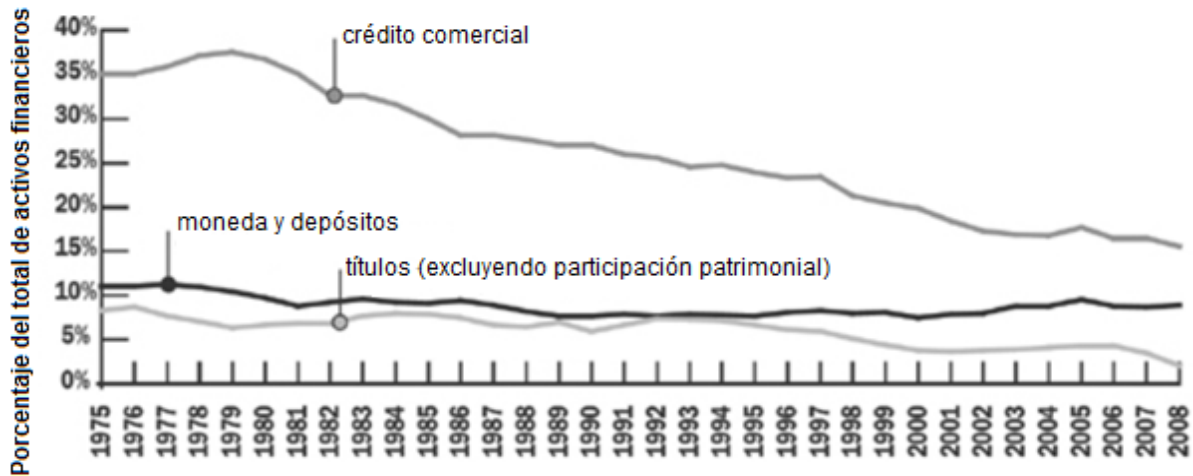
Las tendencias son similares para Japón, Alemania y Gran Bretaña, llegando a ser particularmente marcadas para ésta última.

El mismo proceso se ve reflejado en la caída del crédito comercial. Con una mayor masa de fondos propios relativos a su nivel de actividad, las compañías recurren menos a mecanismos de crédito comercial para mantener determinado nivel de capital en circulación; la tenencia de títulos financieros y depósitos monetarios se ha mantenido relativamente constante. En términos generales, podemos decir que, en el agregado, las empresas están sosteniendo, si no es que

⁴⁶ Roberts (2016a) matiza esta afirmación resaltando que la razón entre dinero y activos financieros disminuyó durante el periodo 1945-1970 para luego permanecer constante. Por otro lado, el dinero en manos de corporaciones como proporción de la inversión, si bien ha aumentado a partir de 1981, está por debajo de los niveles de 1951.

aumentando, sus depósitos de valor mediados por el sector financiero, mientras que disminuyen el nivel de crédito destinado a sostener la circulación de su capital productivo. La gráfica 1.20 ilustra esta tendencia para el caso estadounidense.

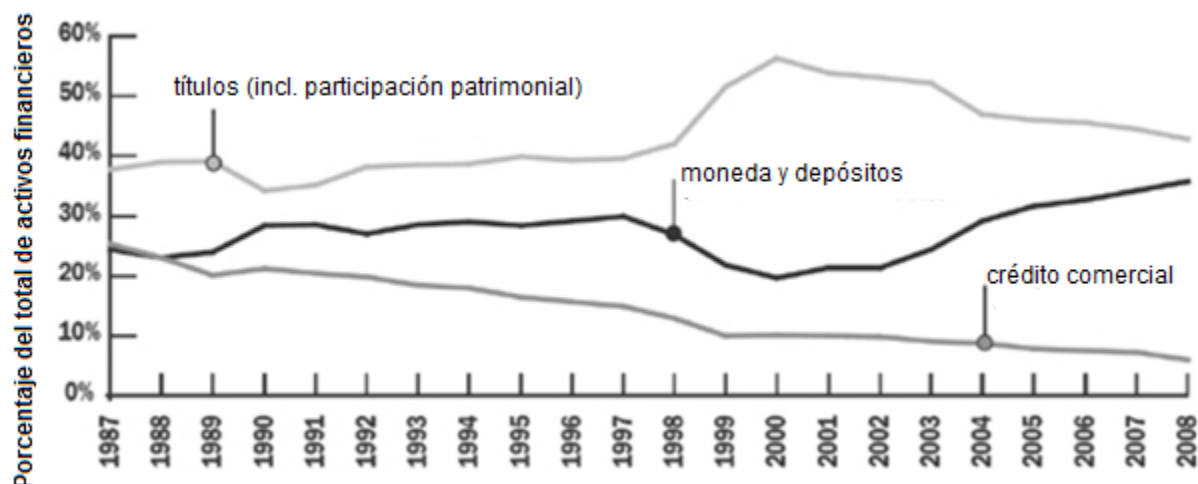
Gráfica 1.20 Composición del total de activos financieros en manos de corporaciones no financieras, 1975-2008; EU



Nota: los títulos (en inglés, *securities*) se definen como la suma de instrumentos de crédito de mercado, participaciones en fondos mutuos (*mutual fund shares*), y acuerdos de recompra (*repo*). En contraste con las estadísticas de otros países, el mote de títulos no incluye participaciones patrimoniales (*equity*).

Fuente: cálculos del autor con base en el Flujo de Fondos de EEUU.
Tomado de Lapavitsas (2013, capítulo 8).

Gráfica 1.21 Composición del total de activos financieros en manos de corporaciones no financieras, 1987-2008; Gran Bretaña

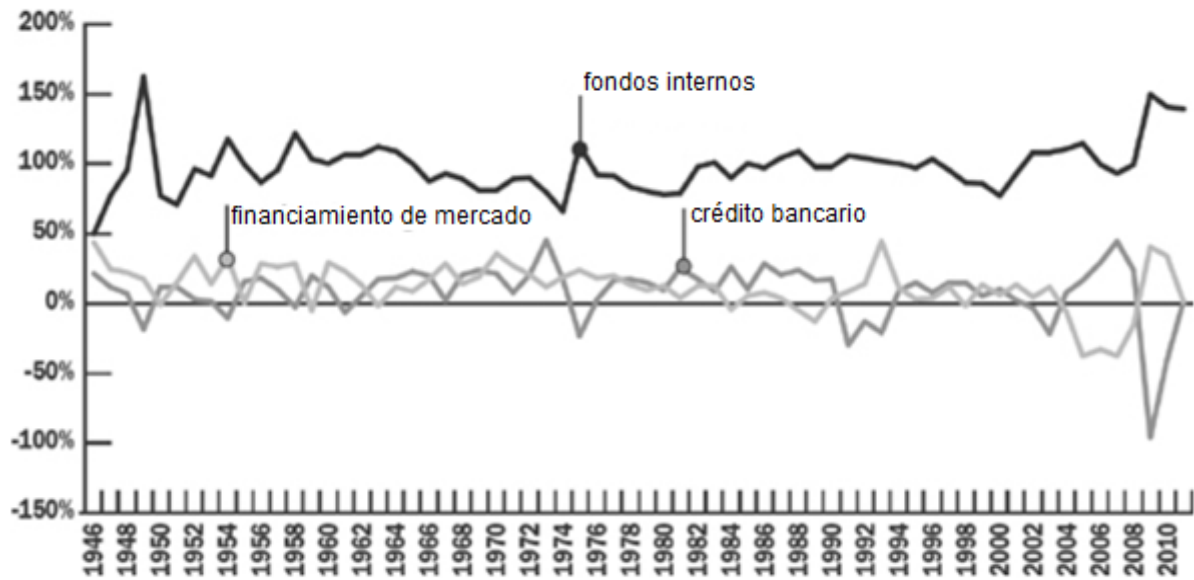


Nota: Los títulos (incl. participación patrimonial) se definen como la suma de “títulos distintos a acciones” (*securities other than shares*) y “acciones y otros bienes patrimoniales” (*shares and other equity*). Como indicador sustituto del crédito comercial se usa la categoría “otras cuentas por cobrar/pagar” (*other accounts receivable/payable*).

Tomado de Lapavitsas (2013, capítulo 8).

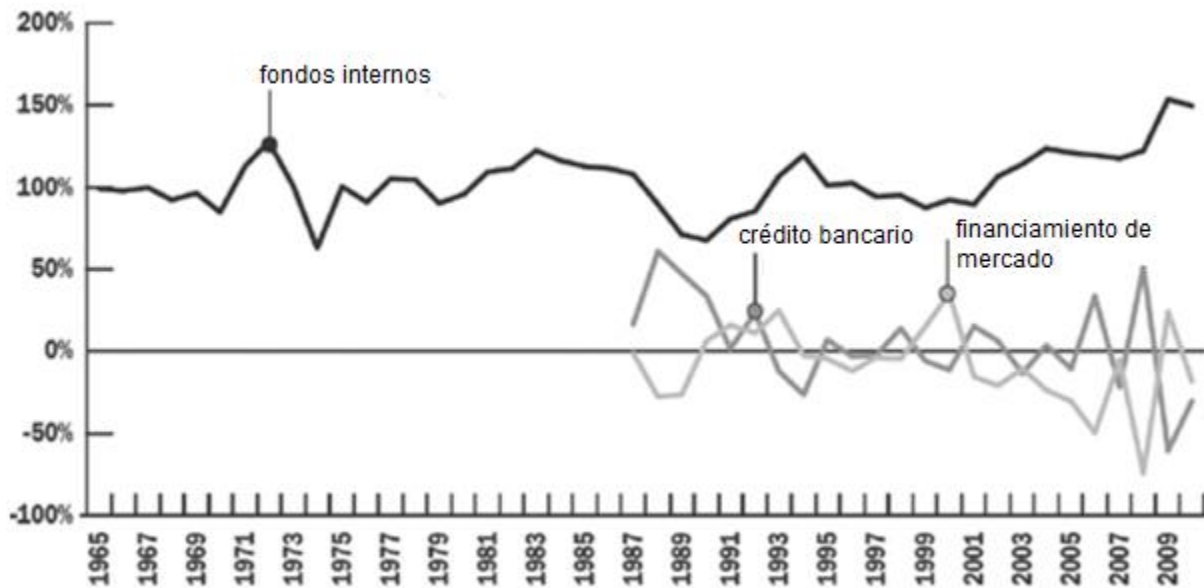
Para dar algo de perspectiva, la relativa autonomía que poseen las empresas radicadas en las economías principales ante el financiamiento bancario y el financiamiento por medio del mercado bursátil no es algo novedoso de la década de los setenta, sino que se registra desde los años cincuenta para Estados Unidos y los sesenta para Gran Bretaña; no obstante, la explosión en la compra de activos financieros por parte de las corporaciones se torna visible a partir de los años ochenta, según ilustra la gráfica 1.24. Por su parte, la gráfica 1.22 muestra la evolución histórica de las fuentes de financiamiento por parte de corporativos estadounidenses, resultando especialmente interesante el comportamiento del crédito bancario y el financiamiento de mercado. El movimiento de ambos indicadores se compensa parcialmente, lo cual es indicativo de una tendencia hacia la recompra de acciones, que se comentará más adelante. Por otro lado, los valores negativos registrados en ambos, de manera alternada, no se habían visto en años previos. La gráfica 1.23 muestra una tendencia análoga para las estadísticas de Gran Bretaña.

Gráfica 1.22 Fuentes netas de financiamiento como porcentaje de gastos de capital, EU



Fuente: Lapavitsas (2013, capítulo 8)

Gráfica 1.23 Fuentes netas de financiamiento como porcentaje de la formación bruta de capital, Gran Bretaña



Fuente: Lapavitsas (2013, capítulo 8)

Una idea comúnmente aceptada entre teóricos de la financierización es la ‘hipótesis de *rentismo* financiero’ (Rabinovich 2017)⁴⁷, según la cual las corporaciones no financieras se asemejan, en sus estructuras de activos y en sus fuentes de ingresos, cada vez más a las instituciones financieras. Según esta hipótesis, una creciente fuente de ganancias para las empresas no financieras provendría de inversiones en activos financieros, que estarían desplazando las inversiones en planta productiva. En este sentido, Orhangazi (2008) documenta un incremento en la razón de activos financieros sobre activos no financieros, en manos de corporativos no financieros, del 40% en 1950 a 120% en el 2001. La gráfica 1.24 ilustra esta tendencia. Análogamente, Krippner (2005) señala un incremento en la proporción de ingresos corporativos provenientes de portafolios de inversión, de menos del 10% en 1950 a 40% en 2001. La interpretación de estas tendencias es polémica y será retomada en capítulos siguientes, tomando en consideración la crítica que realiza Rabinovich (2017) de los índices elaborados en torno a la ‘hipótesis de *rentismo* financiero’. Particularmente, no es claro que la creciente importancia de activos financieros en las hojas de balance de los corporativos esté indicando una mayor porción de ingresos financieros *vis-à-vis* los ingresos vinculados a la producción real de mercancías, ni de la ganancia financiera *vis-à-vis* ganancia obtenida mediante producción real.

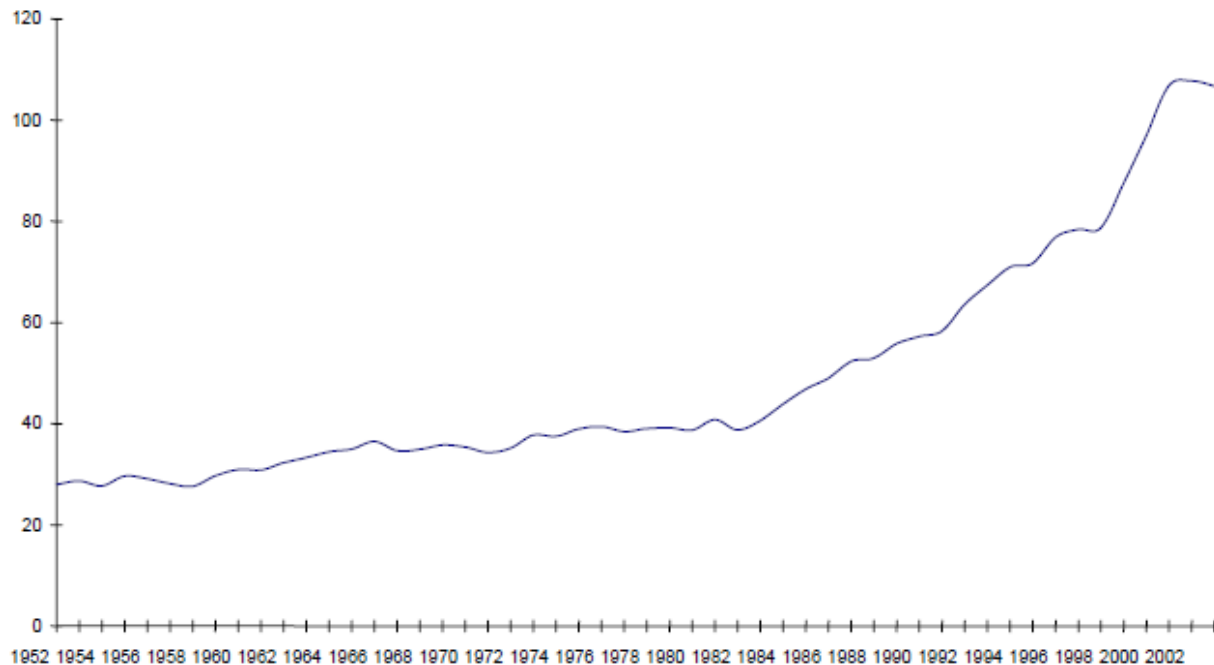
Sea como fuere, lo que es claro es que el esquema canónico según el cual las empresas toman créditos de la banca para apalancar su producción está en proceso de transformación, y los préstamos comerciales han perdido relevancia como fuente de financiamiento. Esto podría deberse a varios factores, entre ellos: (1) las empresas acumulan mayores fondos internos para el financiamiento de inversiones de capital; (2) se han desarrollado formas de financiamiento alternativo mediante mercados de dinero, emisiones de títulos, y otros; y (3) hay menores oportunidades de expansión apalancada de capital que se proyecten rentables, especialmente bajo la óptica de corporativos individuales. El segundo factor ha sido discutido previamente en este capítulo; el tercero forma parte central de la interpretación de la financierización desde la crítica de la economía política y será retomado más ampliamente en el capítulo tercero.

El primer factor, según argumenta Roberts (2018), refleja, entre otras cosas, una ralentización en la inversión que comienza en la década de los ochenta, de manera que disminuye el cociente en la razón de efectivo a activos tangibles. Eso explicaría el alza en el índice del efectivo en manos de corporativos como porción de activos de capital, suponiendo que éstos se mueven a la par que la inversión. Adicionalmente, estaría reflejando el motivo de precaución de los corporativos que acumulan reservas para dirigirlas hacia áreas como investigación y desarrollo, ante altos costos de financiamiento ofrecidos por la banca para proyectos determinados riesgosos, bajo parámetros de rentabilidad a corto-mediano plazo. Por otro lado, la razón entre activos e inversión en activos financieros no ha cambiado sustancialmente desde los años ochenta, después de una notable caída en el periodo 1950-1980. En conjunto, estas tendencias indicarían que “no es el caso que las compañías estén ‘inundadas en efectivo’, no más que hace treinta años” (Roberts 2018, p. 334). Lo que explicaría la tendencia señalada en el trabajo seminal de Bates et. al. (2009), entre otros, en el sentido de una creciente masa de efectivo como porción de activos de capital, sería que “las

⁴⁷ Guillén (2015) señala a éste como uno de los principales rasgos de la financierización o, en la terminología adoptada por ese autor, “Régimen de Acumulación Dominado por las Finanzas” (RADF).

compañías estadounidenses han usado más y más de sus ganancias para invertir en activos financieros, en lugar de realizar inversión productiva” (Roberts 2018, p. 334).

Gráfica 1.24 Activos financieros como porcentaje de activos tangibles totales; Corporaciones no financieras, E.U. 1952-2003



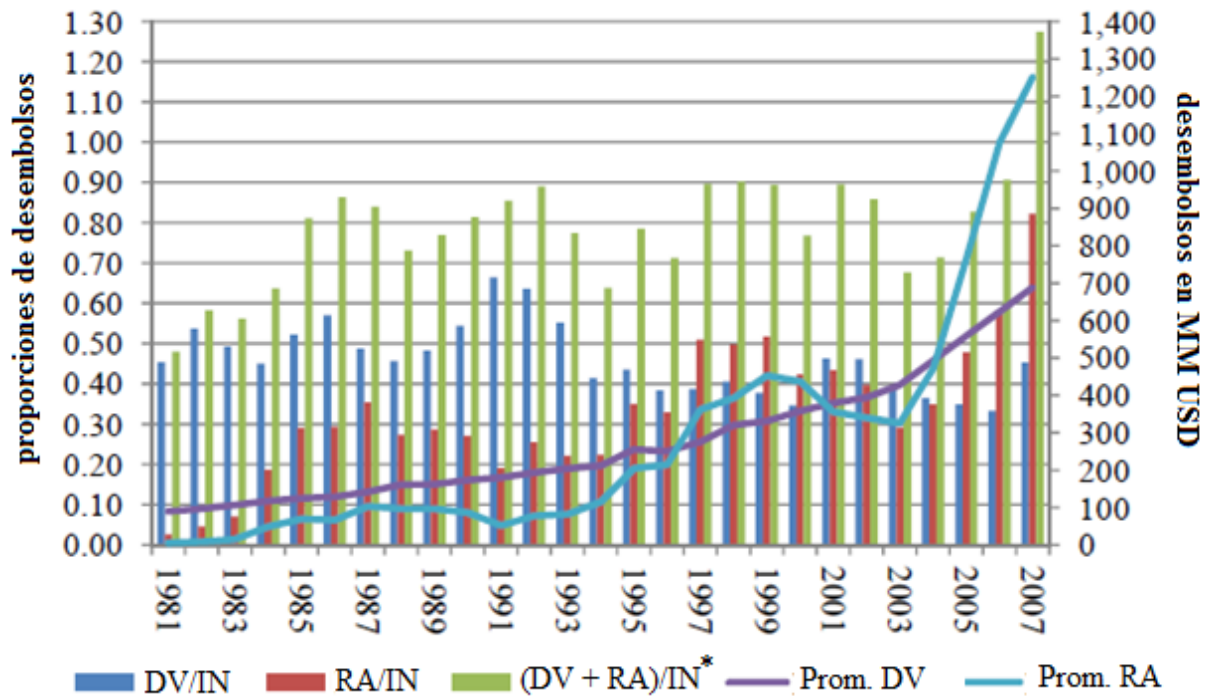
Fuente: Flujos de Fondos de los EEUU Tabla B, 102
Tomado de Orhangazi (2008)

Paralelamente a los cambios en estructuras de financiamiento, se ha desarrollado una transformación dentro de la estructura de las grandes corporaciones para privilegiar los intereses del accionista por encima de los intereses de una administración enfocada a la rentabilidad a largo plazo, la expansión de la corporación y su permanencia y dominio del mercado. Dicha transformación responde a cambios en la estructura de poder interna de las corporaciones, una de cuyas manifestaciones más sugestivas es el cambio de la composición del salario de la administración de alto nivel, que ha incorporado una gran porción de acciones de la empresa como forma de pago y estímulo salarial. Los objetivos de mantener un alto precio de mercado para las acciones de la empresa y ofrecer una fuente constante de dividendos para los poseedores de acciones a menudo implican menor inversión y el abandono de estrategias de crecimiento a mediano y largo plazos que pudieran requerir pérdidas y depreciaciones bursátiles a corto plazo.

Otra manifestación recurrente de este proceso es el uso de los fondos corporativos para la adquisición de sus propias acciones, a manera de aumentar la demanda de las mismas y sostener su cotización bursátil. Según argumenta Lazonick (2013), esta misma dinámica genera incentivos perversos para mantener la oferta de acciones corporativas deliberadamente baja, de manera que su precio aumente o se sostenga. Si bien esta estrategia cumple su objetivo, inhibe también un financiamiento más extenso de inversión productiva por medio del mercado bursátil. La gráfica

1.25 ilustra de manera elocuente este proceso; los montos de ingreso corporativo destinados a la recompra de acciones y pago de dividendos han desplegado una tendencia volátil alcista desde la década de los ochenta.

Gráfica 1.25 Razón de Dividendos en Efectivo (*DV*) y Recompras Accionarias (*RA*) a Ingreso Neto (*IN*), y Medias de Pago de Dividendos (*Prom DV*) y Recompras Accionarias (*Prom RA*), 1981-2007, entre 292 Compañías del Índice S&P en enero del 2008; dólares EU

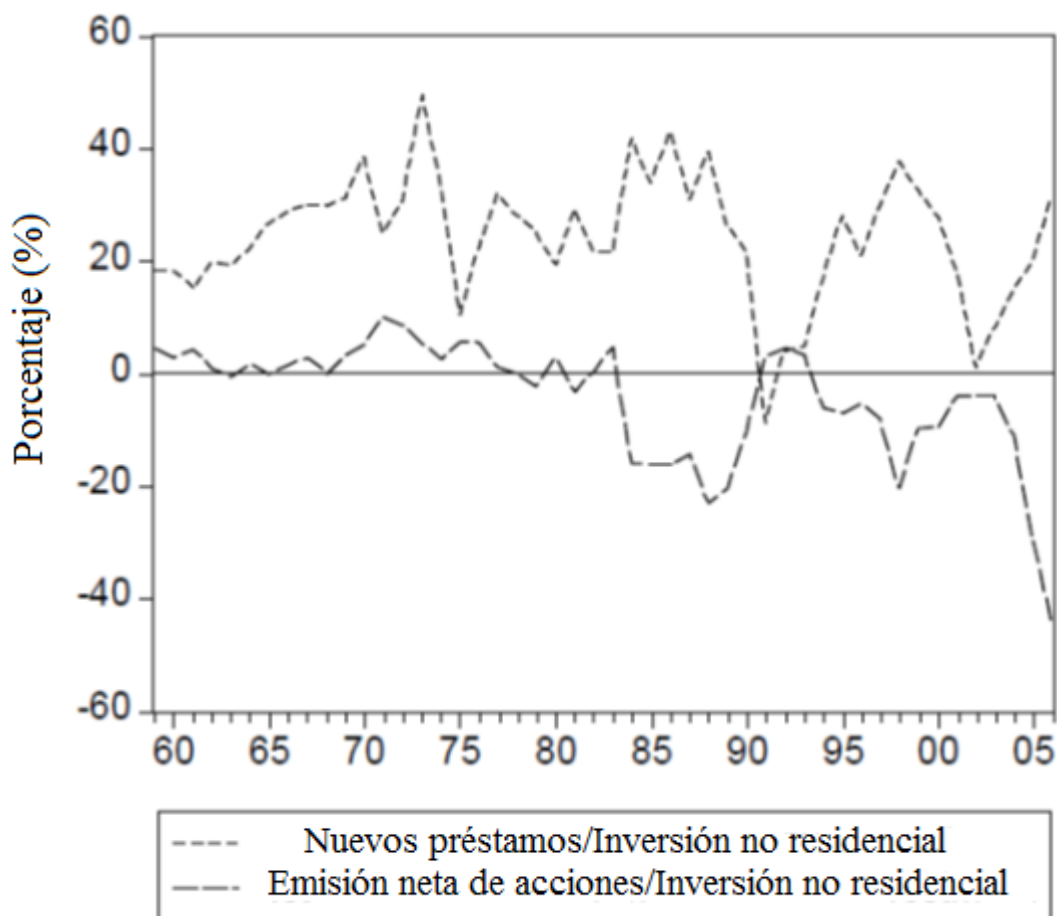


*error de la fuente original corregido en la fórmula

Fuente: Lazonick (2013)

Como hizo notar el gráfico 1.21, a partir de 1980 los préstamos asumidos por las corporaciones guardan una relación inversa con la masa de compras de acciones efectuadas, sugiriendo que los préstamos se efectúan para financiar recompras de acciones propias (Palley 2007). El gráfico 1.25 muestra de manera aún más nítida esta tendencia, usando los índices de nuevos préstamos y emisión neta de acciones, ambos como porción de la inversión neta no residencial; es revelador que el segundo de estos índices llegue hasta el -43%.

Gráfica 1.26 Nuevos préstamos de las corporaciones no financieras y emisión neta de acciones como porcentaje de la inversión no residencial, 1959-2006; EU

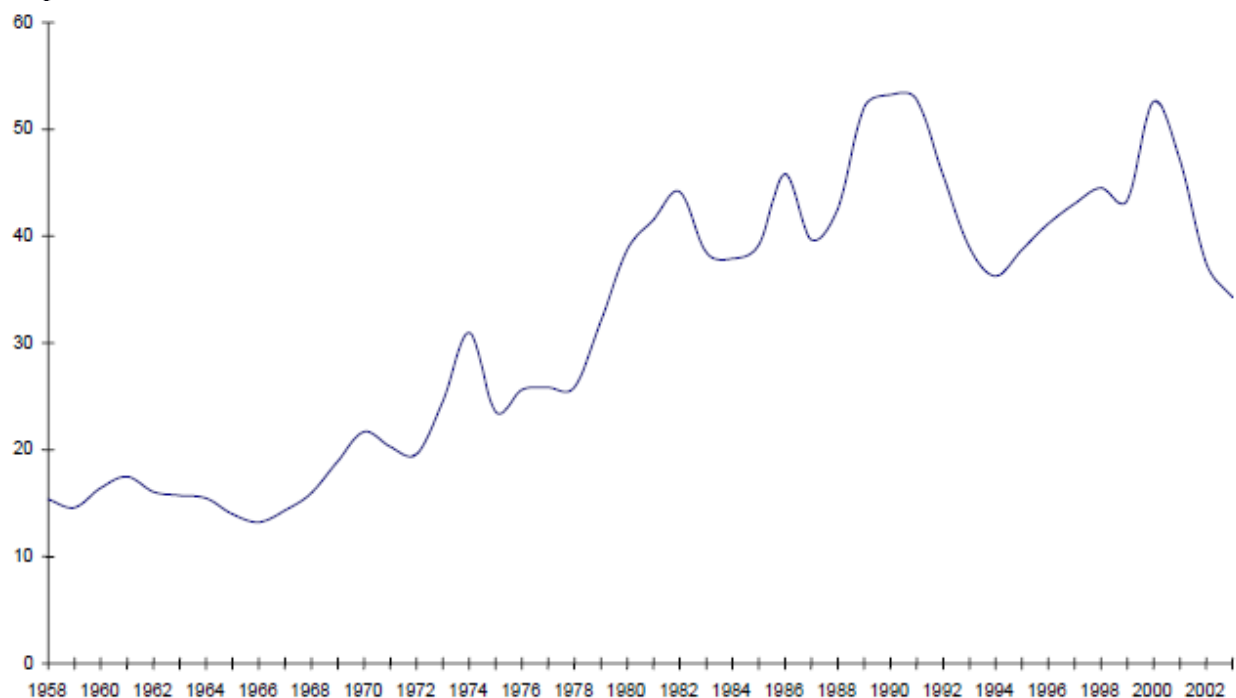


Fuente: Palley (2007)

Una línea interpretativa común a varios autores (para una síntesis, ver Orhangazi 2008) es que las compras de acciones propias y la creciente repartición de dividendos fueron una respuesta de las empresas ante la ‘oleada de fusiones hostiles’ de los años ochenta, que promovieron una reestructuración importante de los grandes corporativos, tendiente hacia la especialización y tercerización de funciones secundarias, y facilitada al menos en parte por cambios en las reglamentaciones laborales de los Estados Unidos (Shleifer y Vishny 1990). Las presiones del mercado serían en el sentido de destinar una mayor porción de fondos propios hacia el mantenimiento de una cotización bursátil ‘saludable’ que sirviera como barrera a ‘tomas corporativas’ por parte de otras empresas y grupos de inversionistas ‘hostiles’. La gráfica 1.27 ilustra este desenlace con un índice de ingresos por pago de intereses y dividendos como porción de los fondos propios de las empresas. Al mismo tiempo, el ‘shock de Volcker’ de 1980, que consistió en un alza estrepitosa en las tasas de interés en dólares estadounidenses como drástica

medida antinflacionaria, habría aumentado los costos de financiamiento de las empresas, efectuando una mayor presión hacia el financiamiento con fondos propios (Orhangazi 2008). El resultado de ambas presiones, según plantea esta corriente interpretativa, sería un mayor costo de financiamiento para la inversión productiva o, alternativamente, una menor porción de fondos disponibles para la inversión. En este sentido, el costo financiero de las estrategias de cobertura ante tomas corporativas se conformaría como una segunda forma en que la inversión financiera ‘desplaza’ a la inversión real. La discusión de dicha interpretación, ligada íntimamente con la explicación post-keynesiana sobre la financierización, será abordada en los capítulos segundo y tercero.

Gráfica 1.27 Ingresos por pago de intereses y dividendos como porción de fondos propios; Corporaciones no financieras, E.U. 1952-2003



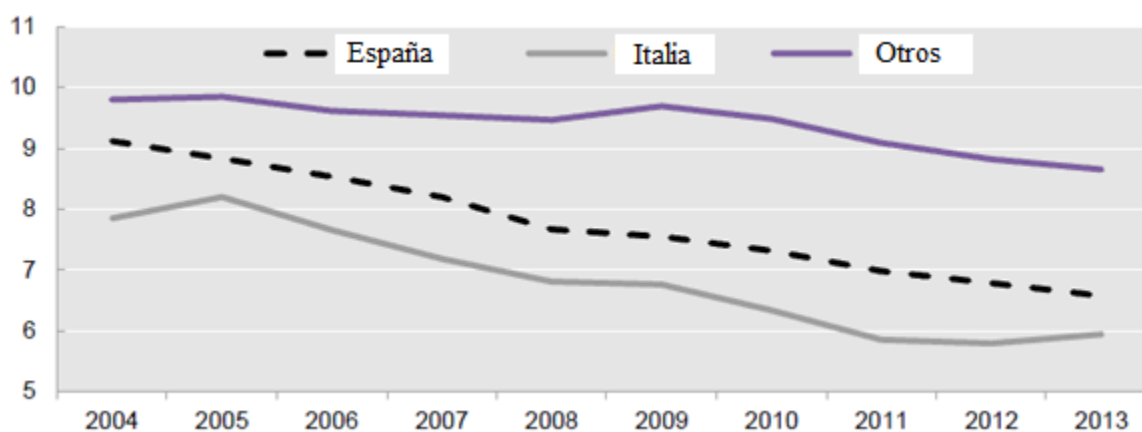
Fuente: Flujo de Fondos EEU, Tabla F.102, y NIPA Tabla 7
Tomado de Orhangazi (2008)

b) Financiamiento externo

Mientras los capitales más rentables, predominantemente grandes corporaciones cuyos montos de activos y ganancias se registran en las economías principales del mundo, acumulan reservas dinerarias, mantienen su cotización bursátil mediante recompras de acciones y aumentos en el pago de dividendos, para un segundo grupo de capitales se registra una explosión en el crédito que reciben por parte de la banca. Al igual que el primero, este segundo grupo rehúye a cualquier aumento significativo en los niveles de inversión productiva, pero a diferencia del primero, es incapaz de acumular fondos de dinero propios, y su supervivencia depende de su capacidad para refinanciar deuda de manera permanente.

Un reciente estudio de la OCDE (McGowen et. al. 2017) documenta el crecimiento de empresas que se mantienen gracias a la expansión de créditos bancarios que no corresponden a los ingresos esperados de los prestatarios. Enfocándose en 8 países de la OCDE⁴⁸, McGowen et. al. (2017) estudian el impacto de las empresas “zombi”, definidas como aquellas que en los últimos 10 años han sido incapaces de pagar los intereses de su deuda por al menos 3 años consecutivos⁴⁹; los resultados son sumamente ilustrativos. La creciente masa de crédito otorgada a estas empresas ha alterado las tasas de crecimiento de empresas de alta y baja productividad⁵⁰, de manera que se facilita la expansión de empresas menos productivas a una tasa mayor de la que encontraríamos de otra manera, inferida mediante comparación con la tasa de crecimiento de las empresas más productivas. Este proceso es especialmente notable para países europeos donde ha cobrado mayor relevancia la política de operaciones monetarias de compraventa del Banco Central Europeo⁵¹, que ha facilitado la expansión crediticia dirigida hacia empresas no rentables (Acharya et. al. 2017). La gráfica 1.28 ilustra la diferencia en crecimiento de acervos de capital entre empresas de alta y baja productividad, sugerente del impacto que tiene la acumulación de empresas tipo zombi.

Gráfica 1.28 Diferencia en puntos porcentuales en crecimiento de acervos de capital entre empresas de alta y baja productividad⁵²



Fuente: McGowen et. al. (2017)

⁴⁸ Bélgica, Finlandia, Italia, Corea, España, Suecia y Gran Bretaña.

⁴⁹ Los autores argumentan que los resultados a los que llegan serían similares, de adoptarse definiciones alternativas, como “empresas con ganancias negativas”, o “empresas con valor agregado negativo”. El requerimiento de edad mínima de 10 años es con el propósito de aislar a compañías nuevas que requieren fuertes inversiones y que esperan rendimientos positivos sólo después de un periodo inicial prolongado.

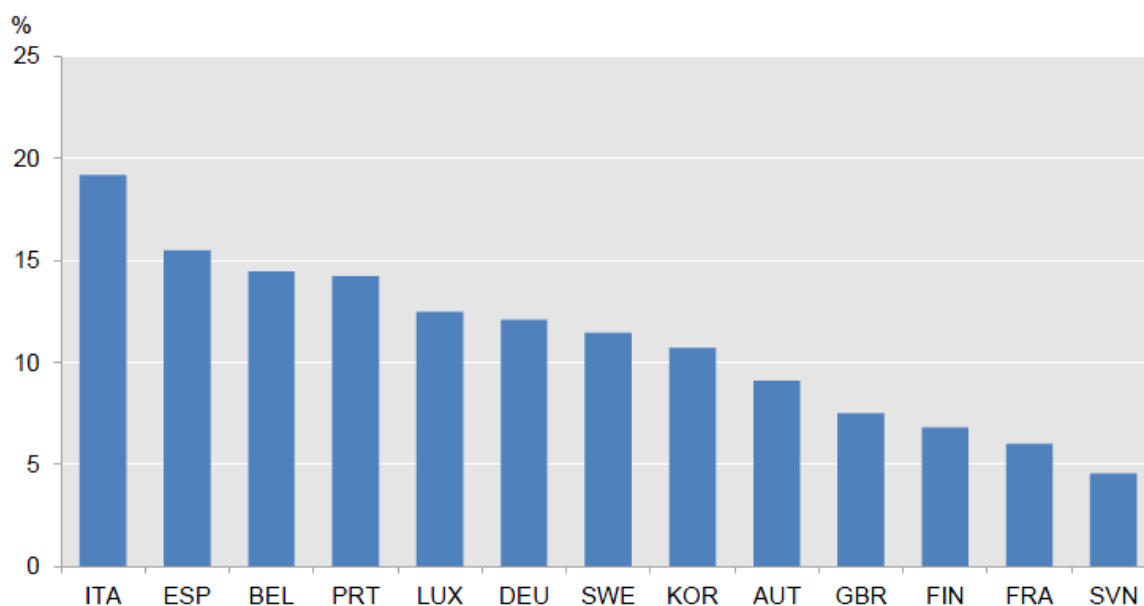
⁵⁰ La productividad se entiende aquí en el sentido de la OCDE, *multi-factor productivity (MFP)*, que alude al valor agregado de una empresa por capital adelantado; no se refiera a la productividad del trabajo en el sentido de la economía política clásica.

⁵¹ *Outright Monetary Transactions (OMT) Program*.

⁵² Las empresas de baja (alta) productividad se definen como aquellas cuya medición de productividad multi-factorial (MFP) está alejada por más de una desviación estándar debajo (encima) del promedio.

Como se muestra en la gráfica 1.29, para 2013 la porción de capital inmovilizado en empresas zombi era significativa, llegando a representar casi la quinta del capital registrado en Italia.

Gráfica 1.29 Porción de capital inmovilizado en empresas zombi, 2013; 13 países de la OCDE



Fuente: McGowen et. al. (2017)

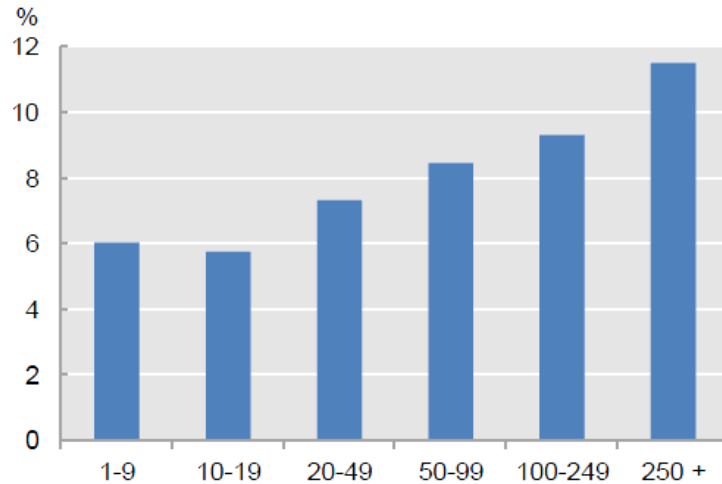
El sostenimiento de estas empresas por medio de inyecciones de liquidez lleva a una pérdida en el nivel general de productividad, de manera directa por su participación en el mercado, pero también de maneras indirectas. Los autores del estudio argumentan que al saturar los mercados, las empresas zombi sostienen un nivel de precios para sus mercancías demasiado bajo como para permitir el ingreso de capitales nuevos y de mayor productividad, pues inhibe la tasa de rendimiento de nuevos participantes y con ello aumenta las reservas de capital necesarias para cualquier nueva inversión. Al evadir el mecanismo de bancarrotas y quiebras que eliminaría a los competidores menos productivos, a favor de las compañías más innovadoras y eficientes, las empresas zombis estarían inhibiendo la inversión productiva y con ello el crecimiento de las economías en las que se asientan. Al mismo tiempo, los autores estiman que las empresas zombis sostienen un nivel salarial demasiado alto; esto sería otra fuente de reducción en los retornos de posibles nuevos participantes en cada una de las industrias saturadas por muertos vivientes.⁵³ Aún sin aceptar la interpretación de los autores sobre el impacto del auge de capitales zombis, queda

⁵³ De permitirse la necesaria bancarrota de las empresas zombis, McGowen et. al. (2017, p.31) estiman que, aunque habría un golpe inicial al nivel agregado de empleo, "con el tiempo los costos que asumirían los trabajadores desplazados serían mitigados por dos factores. Primero, la remoción de congestión zombi implica un mayor crecimiento del empleo no-zombi, especialmente en jóvenes empresas que contribuyen de manera desproporcionada a la creación de empleos a nivel agregado... Segundo, la salida de empresas zombi crearía espacio para que algunos de los trabajadores desplazados fueran reasignados a un trabajo que congeniara mejor con sus habilidades, lo cual es significativo dada la evidencia de que el trabajo altamente calificado está atrapado en empresas de productividad relativamente baja en muchos países de la OCDE." Como se señalará en el capítulo tercero, estas esperanzas son insostenibles.

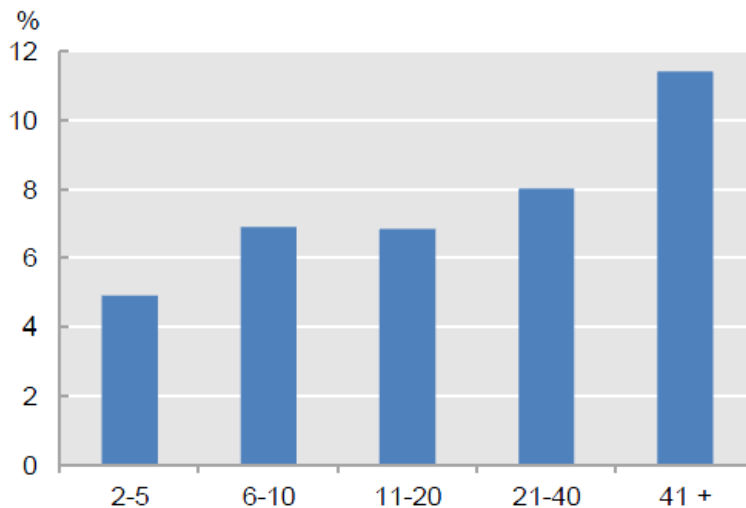
establecida su importancia en términos de la necesidad de refinanciamiento constante para evitar crisis económicas.

Los zombis claramente no son las empresas dominantes en sus ramos, pero no se restringen a empresas pequeñas. En realidad, con mayor frecuencia son empresas relativamente grandes y viejas, aunque tampoco se restringen a estas categorías. Las gráficas 1.30 y 1.31 ilustran la distribución categorial de empresas zombi por tamaño y antigüedad.

Gráfica 1.30 Porción de empresas zombi por tamaño según el número de empleados⁵⁴



Gráfica 1.31. Porción de empresas zombi por categoría de edad⁵⁵



Fuente: McGowen et. al. (2017)

⁵⁴ La muestra incluye Alemania, Austria, Bélgica, Eslovenia, España, Finlandia, Francia, Gran Bretaña, Italia, Corea del Sur, Luxemburgo, Portugal y Suecia.

⁵⁵ Ídem.

Tanto para las empresas que reciben cantidades crecientes de crédito como para aquellas que recurren a financiamiento interno y pasan a ser compradores de activos financieros, se registra una desconexión entre los mecanismos de crédito y la inversión productiva. Si bien este proceso se acentúa más en ciertas regiones, como la periferia de la Unión Europea, no se restringe a ellas (McGowen et. al 2017).⁵⁶

Así como un sector de las empresas en las economías de la OCDE se sostienen gracias a estructuras de deuda frágiles, también una parte del consumo en economías centrales, notablemente la estadounidense, se ha sostenido gracias a estructuras de crédito que han demostrado ser propicias a la creación de burbujas financieras y a su posterior crisis de devaluación de deuda. Dichas estructuras, lejos de ser creadas por los impulsos desmedidos de consumidores, son propiciadas desde la banca e incluso a nivel de política pública (Brenner 2009). El trasfondo es la dificultad permanente y multifacética de validar crecientes estructuras de deuda en una economía global con problemas de crecimiento, donde la rentabilidad media del capital ha visto una tendencia a la baja desde la década de los ochenta.

Transformaciones en la economía real

Todas las tendencias que hemos abordado implican cambios trascendentes en el financiamiento del consumo, el financiamiento de la producción, el financiamiento de la banca, y la forma en la que se presenta la ganancia capitalista, así como su distribución entre ramas financieras y no financieras. El proceso de financierización incide en cada uno de estos aspectos y afecta al desarrollo de las empresas, de las economías nacionales y del comercio; en suma, impacta a la economía real. Sin embargo, el proceso de financierización también responde en mayor o menor medida a transformaciones en la economía real. La relación entre estos dos conjuntos de cambios es compleja, y antes que proseguir a su discusión en capítulos posteriores, será pertinente enunciar las principales tendencias en la economía real, que se han desarrollado de manera paralela a las transformaciones descritas en el ámbito financiero.

La más frecuentemente lamentada manifestación de la transformación de la economía global es la caída en las tasas de crecimiento de las principales economías y de la mayor parte de países. Comparado con las tasas de crecimiento que se consiguieron entre el periodo después de la segunda guerra mundial y la década de los setenta, las que se han experimentado a partir de entonces han sido bajas en conjunto, y muestran una tendencia hacia la baja. La tabla 1.6 ilustra esta tendencia con datos estilizados.

⁵⁶ Orhangazi (2008), en un estudio econométrico sobre los efectos del nivel de endeudamiento y de la ganancia financiera sobre el nivel de inversión, donde usa una muestra de datos de empresas estadounidenses, encuentra también resultados diferenciados por tamaño de empresa, de manera que, para las empresas pequeñas, el nivel de endeudamiento tiene un 'efecto positivo' sobre la inversión, mientras que para las empresas grandes el efecto es negativo.

Tabla 1.6 Tasas anuales de crecimiento en el ingreso per cápita, 1960-2004

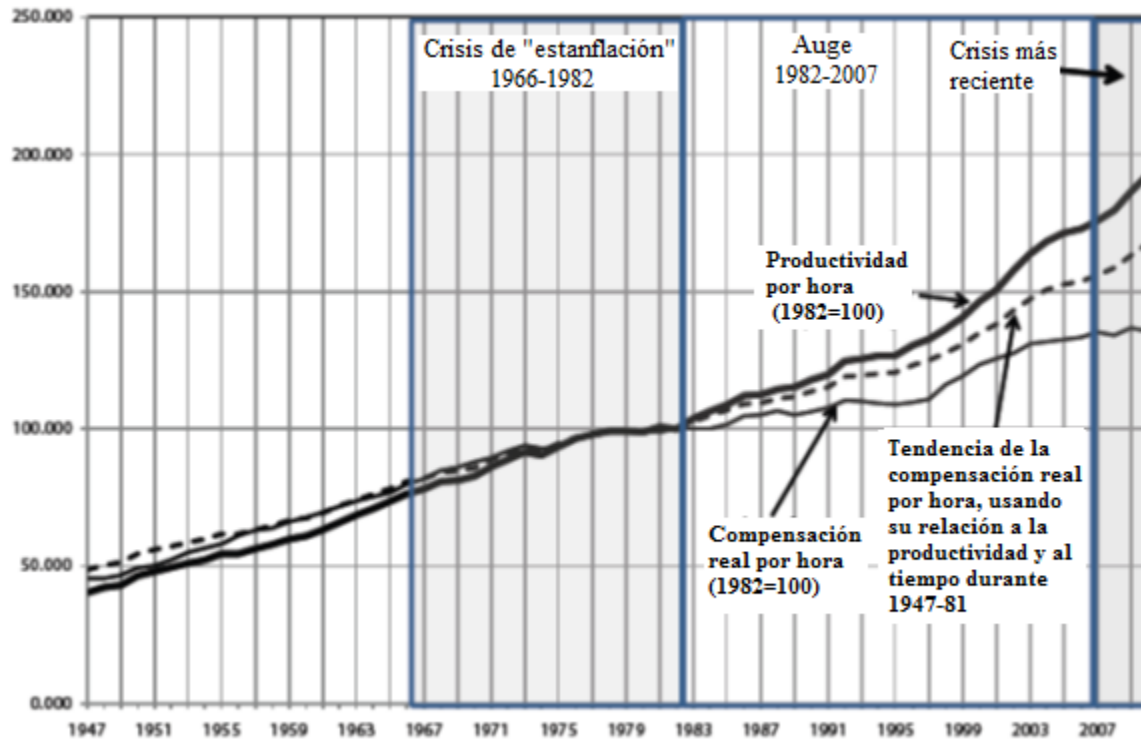
País	Tasas anuales de crecimiento (%)				
	1960-79	1979-2004	1979-89	1989-2000	2000-04
EU	2.2%	1.9%	2.1%	1.9%	1.3%
Japón	6.6%	2.0%	3.1%	1.5%	0.8%
Alemania*	3.3%	1.7%	1.8%	2.0%	0.6%
Francia	3.4%	1.6%	1.9%	1.7%	1.0%
Italia	5.0%	1.7%	2.3%	1.5%	0.7%
Gran Bretaña	1.7%	2.1%	2.2%	2.0%	2.1%
Canadá	3.0%	1.6%	1.7%	1.6%	1.4%

*Datos antes de 1991 incluyen únicamente a la República Federal Alemana

Fuente: datos de Mishel et. al. (2007), cálculos de Palley (2007)

Aparejado con este proceso se presenta una caída en los índices de crecimiento en la productividad, que durante el llamado “periodo dorado” del capitalismo permitieron crecimientos en los salarios simultáneos a crecimientos en los montos de ganancia corporativa y propiciaron niveles de inversión superiores a los que se normalizarían después. En efecto, como atestigua la gráfica 1.32, a partir de los años ochenta se documenta una creciente separación entre la productividad del trabajo y la compensación por hora trabajada en la economía estadounidense; podríamos esperar resultados similares para otras economías.

Gráfica 1.32. Salarios reales por hora y productividad, Sector de Negocios, 1947-2010; EU

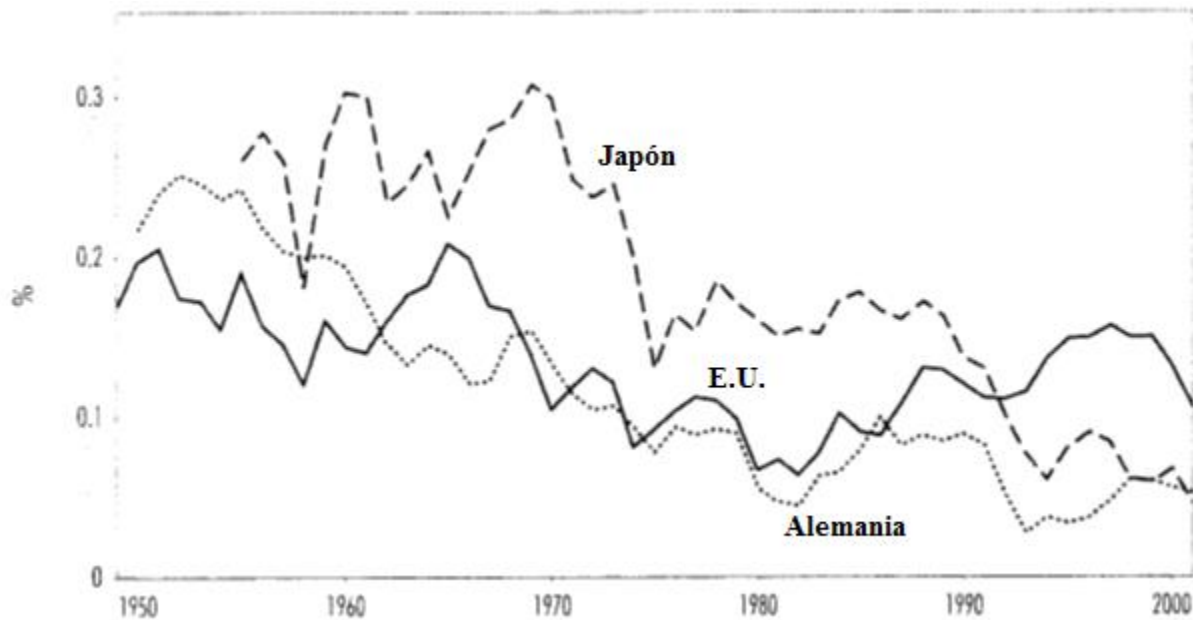


Fuente: Shaikh (2011)

La caída relativa de los salarios en el producto social coincide con la implementación de políticas neoliberales: el dismantelamiento de instituciones de seguridad social, la gestión de los ahorros por parte de sistemas pensionarios integrados al sector financiero, la privatización de servicios y empresas públicos, políticas recesivas antinflacionarias, y un ataque frontal a las instituciones gremiales que presionaban por incrementos salariales. Todas estas medidas logran restablecer hasta cierto punto una tasa de ganancia que venía en franco declive desde la década de los setenta⁵⁷ para todas las economías principales, pero sólo a costa de reducir el poder adquisitivo de la clase trabajadora y con ello crear un problema permanente de demanda (Shaikh, 2011, Brenner, 2015). Es en este escenario donde cobra protagonismo el financiamiento al consumo por medio de deuda, que han registrado varios autores (Palley 2007, 2009a, 2014, Lysandrou 2011, Lapavitsas 2013), así como la política de propiciar burbujas financieras e inmobiliarias como medio de sostenimiento de una demanda agregada en depresión (Brenner 2009). La gráfica 1.33 despliega la evolución de índices de tasa neta de ganancia en la manufactura para E.U., Alemania y Japón.

⁵⁷ La recuperación de la tasa de ganancia en los años ochenta no es aceptada por todos los investigadores que abordan el tema, y depende en buena medida de la definición de tasa de ganancia que se adopte, y en qué medida ésta incorpore ganancias 'ficticias' (Jones 2013).

Gráfica 1.33. Tasas netas de ganancia en la manufactura, 1949-2001; EU, Alemania, Japón



Fuente: Brenner (2015)

Una de las consecuencias de la caída salarial ha sido un incremento marcado en la desigualdad del ingreso (Íbid.), que se debe en parte al ataque general sobre los salarios en un esfuerzo por aumentar los montos y tasas de ganancia, pero también a la política asumida por las empresas e instituida en los mercados laborales de incrementar la retribución de un sector de la fuerza de trabajo altamente calificada mientras que se disminuye la generalidad de los salarios. Una parte de esta retribución, como en el caso de los administradores corporativos cuya paga en buena medida toma la forma de bonos y acciones, en realidad son ganancias capitalistas camufladas como salarios (Shaikh 2014). Como resultado de la creciente desigualdad, se argumenta, se favorece a sectores con menor propensión al consumo y se reduce la demanda agregada (Palley 2007, 2009a).

La combinación de una baja demanda y una tasa de ganancia con recuperación mediocre o nula (según la medida que se adopte) engendrarían un problema permanente de capacidad ociosa instalada (Brenner 2015) y de tasas de inversión decrecientes, las cuales se ven reflejadas en las estadísticas de acervos de capital en franco declive para Estados Unidos, Japón y Europa de la tabla 1.7.

Tabla 1.7 Crecimiento del acervo real de capital no residencial, sector privado, 1960-2005

	Países Industriales	E.U.	Japón	Alemania	Francia	Italia	Korea	China
1960-69	5.0	4.5	*12.5	8.4	11.6	8.0	8.9	1.9
1970-79	4.2	4.0	9.4	4.9	8.3	6.0	14.6	7.2
1980-90	3.1	3.2	6.2	3.0	4.6	3.5	11.2	8.4
1991-2000	3.3	3.1	4.5	2.5	3.3	2.5	9.6	10.9
2001-05	----	2.1	2.4	1.4	3.2	2.6	----	----

* Para Japón se toman datos del periodo 1965-69 en sustitución del periodo 1960-69

Nota: Para el periodo 1960-90 se toman datos de la República Federal Alemana; de 1990 en adelante se toman datos de la Alemania unificada.

Fuente: Brenner (2015)

La tendencia hacia una mayor capacidad ociosa industrial instalada y, como correlato, una mayor composición orgánica de capital⁵⁸ en las principales ramas industriales, habían sido notadas ya por Mandel (1980a). Análogamente, y para un periodo más extenso, Roberts (2016b) propone un índice de composición orgánica de capital para Estados Unidos que muestra un incremento desde la conclusión de la segunda guerra mundial, un reposo en la década de los sesenta, y un nuevo auge a partir de finales de la década de los setenta. La relación que guarda este proceso con los cambios en la inversión, la tasa de ganancia, y la tendencia al estancamiento serán abordados en el capítulo tercero. Grosso modo, con las tendencias descritas se estarían desarrollando las bases para un problema sistémico de rentabilidad. A la par, se ha incrementado la tendencia a la concentración y centralización de capital, con las fusiones y adquisiciones entre corporaciones desempeñando un papel central.

La dislocación productiva, gestionada por grandes corporaciones, a menudo con sede en las principales economías, pero cuyas cadenas productivas se dispersarían alrededor del globo para aprovechar diferenciales de costos y ventajas geográficas, han desempeñado un papel clave en las transformaciones descritas. En primer lugar, darían pie a un complicado juego de políticas monetarias mediante las cuales los gobiernos nacionales buscan posicionar sus economías en el mercado mundial; en el caso del dólar estadounidense, este proceso desembocaría en el afianzamiento del dólar como dinero mundial, a pesar de crecientes déficits de la economía estadounidense con el resto del mundo, y afianzando a los hogares estadounidenses como ‘consumidores de última instancia’ al mismo tiempo que se merma progresivamente su salario real con la desarticulación de actividades industriales domésticas y se abre la competencia de la fuerza de trabajo a un plano mundial. El esquema descrito sería posible en gran medida mediante una política monetaria de ‘dólar fuerte’ mediante la cual se otorgan garantías a la banca sobre activos denominados en dólares, incluso a costa de políticas fiscales potencialmente benéficas para el

⁵⁸ La composición orgánica de capital (Marx 1867) se define, en términos de valor, como capital variable sobre capital constante, y su incremento es una de las fuerzas fundamentales detrás de la tendencia a las crisis del sistema capitalista según este autor. Las estadísticas que estudian su evolución están planteadas en términos de precios de mercado y son necesariamente aproximadas. Ver capítulo tercero.

crecimiento económico, pero que por otro lado otorgarían al dólar capacidad de señoreaje sobre otras monedas (Palley 2009a, 2014)⁵⁹.

Como consecuencias adicionales, la proyección de los corporativos a un plano transnacional sería una presión mayúscula en pos de mayores y más volátiles flujos transfronterizos de capital a través de monedas nacionales. Con ello se elevaría la volatilidad del sistema financiero y las presiones sobre Estados nacionales en el sentido de tomar medidas para evitar las consecuencias de movimientos de capitales que vulneren su tipo cambiario. Al mismo tiempo, se acentuarían las presiones hacia la concentración de capital en conglomerados transnacionales crecientemente especializados y con redes de empresas subsidiarias que les abastecen de insumos y actividades secundarias. La centralización del capital se desarrollaría a la par de una aparente ‘socialización’ de la propiedad mediante la bursatilización generalizada de los grandes corporativos.

El resultado de este proceso ha sido un régimen global de producción con deficiencia crónica de demanda y en el cual el derecho de señoreaje que transmite el dólar estadounidense en su calidad de dinero mundial, es utilizado para financiar el consumo, en Estados Unidos, de productos manufacturados en países que guardan un excedente comercial con respecto a Estados Unidos, notablemente China y los países industrializados del sudeste asiático (Palley 2014). La tabla 1.8 muestra los déficits comerciales de Estados Unidos por región acreedora.

Tabla 1.8 Descomposición del déficit comercial estadounidense en 2007
Miles de millones de dólares

	M MM USD	Porcentaje
Total	-808.8	100.0
Cuenca del Pacífico	-372.3	46.0
China	-258.5	32.0
Canadá & México	-143.0	17.7
Unión Europea	-110.2	13.6
OPEP	-117.2	14.5
Otros	192.4	23.8

Fuente: Buró del Censo Estadounidense, cálculos de Palley (2014)

En este contexto, la gestación de estructuras de deuda que sostengan el consumo de los hogares en los países centrales a pesar de salarios en picada, y que sostengan el intercambio entre industrias y a lo interno de las industrias en medio de una inversión menguante, cobraría especial relevancia. Incluso, se comprende mejor la importancia de generar depósitos de valor relativamente estables

⁵⁹ El proceso no es nuevo en sí. Marini (1973) desarrolla cómo las relaciones entre centro y periferia generan transferencias de valor permanentes, dada la división internacional del trabajo y las disparidades crecientes en composición orgánica de capital; lo anterior sucede incluso en ausencia de intercambio desigual, pero se acentúa en su presencia y suscita la extracción de excedentes y la superexplotación de la fuerza de trabajo en la periferia.

por medio de ingeniería financiera en un entorno donde las formas mercantil y productiva del capital corren un riesgo constante de desvalorización.

En el entorno descrito de bajo crecimiento y baja rentabilidad acumulada, los cambios en política macroeconómica que se han ensayado durante el periodo de financierización, han conducido a una creciente desvinculación entre la circulación de activos financieros y recursos crediticios, y los índices de la economía real. Acaso la expresión más desarrollada de ello sean los paquetes de rescate elaborados a propósito de las crisis financieras.

Transformaciones en la política macroeconómica

Las políticas de alivio a las crisis financieras que se han suscitado por lo menos desde el año 2000 con la burbuja del ‘punto-com’ (Brenner 2009), crecientemente propensas a facilitar las expansiones crediticias necesarias para validar circuitos de dudosa rentabilidad subyacente, presentan un contraste notorio con las políticas antinflacionarias a ultranza que serían una de las insignias del neoliberalismo canónico, y que tendrían una de sus expresiones más notables con la política de altas tasas de interés inauguradas con el ‘choque de Volcker’ en 1980. Sin embargo, y a pesar de los contrastes, una constante a todas ellas es que el resultado ha sido un incremento en las ganancias de la banca y el sector financiero, y una incapacidad para propiciar incrementos en la inversión productiva.⁶⁰

Con respecto al primer conjunto de políticas, una diversidad de autores (p. ej. Cámara Izquierdo y Mariña Flores 2018) han documentado un incremento en los pagos financieros, por conceptos como pago de intereses, ganancias sobre tenencias y renta patrimonial, que contrastan con las caídas señaladas anteriormente en las tasas de ganancia industrial.⁶¹

Con respecto al segundo conjunto de políticas, quizás la más elocuente sea la secuencia de paquetes de rescate para las crisis financieras de 2007-9. El primer paquete de política fiscal no convencional fue el Programa de Alivio a los Activos en Problemas (TARP⁶²), mediante el cual el tesoro estadounidense buscó restablecer los mercados financieros en parálisis, comprando activos

⁶⁰ Si bien merecería un desarrollo más detallado, algo similar podría decirse de las políticas de persecución de tasa de inflación objetivo, cuya práctica casi se ha generalizado a la mayoría de los países en últimas décadas. Como argumenta, entre otros, Thornton (2012), las políticas de tasa de inflación objetivo son una adaptación, más basada en la observación empírica que en la teoría económica, de las enseñanzas derivadas de los efectos del choque de Volcker: particularmente, que la inflación puede ser controlada mediante política monetaria. El surgimiento de grandes déficits comerciales en Estados Unidos a partir de los años setenta le habría dado mayor peso relativo a la política monetaria, puesto que la política fiscal contra-cíclica quedaría excluida del conjunto de opciones de política económica.

⁶¹ Cámara Izquierdo y Mariña Flores (2018) plantean varios índices de ganancia financiera, uno de los cuales se basa en la tasa de interés. Como desarrolla Panico (1988), basándose en una lectura cuidadosa de Keynes (1936) y Marx (1867, 1894), la tasa de interés es una variable que, junto con otras variables clave, tales como el nivel de apalancamiento y los costos reales de operación de la banca, determinarían la tasa de ganancia financiera. La tasa de interés, sin embargo, no es equivalente a la ganancia financiera, como estarían implicando Cámara Izquierdo y Mariña Flores en algunos de sus índices (ídem.).

⁶² *Troubled Asset Relief Program*

financieros “tóxicos” en franca depreciación. Con ello se buscó restituir la circulación de activos entre instituciones financieras que se rehusaban a aceptar productos de otras instituciones, ante la sospecha de que pudieran estar contaminado con activos chatarra. El monto autorizado en 2008 para el programa fue de 700 mil millones de dólares, aunque para 2014 el programa concluyó habiendo utilizado solamente 426.4 mil millones. Como resultado, el déficit fiscal estadounidense pasó de menos 2.4 por ciento del PIB, a mediados del 2008, a menos 10 por ciento un año después (Guttman 2016, p. 29).

De manera casi simultánea, la Fed bajo Ben Bernanke adoptó la política fiscal de tasas de interés cercanas a cero (ZIRP⁶³), con el objetivo de inyectar crédito a la economía y cortar la recesión. Las tasas de interés de referencia bajaron a un rango entre 0% y 0.25%, pero aun así el crédito no fluyó hacia la inversión (Nadal 2017). El gobierno estadounidense llegó a una serie de acuerdos con los bancos centrales de las principales economías para proveer dólares que respaldasen las políticas anti-recesivas de otros gobiernos. Para noviembre del 2008 la Fed comienza su primer programa de flexibilización cuantitativa (o *quantitative easing*, QE).

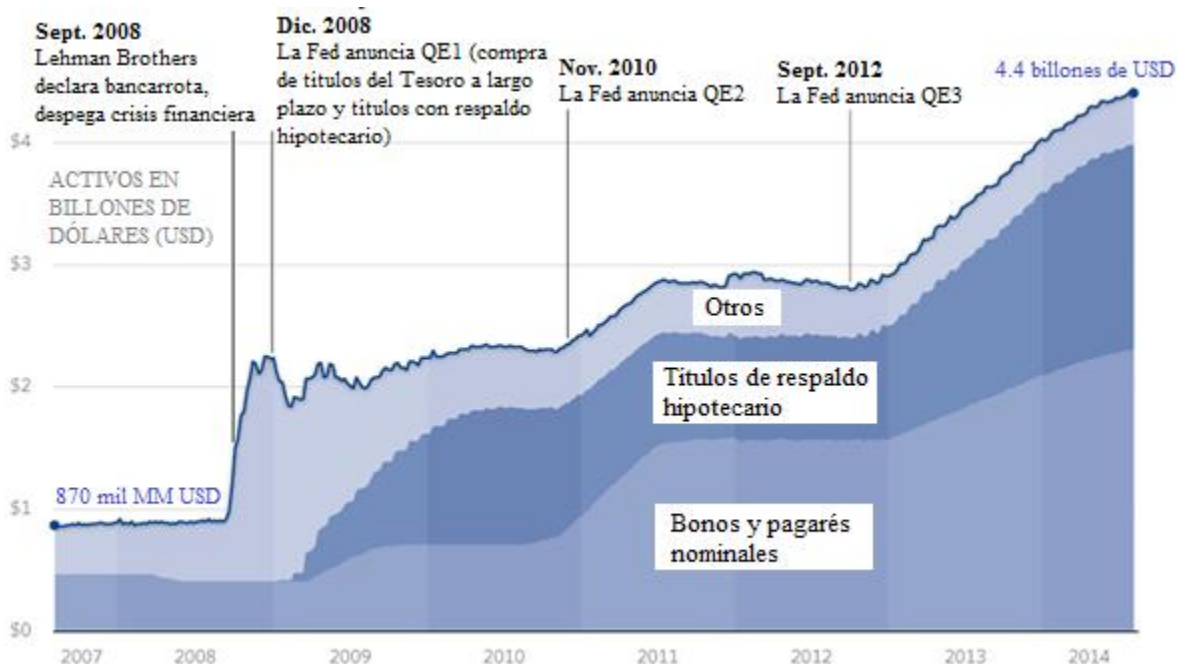
Similarmente al tesoro bajo TARP, la Fed, bajo el programa de flexibilización cuantitativa, realizaría compras masivas de activos financieros “tóxicos” en depreciación, principalmente títulos con respaldo hipotecario⁶⁴ y bonos del Tesoro⁶⁵, cuyo rendimiento era superior a otros activos en circulación (tasa de 2% a 10 años). La Fed también procedió a comprar bonos del Tesoro en el mercado secundario con el objetivo de aumentar su precio, disminuir su rendimiento, y con ello estimular que la banca otorgase créditos en lugar de comprar bonos del Tesoro. Para finales del 2013 la primera fase de QE había costado a la FED un promedio de 85 mil millones de dólares mensuales (Nadal 2017). No obstante, la mayor parte de la liquidez facilitada a los bancos dio a parar a inversiones en mercados emergentes cuyos rendimientos eran mayores, o bien fue a restituir la tendencia inflacionaria en los mercados de activos financieros. Tras otras dos fases de flexibilización cuantitativa, los resultados en cuanto a la promoción de crédito no fueron muy distintos, pero entre 2007 y 2017 los activos en manos de la Fed pasaron de 870 mil millones a 4.4 billones de dólares. La gráfica 1.34 ilustra este desarrollo.

⁶³ *Zero Interest Rate Policy*

⁶⁴ *Mortgage-Backed Securities (MBS)*

⁶⁵ *T-bills*

Gráfica 1.34. Activos de la Reserva Federal de Estados Unidos: Fechas Clave

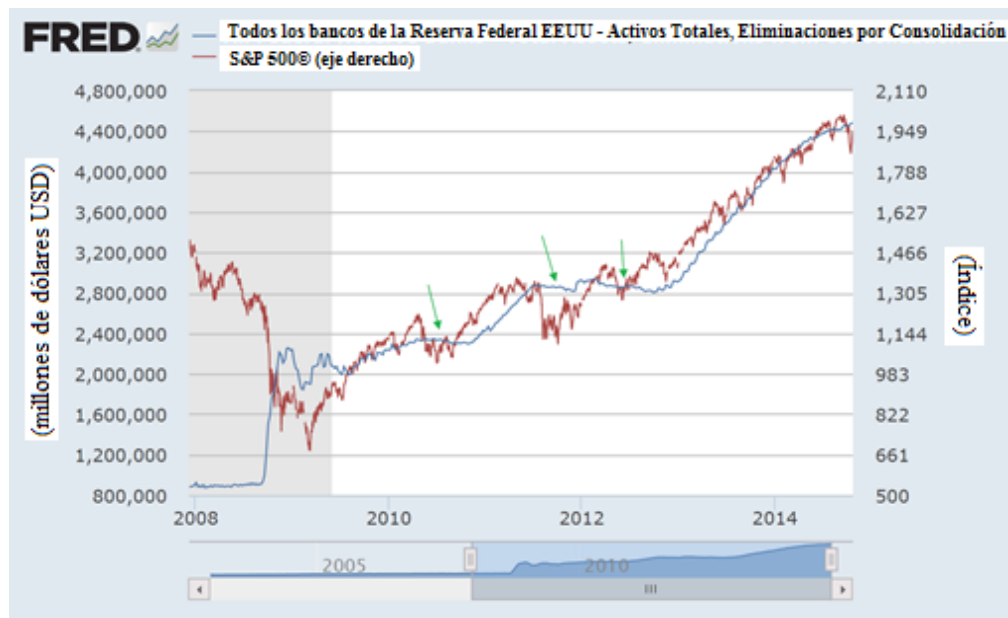


Fuente: Buró de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal (2014), “Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet: Total Assets of the Federal Reserve,” http://federalreserve.gov/monetarypolicybst_recenttrends.htm [Consultado por fuente el 5 de agosto del 2014]

Tomado de Nadal (2017)

Además de promover un nuevo auge en los mercados financieros, la política de flexibilización cuantitativa tuvo el efecto de reducir el ingreso de los hogares. Según un estudio de McKinsey (Dobbs et. al. 2013), en EU, Gran Bretaña y la eurozona, la política de bajas tasas de interés implicó que los hogares dejaran de percibir ingresos en sus ahorros bancarios por un monto mayor a lo que pudieron haber ahorrado en el pago de su deuda. El balance neto es de unos 630 millones de dólares en pérdidas para los hogares de estas economías. El auge bursátil promovido por la Fed propició escasa demanda vía el efecto riqueza (gastos suntuarios de los poseedores de activos financieros) y un aumento prácticamente nulo en la inversión. Por contraste, como se muestra en la gráfica 1.35, el valor total de activos registrado por la banca estadounidense tuvo un auge notable.

Gráfica 1.35. Valor total de activos, banca estadounidense

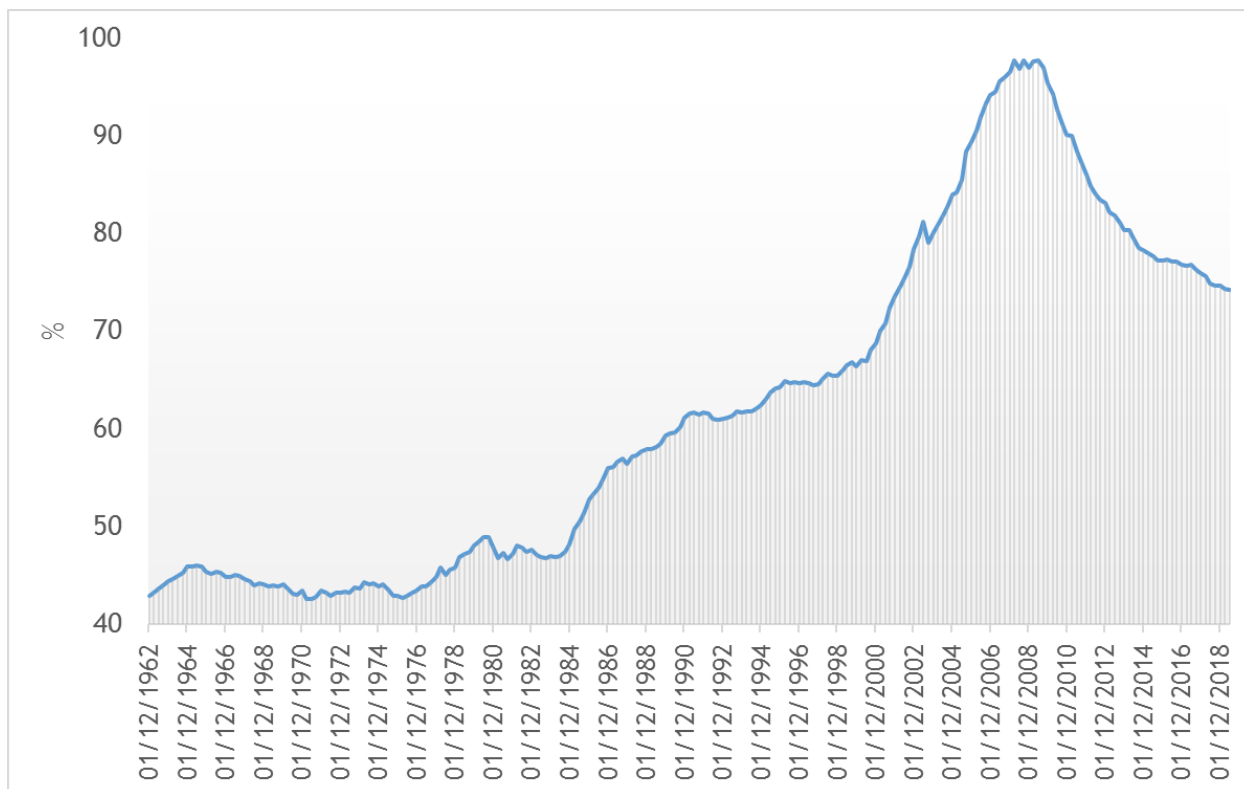


Nota: Las áreas sombreadas indican recesiones en EE.UU.

Fuente: Sitio en línea de la Reserva Federal Estadounidense research.stlouisfed.org [Consulta: 2014]
Tomado de Nadal (2017)

Por el lado del crédito al consumo, las inyecciones de liquidez propiciadas por la Fed, en la medida en que efectivamente redundaron en extensiones de crédito a los hogares, no suscitaron un mayor nivel de consumo, sino el refinanciamiento de deudas pendientes que fueron pagando gradualmente con sus ingresos (Dobbs et. al. 2013). El nuevo auge en la deuda de los hogares de los Estados Unidos se añadiría a la tendencia registrada ya de por sí desde la década de los ochenta, según los datos de Bloomberg ilustrados en la gráfica 1.36.

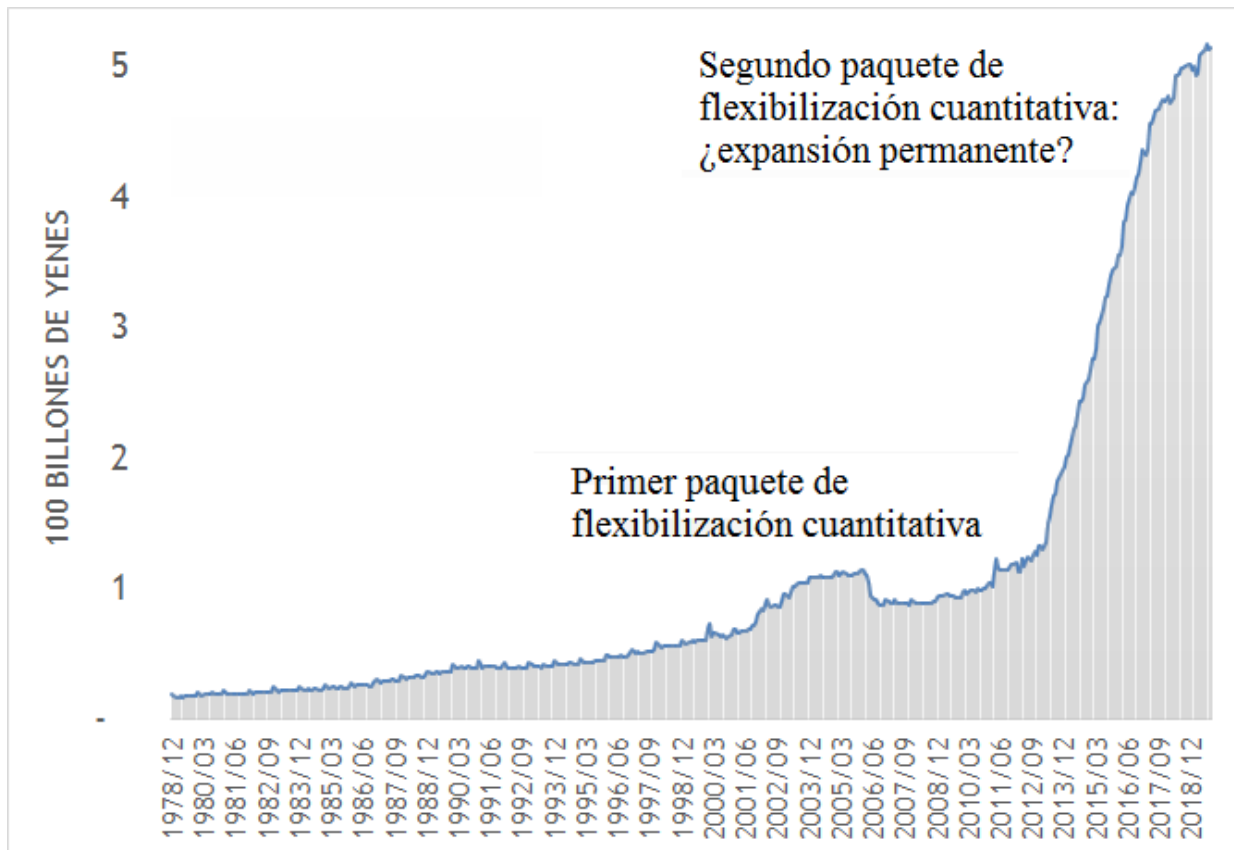
Gráfica 1.36. Deuda de los hogares como porción del PIB; E.U. 1965-2019



Fuente: Datos de Bloomberg. Elaboración propia.

En otra variante de la misma política, y ante una década de crecimiento mediocre comenzando en 1990, la economía japonesa, que de 1980 a 1990 había experimentado una tasa de crecimiento del 4.6% sostenida a base de burbujas financieras, comienza su propia versión de flexibilización cuantitativa, 18 años antes que los programas estadounidenses de compra de activos tóxicos. El Banco Central de Japón llevó las tasas de interés a niveles cercanos a cero e inyectó liquidez a la banca comercial. La expansión monetaria resultante se ilustra en la gráfica 1.37. Si bien en este caso el crédito llegaría en mayor medida a las empresas, éstas estarían ya para ese entonces tan endeudadas que lo utilizarían, si acaso, para refinanciar deuda y restituir pagos pendientes.

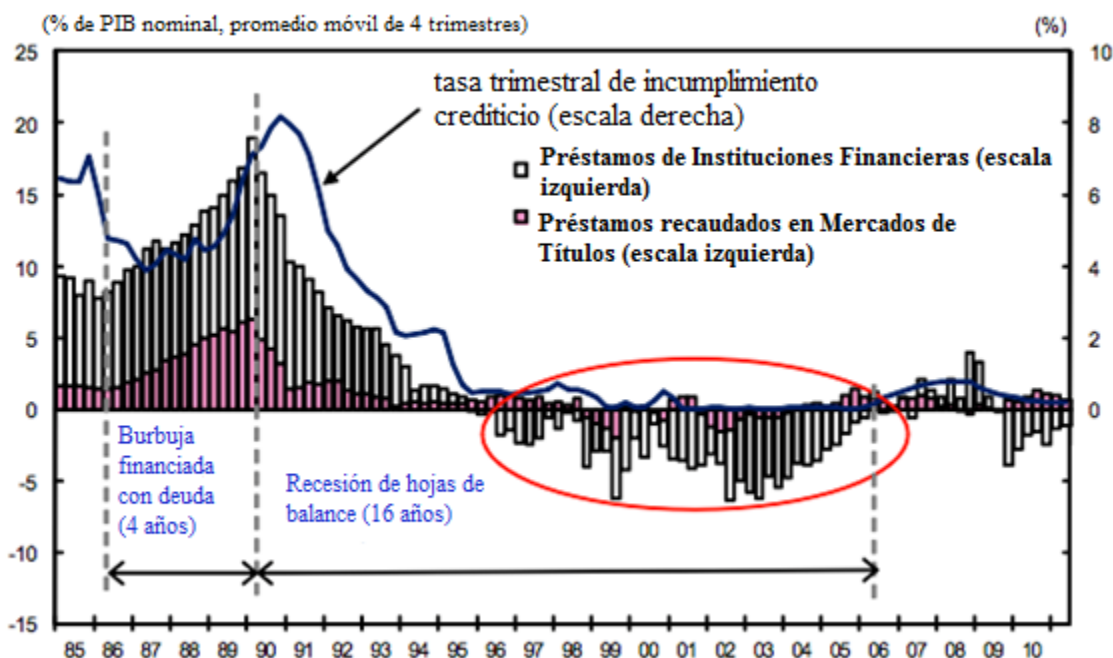
Gráfica 1.37. Base monetaria de Japón, 1978-2019



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de Japón disponibles en línea en el sitio <https://www.boj.or.jp/en/statistics/boj/other/mb/mb.htm/> [Consulta: noviembre 2019]

Durante la década de 1996-2006 los fondos atraídos por el sector no financiero de Japón asumieron números netos negativos; es decir, estaban pagando sus deudas con la banca sin asumir nuevas inversiones apalancadas. La gráfica 1.38 da cuenta de la evolución de los préstamos netos de las corporaciones.

Gráfica 1.38. El desendeudamiento de Japón bajo la política de tasas de interés a cero (10 años). Fondos Recaudados por el Sector Corporativo No-Financiero



Fuente: Banco de Japón; Oficina del Gabinete de Japón.
Tomado de Koo (2014)

La versión europea de flexibilización cuantitativa comprende al Programa de Operaciones Monetarias de Compra (OMTP⁶⁶) mediante el cual la Banca Central Europea (BCE) realiza compras en mercados soberanos y mercados secundarios de bonos emitidos por estados miembros. Los efectos de este programa en los niveles de inversión ya los señalamos en la sección anterior con la prevalencia de empresas zombi en la periferia europea. Al igual que en el caso japonés, la flexibilización cuantitativa permite el refinanciamiento de deuda y la subsistencia de esquemas de dudosa rentabilidad y escaso crecimiento.⁶⁷

Antes del comienzo de OMTP, la Banca Central Europea inició en 2008 un programa similar al QE estadounidense, denominado Programa de Mercado de Títulos⁶⁸ (SMP, por sus iniciales en inglés), mediante el cual el Banco Central Europeo respaldó deuda de baja calidad en manos de

⁶⁶ *Outright Monetary Transactions Program*

⁶⁷ Cabría procurar una comparación más detallada sobre el papel de las empresas zombi en Japón, pero hasta donde el autor tiene conocimiento, no existe semejante estudio. Lo que sí se sabe es que la tasa de ganancia en ese país ha tenido una tendencia a la baja en las últimas décadas (Sato 2018).

⁶⁸ *Securities Market Programme (SMP)*

sus estados miembros en posición financiera más débil mediante acuerdos de recompra⁶⁹ y préstamos respaldados con garantía. Para el 18 de junio del 2012, el BCE había gastado un total de 212.1 mil millones de euros (un 2.2% del PIB de la zona del euro) en ese programa, y a partir de ese año se abandonó el programa SMP a cambio del OMTP, que en principio no tiene restricciones de tiempo ni de presupuesto. Si bien ambos programas han sostenido circuitos de capital poco rentables mediante inyecciones de liquidez, ninguno de los dos ha propiciado aumentos en la inversión industrial, ni han logrado restituir las tasas de ganancia para los presuntos beneficiarios, ni mucho menos han permitido a los estados miembros en crisis librarse de las políticas de austeridad impuestas por la Comisión Europea, el Banco Central Europeo y el Fondo Monetario Internacional (triumvirato denominado por la prensa como “La Troika”).

Un rasgo característico de todos estos ejemplos de política económica no convencional es que aumentan el nivel de liquidez al que tiene acceso la banca sin promover de manera eficaz una extensión significativa de crédito a las empresas y, donde éste existe, el crédito no se traduce en expansión productiva, en mayor rentabilidad del capital, ni en mayor crecimiento económico. Paradójicamente, las políticas no convencionales compartirían un rasgo central con las políticas ‘antinflacionarias’ de la década de los ochenta asumidas por los Estados Unidos, y promovidas en otros países como parte de las políticas de organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional o el Banco Mundial: ambas se traducirían en una expansión del sector financiero y serían incapaces de promover una expansión productiva del capital industrial.

Conclusiones

La multicitada fórmula de Epstein (2011) sobre la financierización sugiere una de las ideas más recurrentes en la literatura sobre el tema, que es la del dominio del sector financiero sobre el sector productivo:

La financierización se refiere a la creciente importancia de los mercados financieros, motivos financieros, instituciones y élites financieras, en la operación de la economía y sus instituciones gobernantes, tanto a nivel nacional como internacional.

No hay nada incorrecto en la formulación, pero al no aclarar en qué consiste esa creciente importancia es poco precisa.

Algunos autores toman la sugerencia y explicitan la idea de dominio. Palley (2007) la define como

Un proceso mediante el cual los mercados, instituciones y élites financieras ganan mayor influencia sobre la política y los resultados económicos. La financierización transforma el funcionamiento de los sistemas económicos a nivel micro y macroeconómico. Sus principales impactos son (1) elevar la importancia del sector financiero frente al sector real, (2) transferir ingreso del sector real al sector financiero, y (3) incrementar la desigualdad del ingreso y contribuir al estancamiento salarial.

⁶⁹ repos

En este planteamiento, común a varios autores post-keynesianos (p. ej. Crotty 2003, Lazonick 2013, Lapavitsas 2013) ya está implícita una idea de causalidad: no son la desigualdad del ingreso, el estancamiento salarial, o la pérdida de dinamismo de la economía real las que provocan la transformación del sector financiero, sino que, a la inversa, es la transformación del sector financiero la que genera estos cambios.

La plausibilidad de dicho planteamiento se ha respaldado por varios estudios de corte econométrico (p. ej. Orhangazi 2008, Stockhammer 2004), y en varios otros se argumenta desde la teoría macroeconómica post-keynesiana (Hein 2009 hace un buen recuento). En otros casos, se muestra con estadísticas oficiales que la tesis de la financierización, tal y como se le representa en el discurso post-keynesiano, es al menos una explicación parcial de las tendencias económicas de las últimas décadas; en este rubro caben incluso autores que no se adhieren explícitamente a la macroeconomía post-keynesiana (p. ej. Lazonick 2013, Lapavitsas 2013).

La financierización, tal y como se usa el término en la literatura, no se refiere a los cambios que ha experimentado el sector financiero para adaptarse a las necesidades de la acumulación de capital en un entorno de creciente dificultad para su expansión ('resultados económicos'), sino que se refiere a cómo los 'resultados económicos' son influenciados por los mercados, élites e instituciones financieras. Es decir, no niegan que, a la inversa, los 'resultados económicos' puedan influir sobre el sector financiero, pero sitúan en todo caso a ese proceso fuera del concepto, otorgándole un estatus secundario.

No es que Palley (2007), por ejemplo, ignore las transformaciones de la economía real que vienen aparejadas con las transformaciones en el sector financiero; por el contrario, las relaciona de manera clara en su análisis. Incluso ha formulado críticas incisivas a autores influyentes como Minsky que omiten abundar en esta articulación (Palley 2007, 2009a, 2009b). Tampoco es que los mecanismos que señalan estos autores sean falsos o poco relevantes; por el contrario, ponen al descubierto algunos de los mecanismos más trascendentes detrás de las transformaciones de la economía global en las últimas décadas. La limitante que presentan sus análisis es de carácter ideológico⁷⁰. Detrás de sus análisis, sus recomendaciones de política pública y conclusiones de carácter normativo esta la voluntad (a menudo declarada expresamente) de restaurar las características de un periodo de acumulación anterior al actual. Plantear a la financierización como fundamentalmente disfuncional para el capitalismo es compatible con la posibilidad de restaurar la 'época dorada' del capitalismo de entre la posguerra y los fines de los 70, en la medida en que podamos exigir la regulación del sector financiero; por el contrario, plantear que la financierización es una adaptación del sector financiero a un modo de producción cuyas contradicciones se acentúan, no lo es.

En este sentido, el énfasis que eligen adoptar estos autores en los aspectos disfuncionales del sector financiero permite atribuirle a este último, y no al desarrollo del modo de producción capitalista,

⁷⁰ No (necesariamente) en el sentido de falsa conciencia, que comúnmente se le imputa al concepto de ideología en el corpus de Marx, sino en el sentido de conjunto de ideas asociadas y funcionales a los intereses y papel de una clase social situada históricamente (Sánchez Vázquez 1983). Con esto no se quiere decir que sus aportaciones carezcan de contenido científico.

los efectos negativos que lamentan. Con ello, y a pesar de su calidad intelectual, permanecen en un ámbito aparential del fenómeno.

El marco teórico que informa las investigaciones de estos autores y su método de análisis está pensado para la instauración de un régimen capitalista de crecimiento sostenido, aumentos en la productividad, y mejora constante en los salarios reales, sin investigar cuáles son las condiciones históricas que han permitido semejante resultado y que pudieran hacerlo en el futuro. En un afán de examinar de manera crítica las aportaciones valiosas de estos autores, se abordan en el siguiente capítulo los planteamientos teóricos básicos que informan sus análisis, y cómo estos influyen en sus explicaciones sobre el proceso de financierización.

Para fines del desarrollo de este trabajo, se adoptará en lo sucesivo la definición más acotada de la financierización como un desprendimiento sostenido y estructural entre el crédito y la inversión en la economía real, que no asume de antemano causalidad entre los campos de transformaciones que hemos descrito, y que por ello nos permite investigar la relación entre ambos, tal y como se representa en las escuelas de pensamiento en cuestión, de manera crítica.

Capítulo II. *La financierización según la escuela post-keynesiana*

Capítulo 2

La financierización según la escuela Post-Keynesiana

Introducción

Los autores de la escuela post-keynesiana abocados al análisis de la financierización la abordan, en términos generales, como una hipertrofia del sector financiero, disfuncional para el desarrollo de la economía capitalista. En su concepción, el abultamiento y dominio del sector financiero, por distintos canales, subsume a hogares, organizaciones gremiales, empresarios productivos y gobiernos, deprime el consumo y la inversión, ahoga la gestación de una demanda agregada saludable, e imprime a la acumulación de capital carencias estructurales insuperables en tanto que no se modifiquen las causas de raíz que están detrás de la depresión sostenida en la demanda agregada. Para ellos, las causas de raíz están, por lo menos parcialmente, contenidas dentro del proceso de financierización – para algunos, el proceso de financierización en sí mismo comprende la causa principal de esta depresión sostenida (Palley 2007, Hein 2009, Stockhammer 2004).

En este sentido, la escuela post-keynesiana aborda a la financierización fundamentalmente como un factor causante y estudia lo que considera sus efectos más notorios y perjudiciales para la economía en su conjunto. Los efectos de la financierización cobran predominancia frente a sus causas y su génesis histórica. De hecho, si bien sitúan a la financierización dentro del contexto del régimen mundial posterior al rompimiento de Bretton Woods, y señalan diversas reglamentaciones, etapas y eventos históricos en el desarrollo del sistema financiero global tal y como hoy se conoce (p. ej. Chick 1988a, 1988b, 1986; Stockhammer 2004)⁷¹, no es uno de sus objetivos de investigación proveer de una explicación económica sobre los orígenes y causas de este proceso. Las transformaciones en el régimen financiero internacional y las transformaciones en la política pública son el punto de partida, y los demás procesos son consecuencias de éste.

El estado actual de la economía se contrasta con la posibilidad, establecida teóricamente, de lograr un régimen de crecimiento tendiente hacia el pleno empleo. Dado que la teoría económica subyacente a estos análisis plantea a la demanda efectiva como principal motor para la acumulación de capital, siempre que una deformación estructural de la demanda efectiva tenga sus orígenes en la evolución de instituciones internacionales y políticas públicas erróneas, dicha deformación tendría que ser susceptible de solución por medio de política pública y cambios pertinentes en los arreglos institucionales imperantes.

Semejante solución, si bien es una magna tarea en términos de la institucionalización de un nuevo régimen de crecimiento, no enfrenta ningún impedimento fundamental en términos de *teoría económica*. Es decir, la teoría en que se basan estos análisis asume la posibilidad de retornar a un régimen de crecimiento capitalista con inversión sostenida, altos márgenes de ganancia, aumentos

⁷¹ Por ejemplo, Chick (1988b, p.52): “Las causas de estos cambios son muchas y no todas las piezas han encontrado su lugar... Mi propósito actual no es explicar los cambios; más bien es examinar las *implicaciones* de estos cambios.” La autora se refiere en este caso a las implicaciones en la pertinencia de la teoría económica heredada de Keynes tal y como fue escrita, pero el enfoque es extensible a las implicaciones en las posibilidades para la economía contemporánea; semejante delimitación del problema de estudio es común a otros autores de la escuela post-keynesiana.

en los salarios reales, índices superiores de crecimiento y “bienestar compartido” (Palley 2007) para todos. Reformar el régimen financiero global se identifica como una condición necesaria para este propósito; elevar y sostener la demanda efectiva sería, en términos generales, condición suficiente.

Siendo así, las principales líneas de investigación que se encuentran entre estos autores versan sobre cómo la financierización distorsiona y deprime la demanda efectiva. Para abordar sus propuestas, es fundamental abordar qué es la demanda efectiva en el planteamiento macroeconómico de Keynes y cuáles son los determinantes estructurales del crecimiento económico; para ello, será necesario dar un paso intermedio y señalar algunos aspectos de su teoría monetaria.

Teoría monetaria

Uno de los planteamientos centrales de la teoría de Keynes es que el dinero no es neutro; no se puede analizar a una economía capitalista apelando solamente a la producción de mercancías y bienes físicos, como si el dinero no fuera más que un recurso técnico para hacer más eficiente el intercambio mercantil sin afectarlo. Por el contrario, el uso del dinero induce cambios en la distribución del ingreso y en las expectativas de los agentes. Para hacer del dinero parte consustancial del modelo fundamental de una economía capitalista, Keynes (1936) parte de un rechazo tajante a la *Ley de Say*.

Tal rechazo marca una ruptura con el marco analítico adoptado por David Ricardo y reproducido por el cuerpo académico al que Keynes suele referirse como “los clásicos”⁷², donde se asume la validez de la llamada *ley de Say*, en alusión al trabajo del economista Jean Baptiste Say. En términos generales, dicha ley plantea la imposibilidad de una diferencia, general y sostenida, entre la oferta y demanda agregadas en una economía. En palabras del propio Say, “ni bien un producto es creado, éste crea, en ese instante, un mercado para otros productos por la magnitud completa de su valor” (Say 1821, p. 134)⁷³. Así, “cuando el productor ha hecho los últimos toques a su producto, está de lo más ansioso para venderlo inmediatamente, no vaya a ser que su valor disminuya en sus manos” (Íbid.). Por otro lado, “no tiene menos ansias por deshacerse del dinero que adquirió por el producto, ya que el valor del dinero también es perecedero” (Íbid.) En pocas palabras, se asume que no hay atesoramiento más que acaso de manera transitoria, y por ello la magnitud de la oferta

⁷² La única acotación del término está en una nota al pie de página en Keynes (1936, p. 3): “‘Los economistas clásicos’ fue el nombre inventado por Marx para abarcar a Ricardo, James Mill y sus *predecesores*, es decir los fundadores de la teoría que culminó en la economía ricardiana. Me he acostumbrado, tal vez cometiendo un solecismo, a incluir dentro de ‘la escuela clásica’ a los *seguidores* de Ricardo; esto es, aquéllos que adoptaron y perfeccionaron la teoría de la economía ricardiana, incluyendo (por ejemplo) a J.S. Mill, Marshall y el Prof. Pigou.” Otros autores asumen sus propias adaptaciones del término. Shaikh (2016), por ejemplo, se refiere por ‘los clásicos’ tanto Ricardo y sus *predecesores* como al propio Marx. En este trabajo, se sigue la acepción de Keynes.

⁷³ “It is worth while to remark, that a product is no sooner created, than it, from that instant, affords a market for other products to the full extent of its own value. When the producer has put the finishing hand to his product, he is most anxious to sell it immediately, lest its value should diminish in his hands. Nor is he less anxious to dispose of the money he may get for it; for the value of money is also perishable. But the only way of getting rid of money is in the purchase of some product or other. Thus, the mere circumstance of the creation of one product immediately opens a vent for other products.”

coincide con la magnitud de la demanda. La única manera en la que puede haber sobreoferta de una mercancía es que haya un déficit, por un monto de valor equivalente, de otras mercancías, de manera tal que la oferta y la demanda generales coincidan. Los problemas de no-realización de mercancías por desproporcionalidad de producción entre industrias serían transitorios y tenderían a ajustarse mediante mecanismos de mercado.⁷⁴

Entre otras cosas, la *ley de Say* excluye la posibilidad de problemas sistemáticos (y, por lo tanto, sostenidos) para la circulación de mercancías. En particular, excluye la posibilidad de una deficiencia crónica de demanda agregada, mucho menos como causa central del estancamiento económico. No es de extrañarse, entonces, que la *ley de Say* haya sido explícitamente rechazada por Keynes (1936). Como será señalado en el tercer capítulo, la *ley de Say* excluye también la posibilidad de crisis por sobreacumulación relativa de capital, y niega el carácter mismo de la circulación mercantil específicamente capitalista, razón por la que habría sido rechazada ya por Marx (1867) antes que por Keynes (1936).

En lo que respecta a Keynes (1936), la posibilidad de atesoramiento y el rechazo a la ley de Say implican la no-neutralidad del dinero. La disociación entre los actos de venta y los actos de compra abre la posibilidad de una no-correspondencia entre ambos: posibilita retener ingresos en forma monetaria sin transmutarlos por bienes. Si bien, desde la perspectiva de un individuo, todo ingreso retenido lo es con la expectativa de consumirlo en un futuro, de manera que es casi absurdo hablar de un ingreso detenido indefinidamente (obviando el atesoramiento transitorio que implica ahorrar para gastos futuros), desde una perspectiva agregada la situación es distinta, puesto que en todo momento hay una masa de reservas dinerarias atesoradas por distintos motivos, y la tasa en la que estas reservas se traducen en un gasto efectivo puede no corresponder con la tasa en la que se arrojan productos al mercado esperando su venta, ni mucho menos con la capacidad productiva instalada para arrojar dicha masa de mercancías al mercado. Más aún, en la concepción de Keynes (1936), una de las características fundamentales de una economía capitalista es la ubicuidad de la incertidumbre en torno a las decisiones de producción y de consumo, de manera que no existe posibilidad de coordinación perfecta entre las decisiones de los hogares, empresas, la banca y el gobierno – si no por otra cosa, al menos por la intermediación del dinero y la ausencia de planeación central. La existencia del dinero y su gestión, los ritmos y las formas que cobra el atesoramiento, afectan entonces la dinámica real de la economía, no bajo la forma de imperfecciones añadidas sobre un modelo esencial donde el dinero es un mero instrumento de intercambio, sino como parte consustancial del planteamiento básico de la dinámica macroeconómica.

Un resultado fundamental de la no-neutralidad del dinero es la posibilidad de múltiples equilibrios sub-óptimos distintos al pleno empleo y, más aún, implica que no existe ninguna tendencia inherente al desarrollo económico que dirija la economía de mercado hacia el pleno empleo por sí misma. Por el contrario, a medida que se acumula capital, hay una creciente propensión a que la dinámica de los mercados dinerarios se vuelva una traba para la inversión y el crecimiento, ausente una intervención estatal acertada. En efecto, uno de los objetivos centrales de la *Teoría General*

⁷⁴ “I answer that the glut of a particular commodity arises from its having outrun the total demand for it in one or two ways; either because it has been produced in excessive abundance, or because the production of other commodities has fallen short.” (íbid.)

(Keynes 1936) es explicar la necesidad de una política adecuada que propicie tasas de interés suficientemente bajas para mantener un nivel de inversión adecuado y que sostenga la demanda agregada necesaria para conducir a la economía a un equilibrio de pleno empleo (Tily 2007). Como será enfatizado más adelante, dicha política acertada de la tasa de interés sería una condición necesaria, pero no suficiente, para la obtención de un nivel productivo con pleno empleo. Incluso, Keynes juzgaba pertinente el estímulo y la dirección de la inversión hacia ramos necesarios para la conservación de un nivel económico óptimo, acudiendo a la inversión pública bajo esquemas no rentables como medio para estimular la economía, de ser necesario; ello no con el objeto de propiciar una planificación centralizada sino, por el contrario, para garantizar las condiciones para la perdurabilidad de una economía de libre mercado (Keynes 1936, capítulo 22).

Siendo así, la teoría monetaria de Keynes es un reflejo de su planteamiento macroeconómico más general. Su expresión más nítida se encuentra en la teoría de la *preferencia por la liquidez*.

a) Preferencia por la liquidez

Keynes rompe con uno de los planteamientos centrales de la economía neoclásica sobre la determinación de la tasa de interés, que es al mismo tiempo un mecanismo de asignación del excedente hacia su recapitalización a una tasa adecuada. Según el recuento que Keynes (1936) hace de *los clásicos*, los fondos monetarios disponibles para la inversión de las empresas pueden provenir de dos fuentes: a) atesoramiento previo de fondos monetarios, ya sea de los fondos propios internos de la empresa, ya sean fondos que la empresa toma prestados de otros empresarios o de los hogares, por intermediación de la banca; o b) creación de nuevos montos dinerarios. La creación de nuevos montos dinerarios redundaría en una forma de “ahorros forzados” puesto que induce cambios de precios que obligan a los agentes a proveer el ahorro que fue canalizado a los inversionistas; es efectivamente una extracción de valor de los ahorradores hacia los prestamistas. Siendo así, en ambos casos la canalización de fondos monetarios hacia la inversión presupone la existencia de ahorros previos. La demanda de fondos monetarios para la inversión, y la oferta de los mismos, determinada por el nivel de atesoramiento y por la creación de nuevos fondos monetarios, determinan conjuntamente la tasa de interés, que en el corpus de *los clásicos* oscila en torno a la tasa *natural* de interés, que equilibra la oferta y la demanda de fondos monetarios y además tiene la virtud de corresponder a un ritmo de crecimiento armónico (Keynes 1936, Chick 1983).

El planteamiento descrito sobre la determinación de la tasa de interés se conoce como la *teoría de fondos prestables*, puesto que apela a la existencia de un mercado donde se intercambian fondos dinerarios atesorados y disponibles para ser prestados e invertidos, como si fuesen una mercancía. En la gráfica 2.1 (b) se puede apreciar una representación esquemática de esta teoría. El producto social Y se divide entre consumo, C , y ahorro, S . Esta división genera un cambio en el dinero atesorado, ΔH , que está disponible para ser adelantado como inversión. Al mismo tiempo, existe la posibilidad de incrementar el excedente monetario impreso, mediante emisión crediticia ΔM^S , para adelantar el incremento como inversión – causando “ahorro forzado” mediante la depreciación de la moneda. La demanda de fondos disponibles para realizar inversiones (I) es una función decreciente de la tasa de interés, puesto que ninguna inversión con una rentabilidad esperada por debajo de la tasa de interés se realizaría razonablemente con fondos prestados. La oferta de fondos disponibles está compuesta por ΔH y ΔM^S ; ambos son función creciente de la tasa de interés, puesto que, ante pagos de intereses más atractivos, aumenta el incentivo tanto para

el ahorro como para la emisión crediticia excedentaria. Bajo estas condiciones, la tasa natural de interés, r^* , es aquella que equipara la demanda de fondos para la inversión, I , con la oferta de ahorros disponibles para la inversión.

En la teoría de Keynes se subvierte este esquema de manera tajante, aunque sorprendentemente este aspecto de su teoría ha sido distorsionado a tal grado que en la síntesis neoclásica-keynesiana no existe en absoluto (Tily 2007). Keynes define al ahorro y a la inversión de manera tal que ambos son equivalentes. Desde una perspectiva agregada, ambos, ahorro e inversión, son aquella porción del producto que no se consume dentro del periodo en cuestión. Si bien un individuo puede terminar un periodo dado con un excedente o déficit neto, para una economía cerrada no puede existir ninguno de éstos, ya que la deuda de un individuo es por definición el título de acreedor de otro.⁷⁵ Siendo así, no tendría sentido hablar de un ahorro excedentario (por encima de la inversión) o una inversión deficitaria (por encima del ahorro) en una economía cerrada. Como señala Chick (1983, capítulo 9), la definición de Keynes no carece de cierta incomodidad, pues nos obliga a contabilizar los ahorros de los hogares, atesorados en forma dineraria y sin ser canalizados a ningún banco que los facilite como fondos para la inversión (“billetes bajo el colchón”), como si fueran una especie de inversión.⁷⁶ No obstante ello, la identidad ahorro-inversión es considerada por algunos exponentes destacados de la escuela post-keynesiana como uno de los pilares centrales del planteamiento macroeconómico de Keynes (Tily 2007)⁷⁷. Cabe señalar sobre este punto que la lectura de Keynes por parte de los post-keynesianos no es monolítica, y pueden existir divergencias, incluso taxónomicas, sobre estos conceptos fundamentales (una discusión introductoria muy general sobre este punto se puede encontrar en Snowdon y Vane, 2005).

La consecuencia inmediata de esta definición es que no puede hablarse de una tasa natural de interés como aquella que equipare la oferta y la demanda de fondos prestables, es decir que equipare al ahorro con la inversión, puesto que éstos ya son equivalentes por definición.

Como alternativa y contraparte a la teoría de fondos prestables, con la teoría de la preferencia por la liquidez Keynes (1936) propone, en primer momento, una determinación alternativa para la tasa de interés, pero además de eso provee una explicación sobre por qué una economía de mercado⁷⁸

⁷⁵ Keynes (1936, p.22) apunta, por ejemplo, en el prefacio a la edición francesa de *Teoría General*: “Quite legitimately we regard an individual's income as independent of what he himself consumes and invests. But this, I have to point out, should not have led us to overlook the fact that the demand arising out of the consumption and investment of one individual is the source of the incomes of other individuals, so that ... a relationship is set up between aggregate savings and aggregate investment which can be very easily shown, beyond any possibility of reasonable dispute, to be one of exact and necessary equality. Rightly regarded this is a banale conclusion. But it sets in motion a train of thought from which more substantial matters follow.”

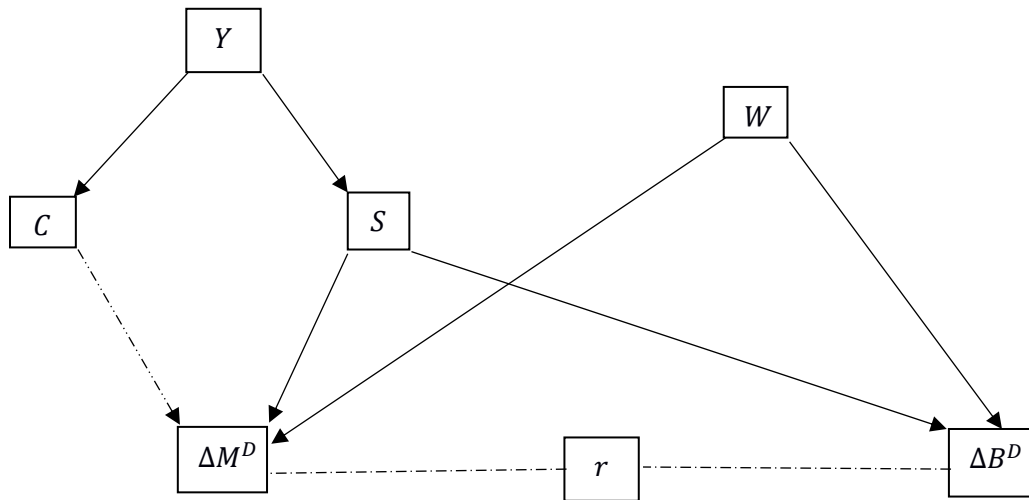
⁷⁶ La propia Chick (1983) no es enteramente consistente en el uso de estas definiciones, pues llega a hablar del nivel de ahorro ajustándose al nivel de inversión y viceversa.

⁷⁷ Como señala Tily (2007), la identidad ahorro-inversión no es parte del *Tratado Sobre el Dinero*, sino que es solamente hasta la *Teoría General* que Keynes adopta esta concepción. Chick (1983) hace bien en señalar que los mecanismos microeconómicos por medio de los cuales se valida la identidad no están plenamente desarrollados en Keynes (1936).

⁷⁸ Keynes (1936) usa el término “economía de mercado” o “economía de libre mercado” para referirse a una economía capitalista. Ambos conceptos son equivalentes, si se considera que solamente en el capitalismo el mercado pasa a ser la forma principal de intercambio social (Marx 1867), no obstante que la existencia del mercado preceda al surgimiento del capitalismo por siglos.

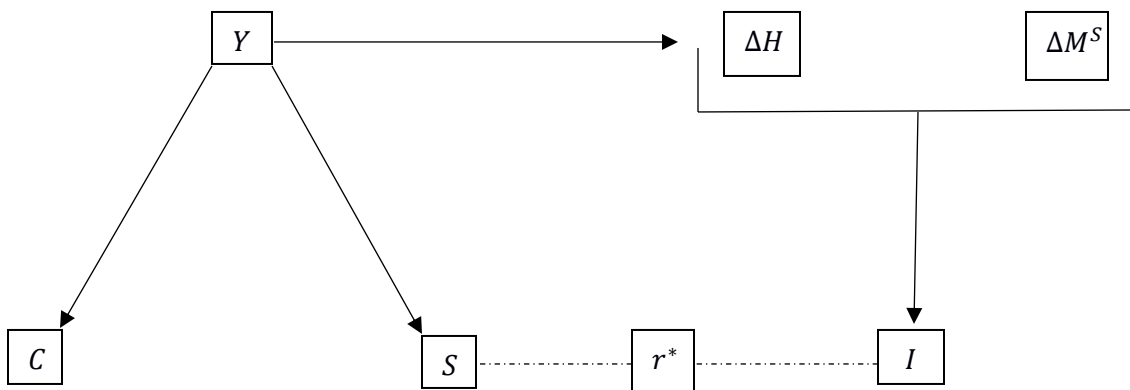
tiende a generar un nivel de inversión insuficiente para el pleno empleo. En la gráfica 2.1 se puede apreciar una comparación esquemática entre la teoría de fondos prestables y la teoría de la preferencia por la liquidez de Keynes. Para éste, el producto total se divide entre consumo, C , y ahorro, S ; el consumo exige una masa dineraria para pagar salarios y otras fuentes de ingreso con las cuales se adquieren mercancías. El ahorro, por otro lado, puede ser atesorado en forma dineraria o puede ser convertido en activos financieros, de entre los cuales Keynes aborda de manera representativa a los bonos, pues son una forma de préstamo a interés. Al mismo tiempo, existe una masa de riqueza financiera W que ha sido acumulada de periodos previos, y que enfrenta la misma disyuntiva entre asumir forma dineraria o asumir forma de activos financieros. Lo que determina la tasa de interés para Keynes es la preferencia por la liquidez que existe en determinado momento; es decir, con qué propensión prefieren los agentes acumular su riqueza en forma dineraria en lugar de acumularla en una forma tal que les aporte rendimientos a ellos y que pueda ser canalizada hacia la inversión productiva por otros. Dicha preferencia estaría afectada por la prima de liquidez; esto es, la conveniencia de tener dinero disponible a mano de manera inmediata para las transacciones que resulten pertinentes.

Gráfica 2.1 Teoría de fondos prestables y teoría de preferencia por la liquidez, representación esquemática



(a) Esquema de Keynes

Los símbolos ΔM^D y ΔB^D representan el aumento en la demanda de masa monetaria y el aumento en la demanda de bonos a interés, respectivamente. Y es producto, C es consumo, S son fondos ahorrados, W es riqueza acumulada, r es la tasa de interés.



(b) Teoría de fondos prestables

Los símbolos ΔH y ΔM^S representan el cambio en dinero atesorado y el cambio en la oferta de dinero, respectivamente; r^* es la tasa natural de interés. I es la inversión.

Fuente: Adaptación propia con base en Chick (1983)

Hay varios motivos por los cuales los hogares y las empresas pueden preferir acumular sus reservas de riqueza en forma dineraria, y son tanto coyunturales como estructurales. Keynes (1936) los agrupa en las siguientes categorías: a) motivo de transacción; b) motivo de precaución; c) motivo de financiación; y d) motivo de la especulación. A continuación, se abordan cada uno de estos (Keynes 1936, Chick 1983).

El motivo de la transacción abarca tanto la necesidad de los hogares por mantener reservas dispuestas para el consumo, como la necesidad de las empresas por mantener un fondo dinerario dispuesto para el pago de salarios y la adquisición de insumos durante el curso de un ciclo productivo. Al mismo tiempo, los hogares procuran mantener un fondo de reserva en caso de alguna contingencia, y con mayor razón las empresas requieren de un fondo dinerario prontamente disponible para el caso de alguna coyuntura no prevista, así como también para prever oscilaciones en el precio de los insumos que adquieren, o en caso de que los ingresos por venta de sus productos sean menores a los esperados; los anteriores casos se comprenden bajo motivo de precaución. El motivo de la financiación se refiere a la necesidad de obtener reservas dinerarias antes de iniciar cualquier proyecto nuevo de inversión, ya sea para aumentar la capacidad productiva instalada, o para emprender un proyecto enteramente nuevo. Todos estos motivos están orientados a fines productivos.

El motivo de la especulación en Keynes está íntimamente relacionado con la expectativa de oscilaciones en la tasa de interés. Ante cambios de precios de los activos financieros –derivados de oscilaciones en la tasa de interés–, surge la posibilidad de que especuladores hagan ganancias intentando anticipar estos movimientos de precios. Sin embargo, el motivo de la especulación no es privativo de especuladores; bajo ciertas condiciones inversionistas involucrados en la producción y comercialización de bienes deben acumular reservas dinerarias y tratar de adelantarse a oscilaciones en el precio de activos financieros y tasas de interés con tal de no ver su riqueza disminuida tras desvalorizaciones de los activos en los que está depositada (Chick 1983). Abstrayendo este detalle, el monto de moneda atesorada por el motivo de especulación es función de la tasa de interés y no del nivel de producción de la economía. La existencia de un mercado de activos financieros relativamente estable depende de que haya una diversidad de compradores con distintos niveles de aversión al riesgo, que a determinada tasa de interés puedan preferir acumular mayores o menores reservas dinerarias.⁷⁹

A manera de síntesis, se retoma el supuesto de Keynes (1936) de que la masa monetaria atesorada es función del nivel de producción y de la tasa de interés, según indica la fórmula

$$M = M_1(Y) + M_2(r)$$
$$M_1(Y) = kY$$

⁷⁹ Chick (1983) nota con cierto asombro que es justamente la diversidad de propensiones al riesgo la que reduce la volatilidad en los mercados financieros.

La masa monetaria atesorada por los motivos de transacción, precaución y financiación (M_1) es a grandes rasgos proporcional al nivel de producción Y ; la masa dineraria atesorada para especular (M_2) es función de la tasa real de interés, r .⁸⁰

Aunque el monto de riqueza depositada en forma dineraria, según la definición del propio Keynes, constituye inversión, no hace crecer el monto de inversión-ahorro en ciclos de producción futuros. Por ello, una excesiva preferencia por la liquidez puede constituir un obstáculo para la gestación de una demanda agregada que posibilite el pleno empleo. De hecho, Keynes (1936) prevé que conforme aumenta la acumulación, la eficiencia marginal del capital⁸¹ enfrenta una tendencia a disminuir debido a la sobreoferta de bienes de capital y de las mercancías que son producidos por los mismos. En este entorno, la tasa de interés tendría que bajar al mismo ritmo que la eficiencia marginal del capital para garantizar que la inversión continúe hasta llevar a la economía nivel de pleno empleo; sin embargo, la tasa de interés se resiste a bajar adecuadamente, debido entre otras cosas a que el dinero, en tanto que no es producido en una economía moderna, es un especie de bien escaso que no aumenta al mismo ritmo que la economía en general (Chick 1983, capítulo 17)⁸²; el resultado es un aumento en la preferencia por la liquidez que induce tendencias a que incremente la tasa de interés, justo cuando debería estar disminuyendo. En este sentido, una de las preocupaciones centrales de la banca central debería ser facilitar una masa dineraria adecuada que permita bajas en la tasa de interés a un ritmo comparable al que disminuye la eficiencia marginal del capital.⁸³ Sin embargo, incluso éstas medidas pueden no ser suficientes en el corto plazo, si la caída en la eficiencia marginal de capital es lo suficientemente profunda, y es por ello que Keynes (1936) contempla medidas más contundentes, tales como una política fiscal expansiva e incluso una inversión estatal dirigida bajo esquemas no rentables para compensar la deficiencia en la inversión privada en tiempos de necesidad.⁸⁴

Es importante notar que, para Keynes, la definición del dinero depende de su grado de liquidez, es decir que no se restringe a considerar como dinero solamente los billetes emitidos por la banca central, sino que asume que en dado momento la definición puede ampliarse para incluir otros medios de cambio que tengan un nivel de liquidez comparable. Chick (1983) señala este rasgo como uno de los aspectos que hacen más robusta a la teoría de Keynes, pero también hace necesaria

⁸⁰ Esta función se explica apelando a una tasa de interés “normal” que no está del todo fundamentada en Keynes (1936). Ver en este respecto Chick (1983).

⁸¹ La eficiencia marginal del capital (emc) es la tasa interna de retorno esperada sobre inversiones de capital. Keynes la define como la tasa de descuento d que satisface la igualdad $P_K = \sum_{i=1}^n \frac{\pi_i}{(1+d)^i}$, donde P_K es el precio del bien de capital en cuestión, n es la cantidad de años de vida económica de dicho bien de capital, y π_i es la ganancia “imputable directamente” a la inversión en el año i . La literatura de estudios de negocios constata que este índice no carece de problemas, el primero de los cuales es la existencia de múltiples soluciones para la ecuación que le define. Adicionalmente, el índice supone de manera implícita una tasa reinversión para los flujos generados por cualquier proyecto, que es equivalente a la tasa de financiamiento, ambas de las cuales son equivalentes a la tasa de generación de flujos de la inversión propiamente dicha. Ver, por ejemplo, Kelleher y MacCormack (2005).

⁸² Keynes escribe en un contexto en el que continúa el patrón oro en la mayoría de los países.

⁸³ Por ello se ha dicho que las políticas de flexibilización cuantitativa y las de tasas de interés cercanas a cero tienen inspiración keynesiana.

⁸⁴ En este respecto, el propio Keynes (1936) ya hace el señalamiento de que la tasa de interés sólo incide sobre la tasa de inversión en tanto que cambios en las expectativas de la eficiencia marginal de capital no ahoguen el efecto. Chick (1988a) hace un oportuno recordatorio en este sentido.

una reconsideración de sus fundamentos en un contexto en el que el dinero y la banca han evolucionado para subvertir el supuesto de que el dinero es un bien escaso, fijado de manera exógena. La elaboración de lo que implica un dinero que sea endógeno al modelo del sistema económico ha conducido a la escuela post-keynesiana hacia una reformulación de Keynes (1936) que lo trasciende, incluso cuando los autores que la conforman reivindican los planteamientos originales de este autor, de cara a las adaptaciones que se le han hecho a su teoría para asimilarle a la síntesis neoclásica-keynesiana (Tily 2007).

b) Dinero endógeno

La escuela post-keynesiana comparte con Keynes el rechazo a la teoría de fondos prestables, y en ese aspecto marca una diferencia clara con la síntesis neoclásica-keynesiana que, según se argumenta, presenta una versión distorsionada del legado teórico de este autor, le hace asequible a la teoría económica convencional y coarta su esfuerzo por reformular la teoría económica de manera “radical” (Tily 2007). Al mismo tiempo, desde esta escuela de pensamiento se argumenta que varios aspectos de la teoría monetaria de Keynes se han vuelto obsoletos por el propio desarrollo de la banca, y que es necesario reformular algunos de sus principios fundamentales (Chick 1986, 1988a, 1988b).⁸⁵

De manera puntual, se ha cuestionado la validez de la teoría de la preferencia por la liquidez frente a los últimos desarrollos de la banca. Por ejemplo, Chick (1988a) hace hincapié en la creciente desvinculación entre la emisión crediticia y las reservas existentes, y en lo que, argumenta, es una desvinculación entre tasas de interés y el nivel de inversión (Chick 1988a). Ciertamente, para el propio Keynes (1936), no existe una relación inmediata entre tasa de interés y nivel de inversión, sino que más bien la tasa de interés influye, junto con las percepciones colectivas de un futuro fundamentalmente incierto, en la conformación de la eficiencia marginal de capital. A su vez, la eficiencia marginal del capital es determinante en la demanda efectiva y el nivel de inversión. Sin embargo, como ha señalado Tily (2007), el papel macroeconómico de la tasa de interés fue enfáticamente desarrollado por Keynes, y la influencia que ésta tiene en su concepción de las posibilidades económicas no debe ser menospreciada. Así pues, los cuestionamientos de Chick (1988a, 1988b) deben entenderse en el sentido de que la influencia de una política acertada de la tasa de interés tiene, en una economía capitalista con casi cincuenta años adicionales de desarrollo⁸⁶, un menor alcance del que pudo vislumbrar Keynes en su tiempo.

En general, los autores post-keynesianos comparten con Keynes la noción fundamental de que la inversión crea el ahorro y por lo tanto no está acotada *ex ante* por él. Sin embargo, en Keynes sí existe la precaución de evitar una corrida bancaria por la vía el mantenimiento de una proporción de reservas a emisiones. De acuerdo con las apreciaciones críticas post-keynesianas, dicho criterio se estaría desdibujando en etapas posteriores del desarrollo de la banca (Chick 1988a). Aquí cabría

⁸⁵ Chick (1983) perfila su rechazo a la teoría de fondos prestables argumentando que fue válida para una primera etapa anterior del desarrollo de la banca. Otros planteamientos son más radicales. Por ejemplo, Wray (1993) plantea que en esencia todo dinero no es más que una promesa de pago respaldada por alguna institución política con la debida autoridad. Gräber (2011) aporta una propuesta incisiva sobre los orígenes del dinero en la que argumenta que en esencia éste siempre estuvo basado en la relación acreedor-prestamista.

⁸⁶ Esto es, casi cincuenta años desde la perspectiva de la autora; desde la nuestra, casi noventa.

evaluar la validez de estos señalamientos a la luz de las discusiones de Keynes (1930) sobre el dinero como unidad de cuenta: en particular, cabría preguntarse si la caracterización de la liquidez como un bien ‘no-reproducible’ implica alguna restricción proporcional a las reservas disponibles en manos de la banca (ver también Snowden y Vane 2005, capítulo 8).

Sea cual fuere la conclusión de semejante investigación, lo cierto es que, en el análisis post-keynesiano, el criterio para la emisión crediticia pasa a ser la rentabilidad esperada de cada emisión, en un entorno en el que los bancos, crecientemente concentrados, pero en tenaz competencia, buscan atraer una parte mayor de los depósitos y aumentar sus emisiones crediticias. De esta forma, la subordinación de la banca central a las emisiones de la banca privada se traduce en una virtual imposibilidad para limitar la masa dineraria circulante, y los cambios en la tasa de interés pierden incidencia frente a formas alternativas de financiamiento. En este entorno, se vuelve menos relevante expresar el nivel de inversión como función de la tasa de interés⁸⁷, incluso para una ventana de tiempo determinada, como también se vuelve ambiguo expresar la tasa de interés como resultante de la oferta de dinero y la preferencia por la liquidez (Íbid.)⁸⁸.

Es notable que autores como Chick (1986, 1988a, 1988b) se adelantasen por décadas a problemas teóricos planteados por el desenlace de políticas concretas, como el que presenta la futilidad de la política de tasas de interés cercanas a cero, de cara ante una inversión insuficiente (ver capítulo 1). Es por ello que el énfasis que ha puesto la corriente post-keynesiana sobre los efectos del dinero endógeno es una de sus aportaciones más valiosas. En el esquema evolutivo de la banca de Chick (1986, 1988a), lo que se describe a continuación como los mecanismos de dinero endógeno corresponden a la última fase de la evolución de la banca.

Como planteamiento básico a la existencia del dinero endógeno está la capacidad de la banca para generar dinero crediticio sin estar atada por restricciones en el nivel de reservas. Si en la economía neoclásica se conceptualiza a los bancos como intermediarios de fondos prestables que canalizan ahorros hacia inversionistas productivos y generan una ganancia por el diferencial entre las tasas de interés que pagan a sus depositarios y aquellas que les cobran a sus prestamistas, en realidad los bancos son capaces de crear dinero *ex nihilo* siempre que abren una cuenta para uno de sus clientes. Muchas transacciones pueden llevarse a cabo sin intermediación de papel moneda, creando depósitos en cuentas bancarias y ajustando cuentas en el mercado interbancario. Las transferencias de dinero de alto poder de la banca central entre bancos son menores comparados con la masa de circulante que el sistema bancario gestiona para sus clientes. El nivel de apalancamiento no está restringido de antemano por una porción exógena entre préstamos emitidos y reservas existentes, y la banca central tiene en última instancia la capacidad de satisfacer las exigencias de crédito de la banca privada. Más aún, la lógica del mercado suele operar en el sentido de presionar a la banca central a satisfacer dichas exigencias, so pena de imponer desaceleración económica a un sistema de por sí ya vulnerable a volatilidades financieras.

⁸⁷ “Los bancos han aprendido a volver sus pasivos atractivos no sólo en la caída sino también en los buenos tiempos, a cualquier nivel general de tasas de interés” (Chick 1988a, p. 204).

⁸⁸ Chick (1986, 1988a) desarrolla seis etapas en la historia de la banca basándose en los desarrollos de Gran Bretaña, sin una clara delimitación temporal, pero distinguiendo claros cambios en su funcionalidad. Lo que aquí se describe corresponde a las etapas cinco y seis.

Es en este sentido que se habla del crédito como dinero endógeno, pues es un medio de circulación que efectivamente se crea y se destruye para propósitos de la circulación de capital, sin que medie existencia previa de fondo acumulado alguno. La banca no requiere de un depósito para efectuar un préstamo, sino que, a la inversa, crea un depósito en el acto de efectuar un préstamo: el último le precede. Supóngase que el cliente A pide un préstamo al banco X. Inmediatamente X crea un depósito en la cuenta de A, que no es más que un registro electrónico de que se hizo la transacción correspondiente. El cliente A, quien es industrial, le paga a B con un cheque por concepto de compra de insumos; B a continuación deposita el cheque en el banco X, el cual registra que han disminuido los fondos en la cuenta de A y han aumentado los de la cuenta de B. Hasta este punto, dichos fondos no son más que información electrónica en el sistema del banco X. Eventualmente, A recibe un cheque de C por concepto de venta de productos industriales. C tiene una cuenta en el banco X, y al depositar A su cheque, el banco registra que la deuda de A se ha disminuido y que los depósitos de C han disminuido también. De esta manera, siempre que A realice compras y ventas con otras personas jurídicas adscritas al banco X, puede realizar todas sus transacciones sin que medie papel dinero alguno y sin requerir ningún ahorro previamente disponible: basta con tener el respaldo de X. En la medida en que A resulte capaz de solventar sus deudas, el dinero creado de esta manera será destruido crónicamente. Por otro lado, X puede emitir cuantos préstamos le resulten convenientes sin requerir reservas de oro o, incluso, en este ejemplo, sin requerir dinero de alto poder de la banca central. En este sentido, el dinero crediticio en circulación es endógeno al nivel de actividad económica; se crean fondos para cada periodo de producción y se destruyen al terminar este y saldarse las cuentas correspondientes. No hace falta más que la autoridad institucional de X para respaldar todo el ciclo productivo.

La situación no es en esencia distinta cuando A, B y C tienen cuentas en bancos distintos, denotados por X, Y y Z, respectivamente. En este caso, X, Y y Z deben intercambiar en el mercado interbancario los cheques que tenga cada uno a cuenta de los demás. Tras contar todos los depósitos respaldados por el banco Y en manos del banco X y viceversa, éstos se intercambian mutuamente, y si queda algún remanente -por ejemplo, un excedente de dinero crediticio del banco X en manos del banco Y-, entonces X le paga a Y con dinero de alto poder de la banca central. El mismo ajuste se resuelve entre los bancos Y y Z, así como entre X y Z. En conjunto, las reservas de la banca siguen siendo las mismas y se facilitó la circulación de capital sin mediar la creación de ahorro previo alguno. Lo único que cambió es la distribución de dinero de alto poder emitido por la banca central entre los fondos de X, Y y Z. Bajo una operación normal del sistema bancario, la banca central podrá emitir mayores cantidades de dinero de alto poder para solventar las carencias de cualquiera de los tres bancos en cuestión.

La centralidad del dinero endógeno no quiere decir que los bancos no enfrenten limitaciones en absoluto para la emisión de crédito, abstrayendo de la reglamentación gubernamental; los bancos tienen que considerar su propia rentabilidad y ello implica, entre otras cosas, evaluar el riesgo de no pago -eso implica valorar la rentabilidad de los proyectos de sus clientes constantemente, así como la solvencia de los hogares. Una parte de sus pasivos sí implican la obligación de dar papel dinero bajo solicitud y que tienen que considerar su solvencia al decidir su nivel de emisión. Más aún, en caso de que un banco llegue a cierre de operaciones con un nivel de reservas menor al exigido por las autoridades bancarias (en el caso de Estados Unidos, la Reserva Federal), debe de negociar un préstamo por parte de otras instituciones en el mercado “nocturno”, teniendo que pagar

por ello alguna tasa cercana a la *tasa de fondos federales*.⁸⁹ En última instancia, un banco sujeto a exigencias de pago significativamente más allá de sus reservas líquidas está obligado a refinanciar su deuda, y su capacidad de refinanciarse dependerá de su estructura de flujos y de su credibilidad institucional; en caso de no encontrar prestamistas, estará sujeto a la merced de la banca central que puede decidir rescatarlo con una inyección de crédito o dejarlo ir a la quiebra. En la última etapa del desarrollo de la banca (Chick 1988a), dicha posibilidad se vuelve más remota, puesto que los bancos fijan una meta para su nivel de emisión, independientemente de sus fondos disponibles, y posteriormente se las arreglan para atraer a sí dichos fondos, sabiendo que están respaldados por la banca central.⁹⁰ Sin embargo, como nos ha recordado el desenlace de la crisis del 2008, no desaparece la posibilidad de que la banca central decida dejar hundir a un banco que es incapaz de respaldar sus emisiones excedentarias más allá de cierto nivel, en última instancia discrecional. El nivel de emisión de la banca no es, en cualquier caso, arbitrariamente grande, ni completamente independiente del sistema económico real al que financia.

El dinero endógeno se conceptualiza como la emisión de promesas de pago, signos de valor, por parte de instituciones jerárquicamente estructuradas, en las que cada estrato de la estructura se compromete a respaldar sus promesas con signos de valor emitidos por los escaños superiores. El escaño dominante de la estructura sería la banca central, con la importante salvedad de que, en el comercio mundial, el esquema se complicaría para considerar la predominancia de unas monedas sobre otras como dinero mundial (p. ej. Minsky 1986, Wray 1993, Nersisyan y Dantas 2017).

Partiendo de estas consideraciones, los determinantes centrales para el nivel de emisión de dinero crediticio de la banca se encuentran en el nivel de actividad económica, las metas de emisión fijadas por la banca, la demanda de crédito, la rentabilidad de los capitales que demandan ese crédito, y el nivel de riesgo que enfrentan en sus inversiones (y que para el banco son riesgos de no pago); la existencia previa de ahorros no juega un papel relevante (Tily 2007, Chick 1986, 1988a, 1988b).

El rechazo de la teoría de fondos prestables y el reconocimiento de la centralidad del dinero endógeno en una economía con un sistema financiero altamente desarrollado tienen implicaciones considerables para cualquier análisis económico. Incluso desde modelos básicamente neoclásicos, la mera introducción de una banca que no es intermediaria de fondos prestables, sino emisora de dinero, engendra predicciones de mucha mayor volatilidad financiera y mayor impacto en la economía real, ante perturbaciones que en otro caso serían menores (p. ej. Jakab y Kumhof 2015). Más importante aún, sería difícil entender el crecimiento impresionante de la masa de crédito que fue abordado en el primer capítulo, sin tener en cuenta la capacidad de la banca para crear circulante sin mayor consideración que las expectativas de su propia rentabilidad. Para Minsky (1986), quien asentaría su influencia entre autores adherentes a la escuela post-keynesiana, la cualidad endógena del dinero implica, entre otras cosas, la propensión del sistema financiero a generar una masa de signos de valor excedentarios, por encima de las ganancias que generan las

⁸⁹ En la operación común de la banca, el mercado nocturno para saldar requisitos de reservas es de uso común, pero en principio un banco no puede alejarse sistemáticamente del nivel de reservas requerido sin enfrentar costos por ello.

⁹⁰ Por ello anota Chick (1988a) con ironía que la Banca Central de Inglaterra ha pasado de ser el prestamista de última instancia a ser el prestamista de *primera instancia*.

unidades productivas, comerciales y financieras para respaldar sus promesas de pago. En este entorno, la política pública enfrenta disyuntivas crónicas entre satisfacer las exigencias por parte del entramado financiero de respaldar los circulantes con emisiones de liquidez de la banca central, alentando procesos de inflación de activos; o, como alternativa, propiciar un cese en la inflación de precios de activos financieros, suscitando una crisis por deflación de deudas. Como será retomado en el siguiente capítulo, éste es acaso uno de los puntos de encuentro más interesantes del corpus post-keynesiano (en la medida en que Minsky sea considerado parte de él) con la crítica de la economía política.

Para los autores post-keynesianos, si bien la financierización ha significado una modificación sustancial de la dinámica de la banca y el financiamiento de la inversión, el motor central del crecimiento económico en una economía capitalista sigue siendo la demanda efectiva de Keynes (1936). Los efectos nocivos de la financierización se traducen en múltiples trabas al desarrollo de una demanda efectiva suficiente para la consecución de una trayectoria de crecimiento hacia el pleno empleo. La base para estos análisis es la teoría macroeconómica del crecimiento en Keynes (1936), misma que se esboza a continuación.

Determinantes estructurales del crecimiento

La *Teoría General* de Keynes rompe con el planteamiento de la economía neoclásica de que una economía de mercado sin distorsiones de precios se conduce por sí misma a un equilibrio de pleno empleo; Keynes plantea la existencia de múltiples equilibrios, de entre los cuales el pleno empleo es sólo una posibilidad, que no se alcanzaría más que de manera fortuita si no fuera por la debida intervención del gobierno. Uno de los impedimentos centrales para la consecución del equilibrio de pleno empleo es la insuficiencia de demanda efectiva, producida a su vez por una deficiencia crónica de demanda agregada. La demanda agregada se configura en la teoría de Keynes como el motor central del crecimiento económico, y las contribuciones de autores post-keynesianos sobre el impacto de la financierización de una manera u otra versan sobre limitaciones impuestas sobre la demanda agregada.

La demanda agregada se compone de la inversión y del consumo; la deficiencia de la suma de estos para ajustarse a las posibilidades de crecimiento redundará en crecimiento ahogado prematuramente y que no consigue llegar al pleno empleo.

a) La demanda efectiva como motor, la demanda agregada como base

Si en una comunidad potencialmente rica el incentivo para invertir es débil, entonces, a pesar de su riqueza potencial, la actuación del principio de la demanda efectiva la empujará a reducir su producción real hasta que a pesar de dicha riqueza potencial, haya llegado a ser tan pobre que sus excedentes sobre el consumo se hayan reducido lo bastante para corresponder a la debilidad de incentivo para invertir.⁹¹

⁹¹ "If in a potentially wealthy community the inducement to invest is weak, then, in spite of its potential wealth, the working of the principle of effective demand will compel it to reduce its actual output, until, in spite of its potential wealth, it has become so poor that its surplus over its consumption is sufficiently diminished to correspond to the weakness of the inducement to invest."

(Keynes 1936, p. 31)

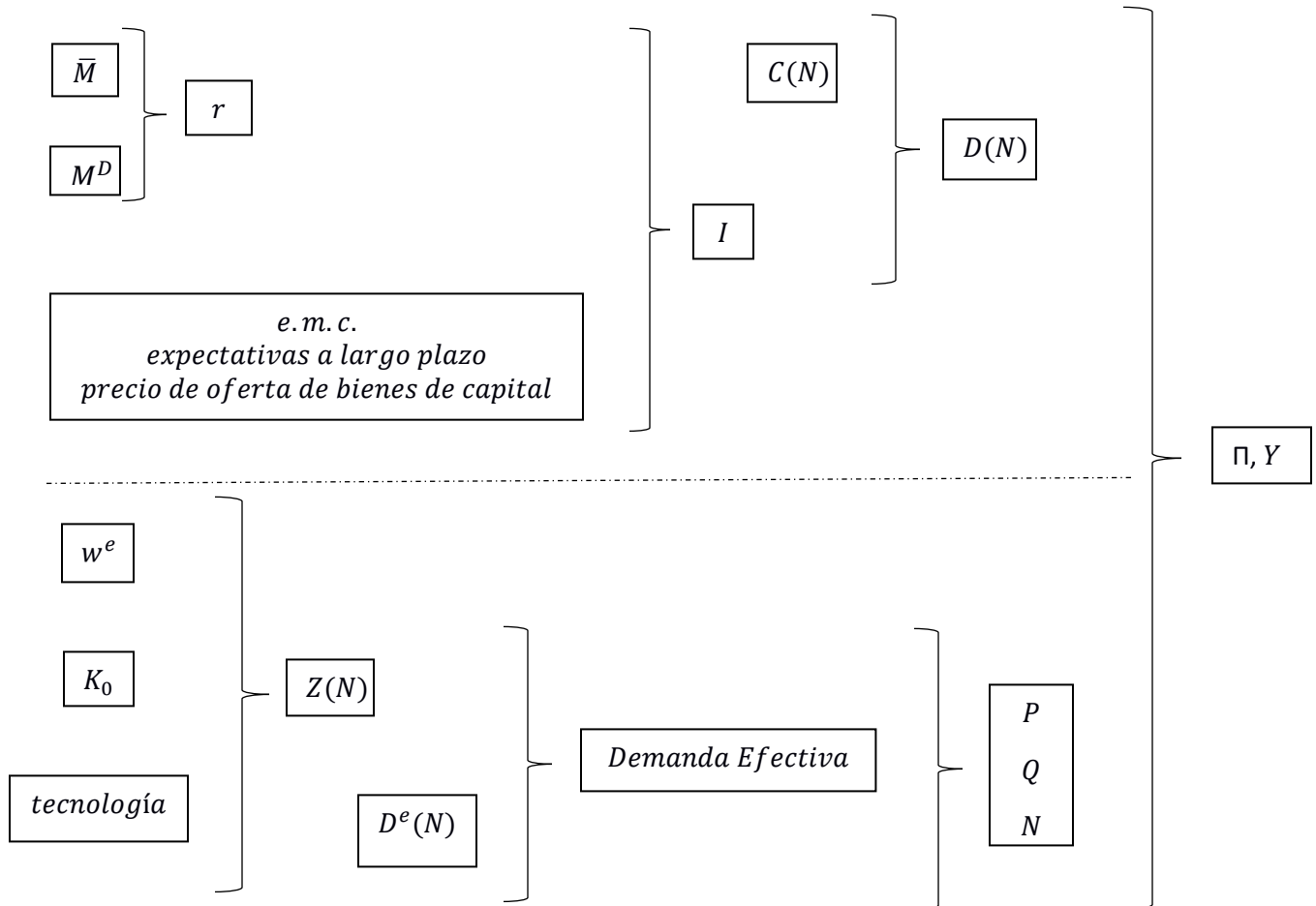
Se esboza a continuación lo que Chick (1983) llama el modelo estático de la teoría de Keynes y que constituye la base de una concepción dinámica de la economía. El modelo estático describe lo que podría llamarse un ciclo discreto de producción en el “corto plazo”⁹² y que estaría integrado en una secuencia dinámica de ciclos de producción que describen el desarrollo de la economía en un mundo sin cambios en la tecnología y en las “posibilidades de producción”.⁹³ En este sentido, la validez incluso del modelo dinámico de la economía estaría acotada a un periodo de tiempo breve durante el cual se puede suponer ausencia de cambio técnico y de cambios trascendentes en la estructura productiva.

El siguiente esquema es un “modelo estático de un proceso dinámico” (Chick 1983); por ello incorpora el papel de las expectativas y la incertidumbre de manera tal que puede fungir como la base para un análisis dinámico de la economía. La gráfica 2.2 ilustra la secuencia de causalidad en el modelo estático.

⁹² Siguiendo la costumbre, el *corto plazo* no es un periodo de tiempo sino una abstracción en la que se permite que se tomen decisiones sobre los niveles de producción, empleo, inversión y consumo, pero se asume que la infraestructura para la producción de insumos de capital permanece constante, y que las decisiones de producción se toman sin variaciones en el capital fijo existente.

⁹³ En este sentido se parece más al concepto de reproducción en Marx que al de acumulación.

Gráfica 2.2 Conformación de ganancia y producto agregado; ciclo discreto de producción



Fuente: Adaptación propia con base en Chick (1983)

Los símbolos \bar{M} y M^D son masa monetaria y demanda de fondos monetarios, respectivamente. Las siglas $e.m.c.$ denotan eficiencia marginal de capital; $C(N)$ y $D(N)$ denotan al nivel de consumo y nivel de demanda agregada como función del nivel de empleo; $D^e(N)$ es la estimación de demanda agregada que llevan a cabo, en conjunto, las empresas; w^e es el nivel salarial que ofrecen los empresarios al principio del periodo (esperando atraer suficiente fuerza de trabajo); K_0 es la masa de bienes de capital heredada de periodos anteriores; I es la inversión efectuada durante el periodo; $Z(N)$ es la llamada función de demanda agregada, que expresa el monto de ingresos de las empresas que sería necesario para validar el nivel de producción asociado a cada nivel de empleo; P , Q y N son el nivel de precios, cantidades de producción y nivel de empleo, respectivamente; Π y Y son la masa de ganancias y nivel de producción, respectivamente.

El ciclo comienza con un monto dado de masa monetaria \bar{M} , fija de manera exógena⁹⁴ o simplemente heredada de periodos anteriores. La demanda de dinero M^D depende del nivel de producción Y_0 del periodo anterior y de las expectativas sobre la tasa de interés. Dada la masa monetaria disponible y la demanda de dinero (según la preferencia por la liquidez), la tasa de interés r está determinada.

El nivel de inversión se determina según la tasa presente de interés y de las expectativas a largo plazo que guarden los inversionistas sobre los rendimientos futuros de sus inversiones y sobre el nivel de demanda futuro. Una consideración crítica es que las expectativas a largo plazo son relativamente autónomas de las variaciones a corto plazo; los empresarios proyectan sus inversiones a largo plazo y no cambian sus proyectos por la eventualidad de un mal año.

Hay dos factores centrales en la determinación de estas expectativas de rendimiento: a) las expectativas de demanda futura; y b) los precios presentes de la inversión. La eficiencia marginal del capital es la tasa de rendimiento sobre el precio de compra de los bienes de capital para un proyecto de inversión; tiene un factor subjetivo irreducible pues está calculada según las ganancias esperadas a futuro por determinado proyecto. Se supone aquí que los precios de mercado de los bienes de capital dependen de la demanda que haya de ellos, ya que en el corto plazo se utilizan las reservas pero no se amplía su producción. El precio de oferta de estos bienes depende entonces del nivel de inversión presente.

Una vez establecidas las eficiencias marginales, los precios de compra de bienes de capital y las expectativas a largo plazo de los inversionistas, junto con la tasa de interés determinan el nivel de inversión durante el periodo en cuestión. Con ello queda establecido uno de los componentes de la demanda agregada. El otro componente, el nivel de consumo C , es en buena medida una función del nivel de empleo, pero depende de manera singular de la distribución del ingreso.

En términos generales, los trabajadores gastan la mayor parte de sus ingresos mientras que los que perciben ingresos por concepto de renta o ganancias tienen una menor propensión al consumo, con lo que una mayor parte de sus ingresos no contribuyen a la demanda agregada durante el periodo en cuestión. Siendo así, una distribución del ingreso más cargada hacia la ganancia por propiedad engendrará un menor nivel de consumo, y en la medida en que esto no sea compensado con una mayor inversión, redundará en una menor demanda agregada.

Considerando constantes la distribución del ingreso y el nivel salarial durante un periodo de producción, Chick (1983) simplifica y expresa al nivel de consumo como función del nivel de empleo, $C(N)$. Una vez determinados el nivel de consumo y del monto de inversión, se tiene a la demanda agregada como función del nivel de empleo, $D(N)$.

En la parte inferior de la figura 2.2 se aprecia la secuencia de causalidad que lleva a un nivel de producción y empleo. Los empresarios comienzan ofreciendo un nivel salarial

⁹⁴ “La teoría de Keynes del dinero, el interés y la inversión se ve socavada si el dinero no es exógeno” (Chick 1983 p. 249). Cabe señalar que durante la mayor parte del periodo de financierización, han coincidido una baja tasa de interés con bajos niveles de inversión. Como ya ha sido señalado, Keynes (1936) admitía que los cambios en la eficiencia marginal del capital podrían socavar cualquier efecto de cambios en la tasa de interés sobre la inversión.

w^e que ellos esperan les permita atraer el nivel adecuado de trabajo para sus planes; este nivel se determina con base en experiencia pasada y suponiendo estabilidad de precios y una masa de desempleados suficiente como para no suscitar deficiencia en la oferta de empleo y una consecuente alza salarial. Dada una masa de bienes de capital K_0 heredada de periodos de producción anteriores y dada una tecnología determinada en la producción (también heredada de periodos anteriores), queda establecida una función de demanda agregada $Z(N)$ que asocia a cada nivel de empleo un valor que deberían recibir las empresas por su producto para que ese nivel de producción maximizara las ganancias de cada empresa. La función $Z(N)$ está relacionada con los montos salariales que deben ser cubiertos para cada nivel de empleo (y de producción).

Cada empresa realiza estimados del nivel de demanda al que se enfrentará su producto. La estimación agregada de demanda $D^e(N)$ es la función macroeconómica que es consistente con cada uno de estos estimados individuales. La intersección de la demanda esperada y la función de oferta agregada⁹⁵ es el punto de demanda efectiva; es decir, el nivel de empleo que hace que sean consistentes las decisiones de cada empresa con las expectativas de demanda agregada⁹⁶. Dada la demanda efectiva, no sólo el nivel de empleo N sino también el monto de productos Q manufacturados y el nivel de precios P quedan determinados.

Finalmente, este nivel de producción gestionado según las expectativas de demanda de los agentes debe ser contrastado con la demanda agregada realmente existente durante el periodo en cuestión. Al realizarse en venta toda o una parte del producto, según la demanda agregada existente, se determina tanto el monto agregado de ganancias para los empresarios Π y el nivel de producción efectivo (es decir, realizado en ventas) Y .

En caso de que haya discordancias entre la demanda esperada y la demanda agregada realizada durante el periodo en cuestión, esto conducirá a ajustes en la demanda agregada esperada por los empresarios en periodos posteriores. Dicho ajuste puede ser a la baja o al alza. Una secuencia de ajustes de la demanda esperada a la baja puede conducir a una trayectoria de retroalimentación a la baja en la medida en que bajas expectativas de demanda conducen a una menor demanda agregada realmente existente en periodos posteriores, reforzando expectativas negativas en el futuro y así sucesivamente. A la inversa, un incremento en la demanda agregada puede generar una trayectoria de retroalimentación al alza, al conducir a mayores expectativas de los inversionistas, que engendren un mayor nivel de empleo, una mayor demanda agregada, en turno validando mayores expectativas de demanda agregada.

En la concepción post-keynesiana, la financierización ejerce una deformación de la economía que coarta por varios canales la demanda agregada y frena el crecimiento económico en un nivel muy inferior al pleno empleo. Como se verá, lo que está detrás de este planteamiento es básicamente el modelo aquí descrito (Palley 2007, Hein 2009, Minsky 1986, Stockhammer 2004, 2012)⁹⁷.

⁹⁵ Que esta intersección exista no es algo trivial. En términos generales, se justifica aludiendo a los rendimientos decrecientes que se expresan en una función de producción con pendiente creciente y por la decreciente propensión al consumo que esperan las empresas con un mayor nivel de empleo.

⁹⁶ Es decir, sin modificar los insumos fijos existentes y sujetos a rendimientos decrecientes.

⁹⁷ Varios autores retoman planteamientos macroeconómicos de Kalecki (1954) que llevan a resultados similares, conjugándolos con Keynes (Minsky 1986); Hein (2009) retoma y propone el uso de un modelo inspirado en el trabajo de Steindl para incorporar el uso de capacidad ociosa.

b) El pleno empleo como único límite absoluto

El objetivo central de Keynes (1936) es fundamentar que una economía capitalista en la mayoría de los casos y sin la debida intervención gubernamental no se dirige hacia un estado de pleno empleo; no obstante, no hay en esta obra nada que plantee la imposibilidad de llegar al pleno empleo en una economía capitalista desarrollada – por el contrario, se asume como posible y deseable. Tampoco es uno de los objetivos de la obra explicar las causas del ciclo económico. Esto no quiere decir que su teoría sea incompatible con la existencia de ciclos de auge y recesión, o incluso que se pueda proveer de alguna explicación para este fenómeno desde su cuerpo teórico. De hecho, Minsky (1986) provee semejante explicación⁹⁸, apelando a los ciclos en la gestación de estructuras de financiamiento y deuda cada vez más frágiles, propiciados por la creciente propensión al riesgo de inversionistas y especuladores en épocas de auge.⁹⁹ Sin embargo, las causas de crisis o de recesión no son tan importantes para Keynes (1936) como lo son las medidas necesarias y posibles para salir de ella.

Ciertamente, Keynes (1936) hablaba de un estado de sobre-inversión, que consiste en un nivel de actividad inferior al pleno empleo en el que, sin embargo, las inversiones disponibles enfrentan rendimientos insatisfactorios. Por mucho que disminuya la tasa de interés, la eficiencia marginal del capital es tan baja que no se justifican mayores inversiones.¹⁰⁰ En este estado, la disparidad entre el nivel de consumo e inversión y el nivel de demanda agregada necesaria para conducir a la economía hacia el pleno empleo no se puede cubrir con inversión privada. Por mucho que aumente la masa monetaria, y por mucho que se presione la tasa de interés a la baja, la economía se enfrenta a lo que se le conoce como una trampa de liquidez, en la que los agentes prefieren acumular sus reservas en forma líquida antes que canalizarlos a la inversión, puesto que los rendimientos de la inversión no son suficientes para compensar por la prima de liquidez que el dinero supone.

Sin embargo, como señala Chick (1983), el bajo o nulo crecimiento no es en sí mismo el problema que preocupa a Keynes, sino el que esto suceda previo a la consecución del nivel de pleno empleo: el pleno empleo también es un estado de poco o nulo crecimiento. Keynes (1936) distingue claramente entre un estado de sobreinversión y un estado estacionario de pleno empleo.¹⁰¹ En este

⁹⁸ Minsky (1986) también retoma el planteamiento macroeconómico de Kalecki (1954); particularmente, su énfasis en los precios de mercado como determinados por costos de producción y por un margen de ganancia dictado por el grado de monopolio de las empresas, y que implica una distribución del excedente social entre ramos productivos.

⁹⁹ Minsky (1986) vincula la creciente importancia de estos ciclos a la creciente dificultad de asegurar montos de ganancia en la economía real que logren validar estructuras de deuda cada vez más complejas e imprescindibles para la inversión productiva en un entorno donde el grado de monopolio cobra mayor importancia. La versión de la teoría de Minsky que ha sido asimilada en el discurso económico dominante, especialmente después de la crisis del 2008 (el "momento Minsky"), ha sido depurada de las determinaciones pertinentes a la economía real. Para una crítica de la versión domesticada del planteamiento de Minsky, ver Palley (2009).

¹⁰⁰ "...la explicación más típica, y con frecuencia la predominante de la crisis, no es principalmente un alza en la tasa de interés, sino un colapso repentino en la eficiencia marginal del capital" (Keynes 1936, p. 301)

¹⁰¹ "[L]a situación, que estoy indicando como típica, no es aquella en que el capital sea tan abundante que la comunidad en conjunto no puede emplear más cantidad de una manera razonable sino aquella en que la inversión se hace en condiciones inestables y que no pueden perseverar, porque aquella obedece a expectativas que están condenadas a no realizarse" (Keynes 1936, pp. 305-306)

último, la inversión cae también a un nivel suficientemente bajo como para no generar crecimiento, y se limita a cubrir los gastos de reposición de bienes de capital. No obstante, el nivel de empleo es tal que se generan suficientes bienes de consumo para cubrir las necesidades de una población plenamente empleada. En este escenario, solamente habría un nuevo incremento en los niveles de inversión y un consecuente nuevo auge de crecimiento en el evento de que haya desarrollos tecnológicos que sean compatibles con una renovada eficiencia marginal del capital. Siendo así, cambiaría la composición de la función de consumo de los hogares, así como también las expectativas de los empresarios sobre los rendimientos futuros de sus inversiones. Cabría entonces la posibilidad de un crecimiento sostenido hasta llegar a un nuevo nivel de pleno empleo. Esta posibilidad de auge renovado a través de la técnica, sin embargo, es en cierto sentido un beneficio fortuito y no constituye uno de los objetivos capitales que se persiguen en la *Teoría General* de Keynes.

Lo anterior no implica que el estado estacionario de pleno empleo esté exento de conflictos con el orden social existente. Por ejemplo:

Las consecuencias sociales y políticas de estas características del estado estacionario obviamente son alarmantes. Yo no he visto que se hayan puesto a debate. No es difícil ver que el fin a largo plazo de la acumulación de capital amenaza la estructura social actual, y uno esperaría que los gobiernos tomaran acción para impedirlo.

Chick (1983, p. 347)

La concepción de Keynes al respecto era que con una suficiencia de bienes de capital perderían poder las clases rentistas, a favor de un bien generalizado para la población. En este sentido, propone que el estado estacionario de pleno empleo sería la “eutanasia del rentista”.¹⁰² Esto se debe a que la caída en la eficiencia marginal de capital está propiciada, según Keynes (1936), a dos factores: i) la saturación del mercado de los bienes finales para cuya producción la inversión está dirigida; ii) la sobredemanda y el consecuente sobreprecio de los bienes de capital que la inversión requiere en un plazo durante el cual su producción no puede aumentar significativamente, dado el supuesto de corto plazo.

El primer factor se puede contrarrestar hasta cierto punto aumentando el nivel de consumo, pero llega inexorablemente a algún límite: no se puede crecer más allá de lo que la demanda propiciada por el nivel de empleo permite. El segundo factor, por otro lado, se puede abatir efectivamente, propiciando una abundancia en la capacidad de producción de bienes de capital, de manera que la expectativa de las inversiones dirigidas a la producción de bienes finales de consumo no se vea coartada por ningún sobreprecio en los bienes de capital. Llegado al estado estacionario de pleno empleo, la escasez relativa de bienes de capital no sería un problema para el nivel de demanda agregada; sin embargo, esta última sería solamente suficiente para sostener el nivel de pleno empleo y no para crecer más allá. Lo significativo en Keynes (1936) es que, a pesar de su radical

¹⁰² Es interesante notar que Keynes usa un término que alude a una clase social que ya no es la dominante en el capitalismo, y cuya forma de apropiar excedente sin embargo se constituye como la principal traba, en su teoría, para lograr un bienestar generalizado para todas las clases sociales. La implicación es el carácter eminentemente progresista de la burguesía en la concepción de Keynes. Ello no obstante que el “rentista” en este caso es también un sector de la clase capitalista, imbuido con un poder monopólico presuntamente transitorio.

rompimiento con la escuela neoclásica, el pleno empleo sigue siendo el único límite absoluto, si bien existen múltiples impedimentos posibles que amenazan con frenar el crecimiento económico antes de llegar a ese nivel, y que son, en cierto sentido, propios a una economía capitalista, pero no por ello irresolubles dentro de ella. Keynes (1936) consideraba que ningún país durante la época en la que él vivió estaba siquiera cerca al estado estacionario de pleno empleo ni a una suficiencia de bienes de capital.

La concreción del pleno empleo exige de la intervención de un gobierno que dirija las inversiones hacia ramos que son necesarios, pero en donde el capital privado por sí mismo no se aventuraría, incluso cuando éstos no sean directamente rentables¹⁰³. Ello implicaría cierto grado de planeación central dentro de la economía capitalista, e incluso la coordinación de actividades de utilidad social que no sean directamente productivas desde una perspectiva de rentabilidad. Dicha intervención se torna tanto más complicada conforme los desarrollos tecnológicos que propicia el capitalismo son enfocados hacia la producción intensiva en capital y que ahorre costos de mano de obra lo más posible.¹⁰⁴ Es por eso que Chick (1983) lamenta el impacto del auge de la tecnología ahorradora de trabajo, y sugiere que otro tipo de desarrollo sería pertinente.¹⁰⁵ No obstante, en Keynes (1936) la inversión estatal no se plantea como un ejercicio progresivamente creciente, ni mucho menos como un sustituto gradual para los mecanismos de mercado en la asignación de inversiones y distribución del producto, sino estrictamente como un ejercicio provisional, si acaso recurrente, que funja como corrección a la economía de mercado y la dirija hacia una senda óptima de crecimiento. La existencia de esa ruta de crecimiento, sin embargo, sigue siendo un planteamiento axiomático de su teoría, no un resultado demostrado.

Desde la escuela post keynesiana, la posibilidad de llegar a un estado estacionario de pleno empleo exige una explicación de por qué la economía sigue en el estado actual de relativo estancamiento y crecimiento por debajo del potencial, dirigida a la solución de las trabas que impiden la consecución de esa ruta de crecimiento. La financierización se erige como una de las explicaciones de este estado lamentable. Los autores de esta corriente explican que la financierización deforma la estructura de demanda de la economía y con ello deprime el nivel de demanda efectiva, suscitando una trayectoria con sesgo a la baja en el crecimiento económico. Este impacto se efectúa por varias canales que se desarrollan a continuación.

¹⁰³ Es mejor si estas actividades tienen alguna utilidad social, pero en su defecto actividades inútiles como cavar diques también sirven su propósito, siempre que generen demanda agregada (Keynes 1936).

¹⁰⁴ “Pero aún viene lo peor: no solamente es más débil la propensión marginal a consumir en una comunidad rica, sino que, debido a que su acumulación de capital es ya grande, las oportunidades para nuevas inversiones son menos atractivas, a no ser que la tasa de interés baje lo bastante de prisa, lo cual nos lleva a la teoría del interés...” (Keynes 1936, p. 61).

¹⁰⁵ Como se verá en el siguiente capítulo, esta sugerencia se revela como ingenua desde la concepción marxista de la genética misma de la acumulación capitalista.

La financierización y la economía real

En el primer capítulo se abordaron las definiciones de Epstein (2005) y Palley (2007) de la financierización, que sugieren una de las ideas centrales del concepto en la literatura post-keynesiana: el dominio del sector financiero sobre la economía, y en particular su dominio sobre el capital industrial. El sector financiero se conceptualiza como una fuerza parasítica que, entre otras cosas, domina los objetivos de gobiernos, empresas y hogares, distorsiona la estructura de demanda, aumenta disparidades en el comercio internacional, somete a gobiernos periféricos; en general, cercena el desarrollo económico potencial en el mundo para lograr sus objetivos.

Aparejada a la idea de dominio de criterios y actores financieros está la de una fuga de excedentes hacia el sector financiero. Krippner (2004, p. 174), por ejemplo, define a la financierización como un “patrón de acumulación en el cual el lucro ocurre cada vez más a través de canales financieros en lugar de ocurrir a través del comercio y la producción mercantil”. Como se planteó en la sección anterior, la idea de una clase *rentista* que cobra preponderancia y absorbe una porción creciente del excedente tiene raíces en el cuerpo teórico de Keynes y su concepción sobre los límites al desarrollo capitalista: es esa misma clase la que el desarrollo capitalista conducente al pleno empleo tendría que marginar. En la concepción post-keynesiana, la financierización no es una adaptación de las finanzas al desarrollo del capitalismo, sino que, por el contrario, engendra un desarrollo incompleto del mismo.

Las causas de la financierización en estos autores no constituyen un tema de investigación, pues para ellos son menos relevantes que sus consecuencias. En conjunto, señalan factores históricos tales como la génesis de legislaciones bancarias existentes o el impacto del rompimiento de Bretton Woods, el dominio de la economía neoclásica en la determinación de la política pública y la subsiguiente implementación de políticas de corte neoliberal (p. ej. Palley 2007, Stockhammer 2004). Cuando se abordan, estos procesos se plantean generalmente, si no como una contextualización más o menos aislada de la argumentación económica, como una imposición de los intereses del capital financiero (Ídem.)¹⁰⁶ sobre el resto de la sociedad. Semejante enfoque implica, no siempre de manera explícita, una contradicción entre los intereses del capital financiero en contraposición al desarrollo de la burguesía en un sentido amplio. Al mismo tiempo, se supone cierta concordancia entre los intereses generales de la sociedad y los intereses del capital industrial: en términos generales, un crecimiento económico que haga compatibles el crecimiento salarial con tasas de rentabilidad consistentemente atractivas.

Con estas bases, metodológicas e ideológicas, las líneas de investigación sobre el tema entre adherentes a esta escuela¹⁰⁷ versan sobre cómo la financierización agrava el dominio de las clases *rentistas* sobre la economía contemporánea. El énfasis pasa a ser entonces establecer, a través de

¹⁰⁶ La interpretación marxista plantea que varios de los procesos que caben dentro del rubro de “financierización” fueron una respuesta a la caída en la rentabilidad de capital (p. ej. Jones 2013, Rabinovich 2017, Roberts 2016a, 2018).

¹⁰⁷ Y no solamente entre ellos – en realidad, varios de los autores que reivindican el marxismo siguen básicamente las mismas líneas explicativas, sólo que usando un lenguaje en clave “marxista” (p. ej. Lapavitsas 2013, Bellamy Foster y Magdoff 2012, Bellamy Foster y McChesney 2009).

estudios empíricos y de modelos macroeconómicos, los “canales de transmisión” (Hein 2009) por medio de los cuales la financierización impone límites sobre la demanda efectiva y, por lo tanto, sobre el crecimiento económico.

a) Impacto en las empresas

Uno de los canales de transmisión más explorados (Lazonick¹⁰⁸ 2013, Stockhammer 2004, Hein 2009) es el cambio que la financierización impuso en la gestión y administración de las empresas. La idea central es que ha habido una transformación en la estructura de poder a lo interno de las grandes corporaciones para favorecer los intereses de los accionistas; como resultado, el pago de dividendos y el sostenimiento del precio de las acciones mediante operaciones de mercado¹⁰⁹ se han vuelto objetivos centrales, pasando a segundo plano la inversión productiva a largo plazo, que requiere asumir riesgos frente a expectativas inciertas, y que genera ingresos adicionales solamente después de cierto tiempo de llevar a cabo una inversión. Dichas tendencias han sido señaladas ya en el primer capítulo. El resultado central que estos autores le atribuyen al proceso es una caída notable en la inversión; primero, por la canalización de fondos hacia los pagos de dividendos y recompras de acciones (Palley 2007, Lazonick 2013); segundo, por el cambio en las preferencias de administración y el desplazamiento en la “frontera de inversión” de las empresas¹¹⁰ (Hein 2009).

La importancia de los mercados de capitales y la volatilidad financiera que se ha desarrollado a partir del rompimiento de Bretton Woods y el establecimiento del sistema de flujos libres de capitales, ha sido tan potente que el modelo de gestión característico de la posguerra de *retener e invertir* ha sido cabalmente sustituido por el modelo de *compactar y distribuir* (Lazonick 2013): los mercados accionarios responden favorablemente a los recortes de personal, recortes salariales, aumentos en el pago de dividendos y la tercerización de segmentos del proceso productivo.

En síntesis, la creciente volatilidad financiera impone una incertidumbre estructural que vuelve dominante los intereses de los accionistas frente al empresariado “canónico” anterior al estancamiento global que vio la luz en los 70. Dicho empresariado, sugieren algunos de estos autores (Palley 2007), tendría un interés en fomentar los mercados en los que se realizarían sus productos y estaría dispuesto a realizar concesiones a organizaciones sindicales y conceder demandas sociales más amplias que pudiesen amainar sus excedentes en el corto plazo pero que garantizarían su crecimiento a largo plazo. De acuerdo con esta narrativa, no es que los intereses de este empresariado “canónico” se hayan modificado u adaptado a una nueva realidad económica, sino que han sido desplazados por otro sector, notablemente dentro de la corporación misma – los accionistas y financieros. En conjunto, concluyen estos autores, los intereses del empresario productivo han cedido lugar a los intereses del financiero *a lo interno* de la corporación. La consecuencia tangible de esta presunta toma sería el cambio en las fuentes de ingreso de los

¹⁰⁸ Lazonick a menudo es agrupado entre los adherentes a la escuela post-keynesiana (Hein 2009), pero él mismo, hasta donde se conoce, no reivindica esta escuela, y su formación teórica está más ligada al análisis de la industria. Se incluye por la importancia de sus estudios en el tema y por las coincidencias teóricas que tiene con autores post-keynesianos, haciendo observar que no es necesariamente un representante de esta escuela de pensamiento.

¹⁰⁹ “Desde los primeros años de los ochenta, la emisión neta de acciones ha contribuido negativamente al financiamiento de la inversión real” (Hein 2009, p. 7)

¹¹⁰ Hein (2009) retoma un planteamiento común a varios autores (p. ej. Epstein 2005; Minsky 1982) que describe las decisiones del nivel de inversión de las empresas según las expectativas de demanda y los costos de financiamiento, incorporando también consideraciones sobre la eficiencia en los costos de administración.

corporativos, cobrando mayor predominancia ‘los ingresos de portafolio’ y otros índices de ganancia financiera en sus hojas de balance, proceso particularmente discernible con datos de corporativos estadounidenses (Krippner 2004).

Un rasgo crucial de este enfoque es la noción de que las empresas están sentadas sobre una torre de excedentes que se rehúsan a capitalizar de manera productiva. En palabras de Stockhammer (2012, p. 48), “uno de los rasgos del régimen de acumulación dominado por las finanzas ha sido que hay un incremento en las ganancias mientras que, al mismo tiempo, hay un crecimiento aletargado en la inversión”. No es, pues, la falta de oportunidades de inversión rentable, o la falta de rentabilidad en sí misma lo que frena la inversión, sino la creación de un entorno de estímulos perversos que absorben los excedentes hacia actividades especulativas y ajenas a la producción y el crecimiento; en este contexto sucede una “toma de poder” dentro de la corporación por parte de los agentes que llevan a cabo ese desvío.

Como se verá en el próximo capítulo, la corriente marxista presenta contrastes interesantes con esta narrativa, con sus respectivos matices. En particular, la existencia de lo que aquí se describe como una “toma de poder” de intereses financieros dentro de la corporación, encuentra eco en autores de influencia marxista que, con mayor o menor énfasis, la entienden como un proceso enmarcado dentro de la reestructuración de las empresas transnacionales ante caídas prolongadas en la tasa general de ganancia (p. ej., Duménil y Lévy 2011, Chesnais 2019). La relevancia de este proceso se plantea desde la creciente importancia de estructuras globales monopólicas, oligopólicas y monopsónicas que posibiliten la ganancia por enajenación de algunos corporativos, en contraposición a la ganancia por producción de plusvalor del capital en general.¹¹¹ No se niega, pues, la existencia de la llamada “toma del poder” de los intereses financieros dentro de la corporación, sino que se caracterizan de otra manera y se le da otro alcance explicativo. Cabe adelantar que, en este campo ampliamente definido como ‘marxista’, existen diferencias importantes. Mientras que Duménil y Lévy (2011), por ejemplo, aceptan y desarrollan la tesis de que la tasa de inversión está fuertemente correlacionada con la tasa de retención de ganancias¹¹² de corporativos, otros autores como Kliman y Williams (2014) rechazan que el cambio en los criterios de financiamiento de los corporativos haya sido una de las causas de las bajas tasas de inversión en las últimas tres a cuatro décadas. De hecho, en el capítulo tercero se reúnen elementos para cuestionar la narrativa de una baja en el ritmo de inversión como porción de la ganancia.

Por lo pronto, otro punto de contacto interesante entre las corrientes marxista y post-keynesiana es la descripción e interpretación de los cambios en la distribución del ingreso.

¹¹¹ En Chesnais (2019), esto se describe como la ‘preeminencia’ del capital-como-propiedad por encima del capital-como-función.

¹¹² Las ganancias retenidas se definen como ganancias después de impuestos menos pagos de interés y dividendos. El corolario sería que la distribución ‘financiera’ de las ganancias no se canaliza, en general, a la inversión por los acreedores. Duménil y Lévy (2011) sugieren, incluso, que la ‘crisis estructural’ de rentabilidad está en cierta medida resuelta y queda eclipsada por el desvío de ganancias a pagos financieros – coincidiendo, en lo fundamental, con la lectura post-keynesiana.

b) Impacto en los hogares y la distribución del ingreso

En el primer capítulo se señaló el incremento en la deuda de los hogares desde la década de los años setenta, que coincide con el comienzo de una caída sostenida en la proporción del producto social que corresponde al salario. Entre los autores post-keynesianos existe cierto consenso sobre las causas de este fenómeno en el contexto de la financierización. Para ellos la causa de la caída en los salarios ha sido la creciente porción de las ganancias de las empresas que afluye al sector financiero. Con mayores costos netos en el pago de intereses y costos de financiamiento (Hein 2009), mayores presiones en el pago de dividendos y mayores montos destinados a la recompra de acciones (Palley 2007, Lazonick 2013), queda un menor monto de ganancia para los empresarios. Estos, a su vez, presionan los salarios a la baja para compensar por la disminución en sus ganancias. Ante instituciones sindicales y gremiales debilitadas, y ante menores demandas salariales por parte de los trabajadores, las presiones de los empresarios son efectivas, y la participación del salario en el producto global va a la baja.

Esta presión a la baja en los salarios sucede por dos cauces paralelos. Por un lado, los salarios nominales aumentan a un ritmo menor que las tasas de inflación, disminuyendo los salarios reales. Por otro lado, las empresas transmiten los mayores costos de financiamiento y pagos “tributarios” a las “clases rentistas” (Hein 2009) al producto final, aumentando el margen de beneficio sobre los costos unitarios de producción.¹¹³ Esto produce un incremento en el nivel de precios relativo al salario nominal, agravando la tendencia.

Como consecuencia, disminuyen los salarios reales, disminuyen las ganancias retenidas por las empresas, y aumentan las ganancias diseminadas a lo largo del sistema financiero.¹¹⁴ La gráfica 2.3 da cuenta de la caída del salario como participación de PIB estadounidense. Los hogares, para mantener su nivel de consumo, recurren a niveles mayores de endeudamiento. El efecto del creciente endeudamiento de los hogares es ambivalente, puesto que en un primer momento promueve la propensión al consumo y estimula la demanda agregada, pero posteriormente induce una redistribución del ingreso de los salarios hacia el sector financiero, vía el pago de intereses¹¹⁵. Hein (2009) discute varios modelos post-keynesianos que incorporan ambos efectos; todos ellos concluyen que el efecto neto es en el sentido de afianzar la tendencia al estancamiento de la economía.¹¹⁶

¹¹³ El margen de ganancia es “elástico” con respecto al pago de dividendos y costos de financiamiento (Hein 2009). Tal concepción en la formación de precios es recurrente en varios autores; por ejemplo, Minsky (1986). Un rasgo central es que aluden a un poder monopólico por parte de las corporaciones para fijar el margen de ganancia que ellos decidan. Semejante planteamiento tiene sus orígenes en Kalecki (1954).

¹¹⁴ Los estimados sobre la caída salarial varían. Algunos autores plantean un nivel salarial constante y una caída en la ganancia retenida por las empresas (ver Hein 2009).

¹¹⁵ Las burbujas inmobiliarias pueden ser un acicate para el consumo basado en deuda en constante refinanciamiento y sustentada por un aumento de precio de los hogares, pero ese proceso es a todas luces insostenible, como han atestiguado las burbujas inmobiliarias en Estados Unidos, Irlanda o España. Al final del proceso siempre viene una depresión en el consumo.

¹¹⁶ En el primer capítulo se señaló el papel coyuntural de las estructuras de deuda de los hogares que sostienen temporalmente la demanda agregada en un entorno de estancamiento. Dicho papel coyuntural no es contradictorio con los efectos a mediano plazo que aquí se plantean.

Otra manera en la que la financierización afecta el comportamiento de los hogares, enfatizada en la literatura post-keynesiana (Hein 2009), es el surgimiento de un estrato de los “trabajadores ricos”, que reciben alzas salariales desproporcionadas durante el periodo de financierización, en contra-tendencia al resto de los trabajadores. Un ejemplo de ello son los escaños administrativos más altos, que reciben pago en forma de acciones y activos financieros, pero no se restringe a ellos. La redistribución del ingreso hacia estos escaños de “trabajadores ricos” estaría disminuyendo la demanda agregada, puesto que tienen menor propensión al consumo y mayor propensión a la adquisición de activos y al atesoramiento.

En conjunto, la financierización estaría distorsionando el consumo de los hogares, al presionar los salarios y las ganancias retenidas por las empresas a la baja, cercenando la gestación de una demanda agregada suficiente. Como se verá en el próximo capítulo, la escuela marxista tiene una explicación distinta sobre el origen de estas tendencias.

Gráfica 2.3 Salario como porción del ingreso (porcentaje del PIB como costos de los factores de producción), E.U. 1960-2007



Fuente: Base de datos de AMECO, Comisión Europea (2008)
Tomado de Hein (2009)

c) Impacto en el régimen de crecimiento

Si en la concepción post-keynesiana del crecimiento, el motor central es la demanda efectiva, un proceso global que distorsiona la demanda efectiva y suprime los salarios tendría que compensar con otras fuentes de demanda. Hein (2009) retoma en este sentido varios “regímenes de crecimiento” que han sido propuestos de manera teórica en un entorno de bajos salarios, de entre los cuales descarta bajo criterios empíricos la posibilidad de un “régimen de crecimiento dirigido por las finanzas” (Boyer 2000, citado en Hein 2009, p. 18)¹¹⁷. En dicho régimen de crecimiento, el gasto suntuario propiciado por la riqueza financiera (el “efecto riqueza”), junto con su efecto acelerador, tendría que ser tan grande que compensara por la caída en la demanda agregada proveniente de los salarios, al grado de propiciar un crecimiento basado en este consumo por parte de los “rentistas”. Al mismo tiempo los “espíritus animales”¹¹⁸ de los empresarios tendrían que

¹¹⁷ Cabe señalar que los “regímenes de crecimiento” de Hein (2009) toman algo, o bastante, de los “regímenes de acumulación” de la escuela regulacionista, que reconocen su influencia del marxismo, y de los cuales el mismo Boyer (2000) es exponente. La delimitación de modelos de corte ‘post-keynesiano’ que hace Hein (2009) es más útil como cuadro comparativo que como caracterización teórica.

¹¹⁸ En Keynes los “espíritus animales” se refieren a la propensión de los inversionistas a invertir, de cara a la incertidumbre e influidos por apreciaciones subjetivas y comportamientos de manada. Aunque suele atribuírsele a

comportarse de tal manera que la “fuga de excedentes” hacia las finanzas no amainara el ritmo de inversión.

Los regímenes que considera posibles Hein (2009), dado el conocimiento sobre la financierización, son un “régimen de ganancias sin inversión” y un régimen “en contracción”. El primero, desarrollado por Cordonnier (2006), sería un régimen con una tendencia a la baja en la tasa de acumulación de capital, pero con una tasa de ganancias¹¹⁹ y una tasa de utilización de capacidad instalada crecientes. El gasto suntuario por parte de los rentistas, favorecidos por pagos de intereses, dividendos y ganancias financieras, compensaría la baja demanda agregada proveniente de los salarios, e incluso promovería consumo basado en deuda por parte de los hogares, pero sería insuficiente para promover la acumulación de capital.¹²⁰

El segundo “régimen de crecimiento” considerado plausible por Hein (2009) es común a varios modelos propuestos (Hein 2008a, 2008b; Hein y van Treeck 2007; van Treeck 2008; citados en Hein 2009, p. 19). Plantea que la propensión al consumo de los rentistas sería demasiado baja y que como resultado, habría un efecto riqueza demasiado bajo, un consumo basado en deuda de los hogares también bajo, y en conjunto una tendencia a la baja en tasas de ganancia, tasas de utilización de capacidad instalada, y una desaceleración en la acumulación de capital, o incluso una destrucción de capital.¹²¹

De estos dos regímenes plausibles, Hein (2009, p. 20) concluye que “empíricamente, el régimen de ‘ganancias sin inversión’, con una inversión débil de cara a ganancias prósperas, parece haber dominado el desarrollo en los Estados Unidos desde comienzos de la década de los ochenta, interrumpida solamente por el auge de la nueva economía en la segunda mitad de los años noventa, cuando la inversión se disparó también [como los resultados de van Treeck (2008; citado en Hein 2008) sugieren]”. Como sustento a esta elección, Hein (2009) se apoya en la creciente disparidad entre el excedente neto operativo de las empresas estadounidenses (según datos de NIPA) y la cotización bursátil de *Standard & Poor's*, con respecto a la inversión privada neta no residencial. Los datos correspondientes se muestran en la gráfica 2.4.

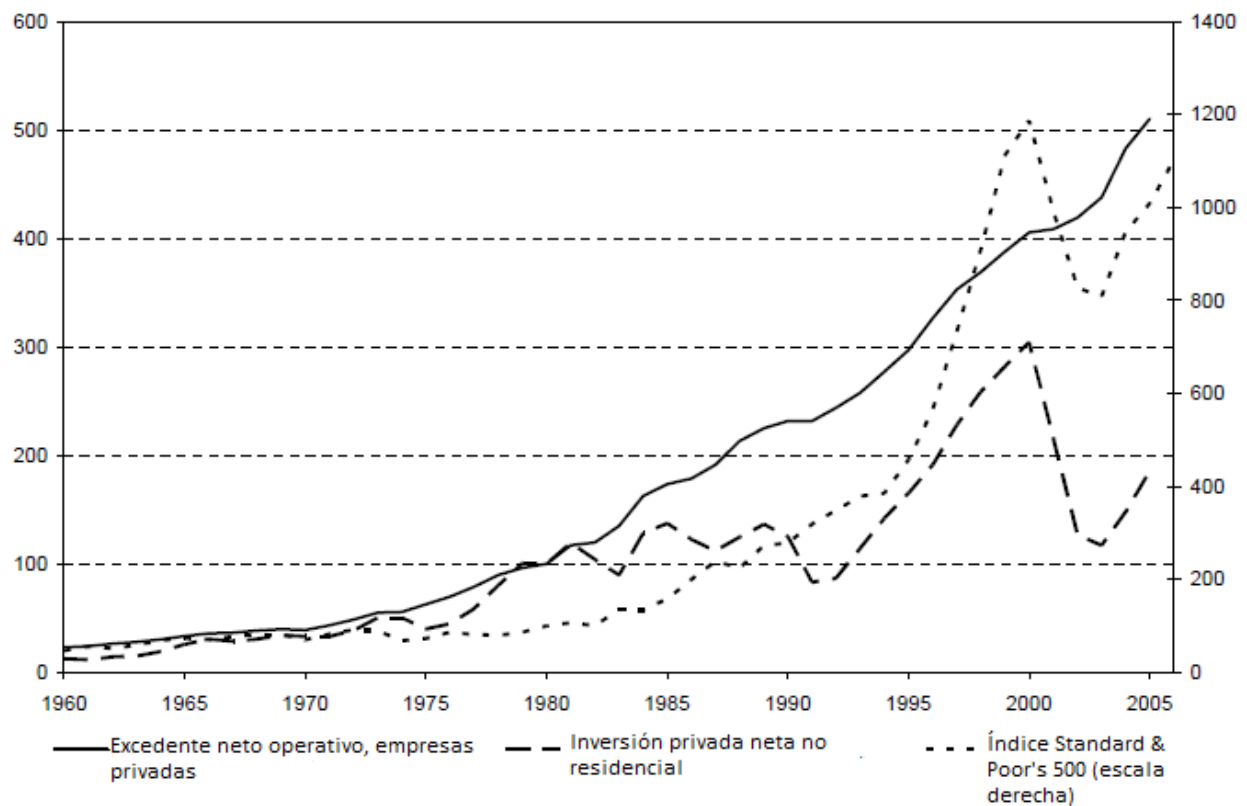
Keynes, es posible que éste haya tomado la frase de Marx (1867, capítulo 13), quien la usa para describir el aumento en la productividad que surge mediante la cooperación en el trabajo, por la exaltación del trabajador y por encima de la eficiencia meramente técnica del proceso; el plusproducto generado de esta manera es apropiado por el capitalista, a quien no le cuesta nada. Los *espíritus animales* de Keynes son una versión burguesa del papel de la exaltación del sujeto en el proceso económico.

¹¹⁹ Cordonnier (2006) retoma la tasa de ganancia según la define Kalecki (1954): en términos de valor agregado.

¹²⁰ Dicho estado sería análogo a un esquema marxista de reproducción simple con un alto margen de consumo suntuario y una alta tasa de plusvalor. Semejante esquema no se plantea desde la teoría de Marx (1885) como un resultado factible en el modo capitalista de producción. Ver capítulo 3.

¹²¹ En términos de Marx (1867, 1894), lo anterior es equivalente a crisis.

Gráfica 2.4 Inversión, ganancias, y precios de acciones; EU, 1960-2006 (1980 = 100)



Fuente: NIPA, tabla 1.10; Tablas de Activos Fijos, tabla 5.9; cálculos de van Treeck (2009)
Tomado de Hein (2009)

En síntesis, la concepción post-keynesiana que resume Hein (2009) es que la economía actual se aproxima a un estado estacionario con escasa acumulación de capital, escasa inversión y bajos salarios, pero con un monto saludable de ganancias, no obstante que una gran porción de ella está siendo apropiada por “rentistas” financieros. En términos de Keynes (1932), se estaría hablando de algo parecido a un estado estacionario inferior al pleno empleo. Esto no quiere decir que Hein (2009) suponga estabilidad; por el contrario, concluye que la economía enfrenta una “volatilidad sistémica” aunque “no acumulativa” (2009, p. 53) y contrarrestable por medio de política fiscal y monetaria. Se espera, además de inestabilidad en el mediano y largo plazos, “problemas de crecimiento, empleo, e inflación causados por su débil crecimiento en el acervo de capital” (Íbid., p. 54).

En el ámbito de los flujos de capitales, algunos autores (Stockhammer 2012) enfatizan que el sistema posterior al rompimiento de Bretton Woods posibilita sostener déficits comerciales crónicos siempre que sean compensados por inlujos de capitales constantes, que generalmente no generan producción y contribuyen poco o nada a la demanda agregada. Con ello, el aumento de riqueza de los *rentistas* estaría contribuyendo a sostener consumo basado en deuda en países periféricos, pero a costa de suprimir la capacidad de los gobiernos para sostener políticas deficitarias de crecimiento, con claras consecuencias sobre la demanda agregada. Consideraciones

semejantes en el plano internacional pueden ser incorporadas al marco de economía cerrada que presenta Hein (2009), generalmente agravando las tendencias de la financierización, tal y como se expresan en modelos de economías cerradas. Melo (2012), por ejemplo, examina las implicaciones de la hipótesis de inestabilidad financiera de Minsky (1992) para una economía abierta, mostrando en un esquema teórico cómo es que estos se amplificarían, una vez que se considera el plano internacional con flujos de capitales.

En síntesis, la financierización se presenta como una distorsión en el régimen de crecimiento que conduce hacia equilibrios inferiores al potencial en el nivel de producción, por distintos canales. Los esfuerzos de conceptualización, análisis empírico y modelado, por parte de autores de orientación post-keynesiana, se encaminan hacia el esclarecimiento de los mecanismos por vía de los cuales la hipertrofia y dominio del sector financiero modifican la acumulación hacia tendencias de bajo crecimiento. Dichos esfuerzos se basan en una concepción macroeconómica para la cual la demanda efectiva es el motor principal para el crecimiento económico, y cualquier distorsión engendrada por la financierización debe de actuar sobre esta categoría.

Conclusiones

Los autores post-keynesianos que abordan el análisis de la financierización son consecuentes con su marco teórico; desde su análisis, la financierización se plantea como una de las principales causas del estancamiento económico, ya que por distintas vías distorsiona y disminuye la estructura de demanda agregada, impone un entorno de incertidumbre para inversionistas y consumidores, produce un menor nivel de demanda efectiva, ahoga la inversión de manera prematura, engendrando el estancamiento económico y la volatilidad sistémica. La financierización es el auge del rentista dentro del capitalismo, tanto en poder de decisión como en apropiación del producto social, y como tal constituye una traba capital para la consecución de un régimen de crecimiento y “prosperidad compartida” (Palley 2007), conducente al pleno empleo. Dicha trayectoria es, sin embargo, asequible incluso para una economía capitalista desarrollada con un sistema financiero altamente integrado.

Para lograrla, sería necesario volver a subordinar al capital financiero a los intereses del capital productivo, redirigir las ganancias de la especulación hacia la inversión productiva, e imponer restricciones pertinentes al mercado bursátil, la banca sombra, y el sistema financiero global. Al mismo tiempo, sería imperativo, siempre de acuerdo con este marco teórico, disminuir el nivel de desigualdad, dado que constituye otra traba para la demanda agregada. Sobre esta base, la discusión interna a esta escuela de pensamiento versa sobre cuáles reglamentaciones serían más efectivas para este propósito y qué clase de política pública debería acompañarla, en el entendido de que ésta tenga el objetivo de generar una demanda efectiva suficiente para encaminar la economía en una senda de crecimiento hacia el pleno empleo.

Como se verá en el próximo capítulo, si bien una parte de todo este análisis puede ser incorporado en un análisis de corte marxista, las conclusiones pertinentes al campo de posibilidad son radicalmente distintas.

Capítulo III. *La financierización desde la crítica de la economía política*

Capítulo 3

La financierización desde la crítica de la economía política

Introducción

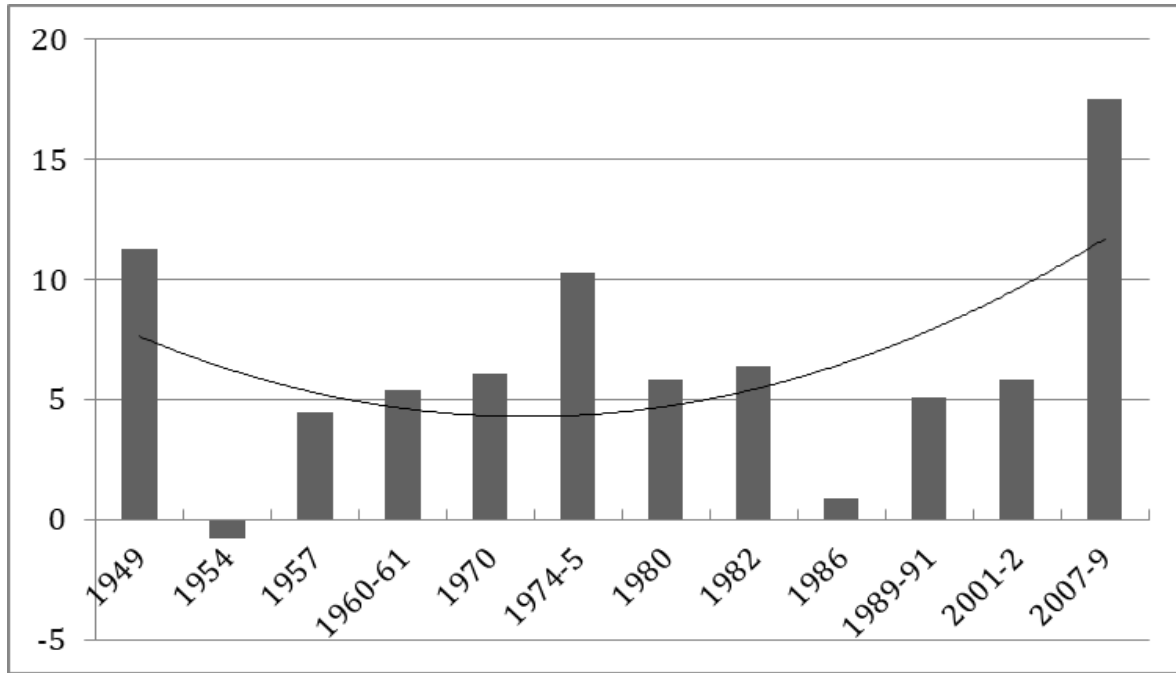
Si desde la escuela post-keynesiana la financierización se constituye claramente como un obstáculo central para la consecución de una trayectoria de crecimiento tendiente al pleno empleo, en la teoría marxista las causas que llevan a este resultado no se originan en la financierización de la economía global, sino en la sobreacumulación relativa de capital (Apéndice B). Desde esta óptica, un crecimiento sostenido, con alzas en los salarios reales junto con elevadas tasas de ganancia y altos niveles de inversión no puede ser un resultado permanente, sino acaso un resultado temporal sujeto a condiciones históricas perecederas, y que en última instancia sienta las bases para su propia ruptura. En la teoría de Marx (1867, 1885, 1894) el motor central del crecimiento económico no es la demanda agregada sino la rentabilidad del capital. Dado que, desde una perspectiva agregada, ésta no tiene otra fuente que la explotación del trabajo asalariado, el estancamiento económico debe ser explicado desde la relación entre la producción de plusvalor y el capital acumulado existente.

Siendo así, encontramos apreciaciones muy distintas sobre la funcionalidad de la financierización para la acumulación de capital. Sus efectos son ambivalentes: por un lado, es un paliativo contra el estallido de crisis más severas, pero, al mismo tiempo y por esa razón, obstaculiza la salida del estado de estancamiento económico dentro del modo capitalista de producción. Dicha salida, teóricamente posible, es muy distinta a la que se plantea desde la escuela post-keynesiana, puesto que no es un resultado que pueda garantizarse con una política redistributiva, fiscal o monetaria correcta, sino que requeriría de una destrucción masiva de capitales existentes y del surgimiento de una revolución tecnológica adaptada a la rentabilidad del capital, junto con una serie de condiciones sociales y geopolíticas, que posibiliten la restitución de la tasa de ganancia y una acumulación acelerada de capital (Mandel 1972, 1980a).

Por otro lado, una resolución de la tendencia estructural al estancamiento económico con propensión a crisis recurrentes no es necesariamente un escenario de “prosperidad compartida”, para usar la frase de Palley (2009a), alimentado por una redistribución del ingreso a favor de los sectores sociales con mayor propensión al consumo, a saber, la clase trabajadora. Por el contrario, comúnmente, una salida de la crisis exige, entre otras condiciones, la imposición de mayores tasas de explotación (Dobb 1937; Marx 1867). La *causa* de las crisis no es un consumo insuficiente, y esto puede argumentarse en términos teóricos tanto como puede constatarse en términos empíricos: en el historial de crisis capitalistas hasta la fecha, no en pocos casos ha quedado plasmado que en el periodo inmediato que antecede al estallido de una crisis, el nivel salarial va en aumento y no en picada (Dobb 1937, Marx 1867, 1894, Roberts 2016a).

En una variante más contemporánea del mismo debate, tampoco es claro que la causa inmediata de las crisis sea una inversión pública menguante, ni que un incremento en el gasto gubernamental sea un recurso efectivo para evitarlas. La gráfica 3.1 muestra el cambio en gasto público en Estados Unidos, como porción del PIB, previo a cada recesión desde 1949 a la más reciente crisis financiera del 2007-09; en todas salvo una ha habido un incremento significativo en la inversión pública, no un descenso.

Gráfica 3.1 Cambio anual en el gasto gubernamental como porción del PIB previo a cada recesión; EU, 1949-2009



Fuente: Carchedi (2018), p. 73.

Nota: Cada dato representa el cambio en el gasto gubernamental, como porción del PIB, del año anterior al inicio de cada recesión, con respecto al año oficialmente registrado como el inicio de esta.

Un análisis del proceso de financierización que tome en serio los fundamentos de la crítica de la economía política pone en tela de juicio una buena parte de lo que se ha convertido en sentido común acerca de la financierización, promovido en gran medida por el trabajo de autores post-keynesianos. Como consecuencia, se plantea un pronóstico bastante menos halagueño para la economía global, incluso bajo el supuesto extraordinario de que una reforma radical al sistema financiero internacional pudiera llegar a materializarse en el mediano plazo.

Este capítulo está estructurado como sigue: en la primera sección se aborda cómo es que se concibe el papel del sector financiero en el modo de producción capitalista según la crítica de la economía política de Marx. Este tema está atravesado por algunos puntos importantes que han causado polémica entre comentaristas e intérpretes de este autor; a saber, la fundamentación del dinero en un equivalente general, la relación de la teoría del valor con la llamada teoría cuantitativa del dinero, y la relación de la teoría del valor con la teoría de fondos prestables. Sin pretender dar una revisión exhaustiva de estos temas, se aclara una postura con respecto a cada uno de ellos que satisface dos criterios: a) ser consecuente, de manera amplia, con la teoría del valor, entendida como un marco de análisis que funciona en distintos niveles de abstracción, mismos que se aproximan progresivamente a la explicación de una realidad concreta; y b) como consecuencia,

posibilitar un análisis del proceso de financierización que tenga sus bases en la teoría de las crisis de Marx (1894).

En la segunda sección se enfoca el problema de la interpretación del fenómeno de la financierización y su relación con la acumulación de capital desde los fundamentos de la crítica de la economía política. En este ámbito caben dos líneas interpretativas: por un lado, la de quienes estudian el fenómeno de la financierización como una explotación secundaria de la fuerza de trabajo por parte del capital financiero y, por otro lado, la de aquellos que estudian la expansión del capital ficticio desde la teoría de la crisis de sobreacumulación relativa de capital en Marx (1894).¹²² Como se argumenta más adelante, es esta segunda línea interpretativa la que realiza una reinterpretación radical del fenómeno desde la teoría del valor, y que postula una teoría esencial- y no sólo aparentialmente diferente a la que se construye desde la escuela post-keynesiana. La cuarta sección presenta las conclusiones del capítulo.¹²³

I. El papel del sector financiero según la crítica de la economía política

Si bien los escritos de Marx sobre la banca y el crédito no llegaron al nivel de completud alcanzado en sus escritos sobre los fundamentos de su teoría del valor y de la producción de plusvalor, sí se puede extraer una concepción desarrollada sobre el sector financiero, nutrida por vastos informes gubernamentales sobre la banca a los que tuvo acceso, así como por el trabajo de economistas que le fueron contemporáneos y que le antecedieron, mismos que sometió a revisiones críticas en sus borradores. En no pocas instancias, la concepción de Marx sobre el crédito anticipó muchos de los desarrollos teóricos que serían considerados novedosos más de un siglo después.

Digna de mención es la idea del *dinero endógeno*, enfatizada de manera particular por algunos autores post-keynesianos (Tily 2007, Chick 1983, 1986, 1988a, 1988b, Minsky 1986, Wray 1993), y que plantea una noción del sistema bancario como un entramado jerárquicamente estructurado de instituciones que respaldan y emiten signos de valor, y donde cada unidad está sujeta a una microeconomía de la banca que implica que tiene que evaluar el riesgo de incapacidad de pago de sus compromisos y estimar la rentabilidad y solvencia de sus prestatarios y de los activos que tiene en sus manos (Chick 1988b). Sin usar necesariamente los términos descritos, la misma idea está planteada ya en buena medida en las discusiones de Marx (1894) sobre la banca de Escocia e Inglaterra, que fueron los ejemplos más desarrollados en su época. Se entiende de por sí que algunas aportaciones post-keynesianas sobre la evolución del sistema bancario (Chick 1986, 1988a, 1988b) se nutren de acceso a la historia más reciente del desarrollo del capitalismo, y por lo mismo describen etapas del desarrollo de la banca que no estaban plenamente desarrolladas en

¹²² En el primer campo podemos ubicar de manera clara a Dos Santos (2012) y Lapavitsas (2013), mientras que en el segundo podemos ubicar a Roberts (2009, 2016, 2017), Jones (2013), Carchedi (2018), entre otros autores que aportan a las mismas líneas explicativas con trabajos integrados a la compilación que hacen Carchedi y Roberts (2018). Otros autores aquí considerados encajan de manera menos nítida en esta clasificación, pero sus aportes son referidos ahí donde sean pertinentes para complementar una u otra explicación del fenómeno. Cabe adelantar que ambas interpretaciones no son, en sí mismas, mutuamente excluyentes ni contradictorias, si bien es cierto que los autores del primer campo se inclinan más hacia explicaciones subconsumistas de la crisis.

¹²³ Por completud, en un primer apéndice se esbozan de manera sintética los esquemas de reproducción simple y ampliada del tomo segundo de *El Capital* (Marx 1885), y en un segundo apéndice se desarrolla la teoría de crisis por sobreacumulación relativa de capital de Marx (1894).

el siglo XIX, cuando Marx desarrolló su teoría. No obstante, es interesante que ninguna de las funciones y dinámicas de la banca descritas por la escuela post-keynesiana es enteramente nueva, y las funciones descritas por algunos de sus exponentes centrales como pertenecientes a una etapa tardía del desarrollo de la banca, existían ya al menos en forma seminal, al grado de ser descritos en Marx (1894) con casi un siglo de antelación.

La metodología de análisis de la crítica de la economía política es tal que, para ella, los motores fundamentales de la evolución de la economía se encuentran, no en el sistema financiero, sino en la acumulación de capital real, sustentada en la producción y explotación de plusvalor, y posteriormente su redistribución entre los muchos capitales. Sin embargo, ello no excluye en absoluto que la evolución y el accionar del sistema bancario tenga incidencia significativa sobre la acumulación real de capital. Un ejemplo de ello es la discusión (Marx 1894) sobre la ganancia del empresario, motor y aliciente de la inversión desde el punto de vista individual del capitalista, y la tasa de interés; al mismo tiempo, las vastas discusiones sobre crisis dinerarias y crediticias que desarrolla Marx (1867, 1894) no dejan lugar a dudas sobre la comprensión de que las dinámicas del capital ficticio inciden de maneras concretas sobre el proceso de acumulación de capital. Las experiencias de las últimas décadas atestiguan con más vigor aún este planteamiento.

Algunas de las críticas que encontramos al planteamiento del crédito en Marx, partiendo desde su concepción del dinero, radican en el supuesto falaz de que la abstracción de las fluctuaciones crediticias y monetarias, para hablar de valor propiamente dicho, implican la negación de la interdependencia del sector financiero y la acumulación real de capital.¹²⁴ Ante ello, conviene tener en mente que la estructuración de la crítica de la economía política (Marx 1867, 1885, 1894) aproxima la explicación de una totalidad concreta mediante fases de abstracción que pretenden develar las dinámicas esenciales subyacentes a la manifestación aparente de los fenómenos descritos. En esta metodología de análisis, la dinámica financiera es una manifestación de menor jerarquía causal que la de otras dinámicas subyacentes, radicadas en la esfera de producción de plusvalor, pero no por ello deja de incidir y modificar estas dinámicas.

La presente sección está estructurada como sigue. En el apartado (a) se aborda, en términos generales, el papel del crédito en la economía capitalista. En los apartados (b) – (e) se plantea la concepción del dinero en Marx, abordando la fundamentación del dinero en un equivalente general, el rechazo a la Ley de Say, la relación del autor con la teoría cuantitativa del dinero, y la contradicción dialéctica¹²⁵ entre la función del dinero como reserva de valor y como medio de circulación. Este último tema es necesario para reconciliar la creciente importancia del capital ficticio, con la centralidad de la rentabilidad de capital en el planteamiento macroeconómico de Marx (1867, 1885, 1894). En el apartado (f) se aborda la relación de la teoría de Marx, en lo tocante al dinero y el crédito, con la teoría de fondos prestables; dicha relación toca el tema de la expansión del capital y de la rentabilidad como límite. En la sección (g) se explica qué es el capital ficticio y cuál es su relación con el capital propiamente dicho, o capital real. Todos estos temas serán

¹²⁴ Likitkijssomboon (2005) incurre en esta falacia al señalar que la llamada teoría anti-cuantitativa del dinero contradice la concepción de Marx sobre la ganancia del empresario. Ver más abajo.

¹²⁵ Para propósitos de este trabajo, por contradicción dialéctica se entiende la unidad de elementos contrarios en oposición, de tal manera que uno condiciona al otro (y viceversa), propiciando su desarrollo y abriendo la posibilidad de que ambos devengan en elementos cualitativamente diferentes. Ver prólogo en Marx (1853).

esgrimidos para articular una interpretación de la financierización desde la crítica de la economía política, en la segunda sección del capítulo.

a) La función del crédito en la acumulación de capital

El crédito tiene el papel de extender los horizontes de la producción capitalista, incluso más allá de las capacidades que tiene para asimilar esa misma producción dentro de circuitos rentables – esto es, desde una reproducción de capital efectiva (Apéndice A). El crédito presenta una característica dual: por un lado, es funcional a la reproducción y acumulación de capital, pues posibilita y alienta su expansión, pero por otro lado le hace más volátil y susceptible de derrumbes crónicos. Las crisis características al capitalismo, no obstante, en tanto que son duraderas y estructurales, no son ocasionadas por el crédito mismo, sino que encuentran expresión mediante él.

Si bien la relación entre acreedor y prestatario data desde antes de la génesis del capitalismo como modo dominante de producción (Marx 1894, Gräber 2011), el crédito en el capitalismo se refuncionaliza y se subsume para los propósitos de la acumulación de capital. El capital industrial crea para sí una masa de capital dinerario prestable y disminuye la extracción que hacen los usureros de antaño al capitalista y a las clases trabajadoras, acotándola dentro de los rangos asequibles para la rentabilidad del capital (Marx 1894)¹²⁶, y al mismo tiempo emplea la usura a nuevas escalas para acelerar la concentración y ulterior acumulación de capital. Los primeros circuitos de capital, que en un principio surgieron como capital usurero y capital mercante, abren paso a la formación del capital industrial, cuya forma de apropiación es la explotación de plusvalor en la producción y no la mera apropiación mediante intercambios desiguales (Íbid)¹²⁷. En ese proceso, el crédito pasa a ocupar funciones necesarias para la reproducción de capital.

En primera instancia, cubre la falta de sincronización entre los tiempos de rotación de distintos capitales, ya sea debido a tiempos disímiles de producción o de comercialización, ya sea debido a que algunas inversiones requieren montos mayúsculos de capital difícilmente alcanzables por empresarios particulares¹²⁸. En segundo lugar, facilita la movilización de capitales de una rama industrial a otra y, posteriormente, de una ubicación a otra, y con ello acelera la tendencia a la conformación de una tasa media de ganancia. En tercer lugar, minimiza el costo de la circulación de capital, al contraer al máximo (y eventualmente eliminar) el fondo de reserva áurea necesario para validar la circulación mercantil, y al mismo tiempo aumentar y abaratar progresivamente el monto de medios de circulación.

¹²⁶ También modifica sus mecanismos: ahora la explotación del capital financiero al trabajador es por vía del capital industrial. El hilo central de Lapavitsas (2013) sobre la financierización versa sobre cómo las formas pre-capitalistas de explotación directa mediante la usura se reviven en el moderno crecimiento del crédito al consumo y la exacción de una fracción creciente del salario mediante el endeudamiento de los hogares.

¹²⁷ Engels (Marx 1894, epílogo) elabora, a manera de respuesta a los críticos de *El Capital*, cómo es imposible explicar un monto de plusvalor agregado, explotado de manera capitalista, recurriendo a intercambios desiguales y sin explotación de plusvalor de por medio. Marini (1973) enfatiza que en *El Capital*, Marx abstrae de la existencia de intercambios desiguales para mostrar a la explotación en su forma “pura”. El intercambio desigual sería un agravante, en un plano de mayor concreción.

¹²⁸ Los tiempos de circulación pueden divergir significativamente, entre otras cosas, debido a las distancias de los mercados (Marx 1894, capítulo 25). Dicho criterio fue crucial en el auge de los créditos mercantes en la exportación de mercancías de Inglaterra a las Indias Orientales.

En cuarto lugar, posibilita el surgimiento de sociedades por acciones, lo cual tiene consecuencias trascendentes en la gestión de la producción: a) la “abolición del capital como propiedad privada dentro del propio modo capitalista de producción” (Marx 1894, p. 562)¹²⁹, y con ello; b) transforma al capitalista activo en un mero director asalariado, “y a los propietarios de capital en meros propietarios, en capitalistas dinerarios” (Íbid., p. 563), con lo cual no sólo se hace más evidente el origen de la ganancia en la explotación, sino que además se “reproduce una nueva aristocracia financiera, un nuevo tipo de parásitos en la forma de proyectistas, fundadores y directores meramente nominales” (Íbid.); c) reproduce la producción privada sin el control de la producción privada; d) posibilita “todo un sistema de fraude y engaño con relación a fundaciones, emisión de acciones y negociación de estas” (Íbid.), y con ello d) acelera la creación de monopolios y la absorción de unos capitales por otros en el juego bursátil. Todos estos procesos los señalamos en el primer capítulo, ya sea como constitutivos del proceso de financierización, o bien como procesos relacionados. Implican, de manera crucial: i) que el capital financiero hace una exacción del fondo social de plusvalor, y ii) que redistribuye el plusvalor entre los muchos capitales bajo una lógica distinta, pero coexistente, con la explotación directa de plusvalor. El origen de estas funciones del capital financiero es muy anterior a la década de 1970 y ya desde Marx (Íbid.) se vinculan con el auge mismo del capital industrial.

En quinto lugar, posibilita el acceso privado a la riqueza social de manera prácticamente irrestricta, con lo que el comerciante y el banquero arriesgan, no su propiedad, sino la propiedad ajena. Dicho desarrollo posibilita, por un lado, inversiones de mucho mayor escala a las que serían accesibles para capitalistas individuales de otra manera, pero por otro lado posibilita el auge de la ganancia por enajenación; es decir, la apropiación de plusvalor por parte de algunos capitalistas, que ha sido explotado por otros, sin que su propia producción arroje un valor nuevo como contraparte al plusvalor expropiado¹³⁰. Así, “[e]l propio capital, que se posee realmente o en opinión del público, se convierte ya sólo en la base de la superestructura crediticia. Esto vale especialmente para el comercio mayorista, a través de cuyas manos pasa la mayor parte del producto social. Aquí desaparecen todas las pautas de medida, todas las razones y explicaciones más o menos justificadas aun dentro del modo capitalista de producción. Lo que arriesga el gran comerciante que especula es propiedad social, no *su* propiedad. Igualmente absurda se torna la frase acerca del origen del capital a partir del ahorro, ya que aquel exige precisamente que *otros* ahorren para él”¹³¹ (Íbid, p. 566).

El crédito en general acelera la acumulación de capital y acentúa sus tendencias y contradicciones: su propensión a la crisis, la concentración y centralización de capital, y la contradicción entre el dinero como medio de circulación y como medida de valor; con todo ello también acentúa la

¹²⁹ Si bien las sociedades por acciones presentan una forma claramente enajenada de explotación del trabajo, y la propiedad “social” de las mismas no es más que una colectividad burguesa, en la concepción de autor dichos esquemas podrían sentar precedente, en su aspecto meramente formal, para una eventual colectivización de la producción (Marx 1894, capítulo 24).

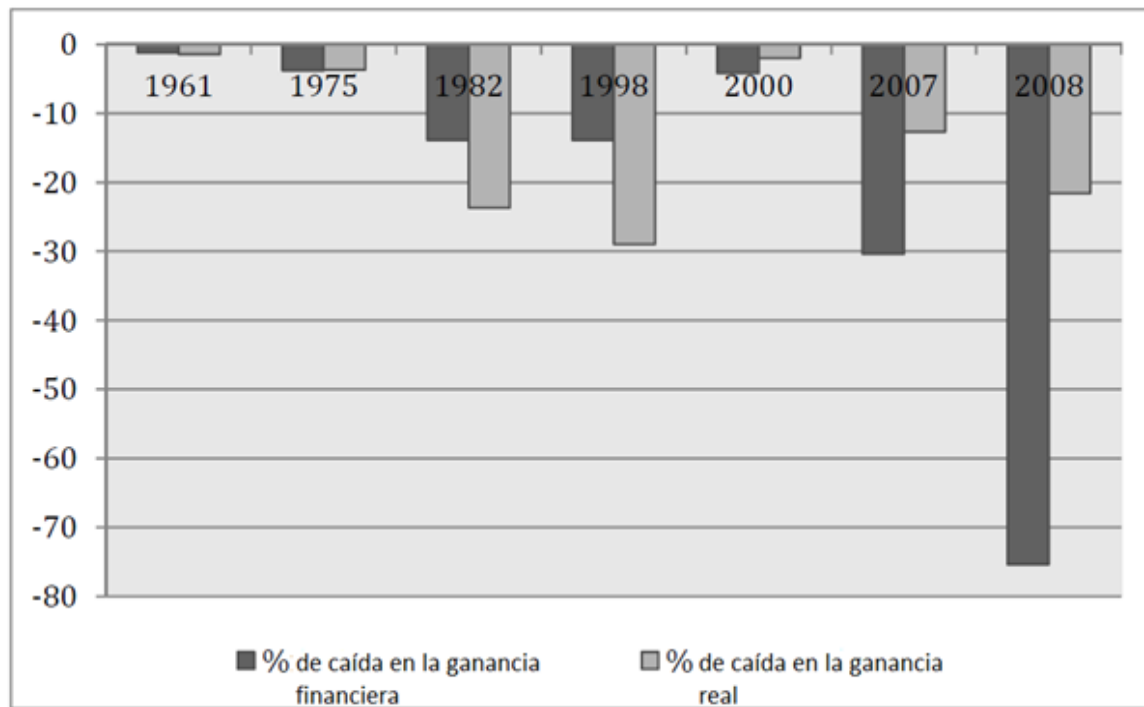
¹³⁰ La ganancia por enajenación es un concepto que retoma Marx (1863, capítulo 1) de Sir James Stuart (1767). Ver Shaikh (2016). Lapavistas (2013) plantea que el auge de la ganancia financiera tiene sus orígenes en la ganancia por enajenación y la hace un concepto central de en su explicación sobre la financierización.

¹³¹ Como se explicará más adelante, la última frase no es equivalente al “ahorro forzado” de la teoría de fondos prestables.

contradicción entre la fuerza de trabajo y el capital. Todas estas tendencias y contradicciones, no obstante, surgen con el auge y desarrollo mismos del capital industrial, y no con la más reciente tendencia a una marcada hipertrofia del sector financiero. En pocas palabras, son propias al modo capitalista de producción y no un rasgo disfuncional de un “régimen de crecimiento” más reciente.

Lo que sí resulta novedoso del periodo de financierización es el carácter creciente y sostenido de la desvinculación entre la acumulación de signos de valor, gestados a partir de estructuras crediticias, y la reproducción real de capital. Dicha desvinculación queda evidenciada por el creciente valor del agregado de activos financieros a nivel mundial, con relación al producto interno bruto global (ver capítulo 1). De manera igualmente ilustrativa, y según se muestra en la gráfica 3.2, las últimas dos crisis han sido las primeras, en el registro del último siglo, durante las cuales la caída en la ganancia financiera fue mayor a la caída en la ganancia del sector real; para los años 2007-2008, fue notablemente mayor (Carchedi 2018). Ello denota que la acumulación de signos de valor sin correlato con la reproducción real de capital ha llegado a niveles que no se habían visto antes, y nos sugiere que la destrucción de signos de valor excedentarios tenderá a ser mayor en subsecuentes crisis, mismas que tenderán hacia expresiones más complejas

Gráfica 3.2 Caída en masa de ganancia, real y financiera; EU, 1961-2009



Fuente: Carchedi 2018, p. 66

En aras de precisar qué se quiere decir con ‘desvinculación entre acumulación de signos de valor y capital real’, es necesario explicar la relación entre la masa de signos de valor y el valor realmente producido y circulante en una economía capitalista. Ello obliga a abordar la fundamentación del dinero en un equivalente general según Marx (1867).

b) Equivalente general y medida de valor

Una cualidad de la teoría monetaria de Marx es que deriva la necesidad de un equivalente general de su teoría del valor. El intercambio mercantil simple implica la existencia de una medida de valor y no solamente de un medio de circulación (Marx 1867, capítulo 3). Esto implica que el dinero tiene una determinación adicional, y lógicamente previa, a la función ‘técnica’ de fungir como de medio de circulación que ya fuera señalada por Adam Smith (1776), y que consiste en solventar el hecho de que poseedores de mercancías se enfrentan en el mercado portando productos que, para ellos, son meros valores de cambio, pero que para otros propietarios representan valores de uso. Las demandas concretas de valores de uso de uno y otro vendedor-comprador no se complementan exactamente salvo por excepción, de manera que la circulación mercantil simple sería imposible con el mero recurso del truco y sin un medio de circulación.

Si bien Marx retoma la necesidad y función del dinero como medio de circulación, la existencia del dinero en la circulación mercantil simple es una necesidad *lógica*, previa a la consideración de

esta dificultad *técnica*. La existencia del valor, una sustancia común a todas las mercancías y que determina las proporciones de su intercambio, supone una medida de esa sustancia. Dado que el valor no tiene manifestación autónoma, sino que sólo se expresa mediante las proporciones en las que distintas mercancías se intercambian entre sí, la métrica de valor no puede sino expresarse en cantidades de mercancías, valores de uso concretos imbricados en una relación social de intercambio.

El valor se expresa de manera *relacional*, por medio de las proporciones de intercambio entre mercancías concretas; estas proporciones de intercambio son su manifestación y en un primer momento le definen. La *forma simple de valor* expresa el valor de una mercancía (que funge como mercancía relativa) como una cantidad de otra mercancía (que funge como mercancía equivalente); se puede considerar esta forma como la expresión más básica de valor. Pero al ser un valor de cambio, la mercancía se representa no en una sino en una multiplicidad de mercancías, de manera que una mercancía relativa puede expresarse en una secuencia de cantidades de otras mercancías, según la proporción en la que éstas se intercambian: esta es la *forma extendida de valor*. Para una economía de n mercancías, hay n formas extendidas de valor distintas¹³², cada una de las cuales consiste en las $n - 1$ relaciones de intercambio de la mercancía relativa con cada una de las mercancías restantes, mismas que fungen como equivalentes.

Cualesquiera dos formas extendidas de valor son inconmensurables entre sí, puesto que tienen una colección distinta de mercancías que fungen como equivalentes. Al invertir la forma extendida de valor, se expresa la cantidad de las $n - 1$ mercancías, que fungen como relativas, como proporciones de 1 mercancía determinada, que funge como equivalente. A esta forma se le denomina la *forma general de valor*. Esta forma permite cuantificar el valor en unidades de una mercancía particular, que asume el papel de *equivalente general* de todas las demás. Por ello mismo, independientemente de cualquier otro valor de uso material que pueda poseer, adquiere el valor de uso de expresar el valor de otras mercancías, o de fungir como medida de valor.

De lo anterior se desprende que, antes de fungir como medio de circulación y facilitar la circulación de mercancías, el dinero primero debe de ser un equivalente general, expresión del valor de todas las demás mercancías. Para ello, debe de poseer valor y valor de uso propios. Como se desarrolla en Marx (1867), la ‘sustancia’ de valor, que se manifiesta en las *formas* de valor descritas anteriormente, es el tiempo de trabajo abstracto socialmente necesario contenido en la mercancía. De esta manera, el dinero es, en una primera etapa y, antes que nada, una mercancía - independientemente de su función como medio de circulación. Le corresponde a la acción de la sociedad elegir una mercancía¹³³, entre el mundo de las mercancías, para que asuma este papel, y la tendencia será a homogeneizar la elección entre esferas sociales y comunidades que participen del intercambio mercantil.

¹³² Mosley (1998) nos recuerda de manera enfática este punto en un esclarecedor debate con Carlo Benetti (1990) sobre el método lógico de Marx: no existe *una sola* forma extendida de valor, ni consiste ésta en la secuencia de $n(n - 1)$ relaciones posibles de intercambio.

¹³³ En caso de haber dos mercancías que fungen de equivalente general, se tiene que considerar la razón de intercambio entre ambas, pero ello no supone mayor complicación.

En etapas posteriores de la construcción lógica de Marx, y del desarrollo histórico del capitalismo¹³⁴, se introducen signos de valor que son representantes del equivalente general. Estos signos también son dinero, a pesar no tener valor ni ser ellos mismos mercancías; sin embargo, su función y existencia no anula la fundamentación del dinero en un equivalente general mercantil, puesto que sólo son dinero en tanto que *representan* a la mercancía dineraria, y por tanto suponen su existencia. Como se verá en la sección segunda del capítulo, éste fundamento tiene implicaciones importantes para la interpretación que se le puede dar a la financierización desde la crítica de la economía política. En particular, la función del dinero como medida de valor depende de su capacidad de representar valores realmente existentes. La multiplicación de signos de valor, por sí misma, no implica la multiplicación de valor realmente existente, materializado en producto mercantil.

c) Atesoramiento y rechazo a la Ley de Say

En el capítulo anterior se describe la *ley de Say* como una negación de las implicaciones de la función de atesoramiento del dinero, razón por la cual fue rechazada tanto por Marx (1867) como por Keynes (1936). En general, podría argumentarse que cualquier teoría que busque expresar y explicar la gestación de crisis, sin apelar a choques externos arbitrarios, requiere un rechazo a este postulado. Particularmente, el rechazo al supuesto de equilibrio como estado general de la economía implica un rompimiento con la *ley de Say* (Freeman y Carchedi 1995). Es probable, incluso, que la mera exploración teórica de las dificultades sistémicas para el crecimiento, sin apelar a factores exógenos tales como la “tendencia a los rendimientos decrecientes del suelo” (Ricardo 1817) u otra variante de “rendimientos decrecientes” (ver Pasinetti 1999), requiera afirmar un rechazo a este postulado.

Antes de que Keynes en su *Teoría General* planteara la inexistencia de una tendencia “natural” hacia el equilibrio macroeconómico de pleno empleo, basándose para ello en la insuficiencia de demanda efectiva, Marx había planteado ya un rechazo tajante a la *ley de Say*, bajo dos principios: a) la existencia e importancia del atesoramiento en la circulación mercantil simple; y b) la motivación específicamente capitalista de la producción y circulación de mercancías: a saber, la valorización del valor, motivación radicalmente distinta a la satisfacción de necesidades mediante la producción de valores de uso¹³⁵.

La circulación mercantil simple se divide en dos actos de intercambio separados en el tiempo y el espacio: vender un valor de cambio para adquirir un monto equivalente de medio de circulación (Mercancía – Dinero; M – D), e intercambiar este último por una mercancía que constituya un valor de uso para el adquiriente (Dinero – Mercancía; D – M). Esta separación constituye ya, por sí

¹³⁴ Se omite considerar aquí hasta qué punto los pasos lógicos en la construcción de Marx obedecen a periodos históricos claramente delimitados, o si simplemente son elementos subsecuentes -pasos de abstracción- en la construcción de una totalidad concreta, sin que se halle necesariamente la expresión pura de cada paso en alguna región o periodo histórico. Autores como Wray (1993) o Gräber (2011) pondrían en disputa esta periodización.

¹³⁵ La contraposición de la valorización del valor como motivación específica de la producción capitalista, y la producción de valores de uso, sería otro ejemplo de contradicción dialéctica en la crítica de la economía política (Bolívar Echeverría 1986).

misma, la posibilidad de interrupción general en la circulación y crisis (Marx 1867, 1953). El atesoramiento temporal está implícito en la función del dinero como medio de circulación. Más aún, el atesoramiento como objetivo y fin en sí mismo ha existido antes del auge del capitalismo, para acumuladores de mercancías “bárbaramente simples” para quienes “vender mucho [y] comprar poco constituyen la suma de su economía política” (Marx 1867, p. 163). El dinero representa a todas las demás mercancías de manera ilimitada y por ello adquiere un carácter “cualitativamente infinito”, aunque al mismo tiempo esté cuantitativamente acotado; de ello la pasión por el atesoramiento, elevada a marcador de rango y poderío social en periodos históricos pre-capitalistas, o bien por parte de clases sociales retrógradas con respecto al desarrollo capitalista, mismo que exige la circulación activa de capital.

En el capitalismo, sin embargo, el atesoramiento constituye una necesidad funcional, adicional a la mera separación temporal y espacial de los dos actos de intercambio que constituyen la circulación mercantil simple. Si bien lo que le confiere potencia al capital no es el atesoramiento sino la explotación de plusvalor que es capaz de movilizar durante su rotación, sí es necesario el atesoramiento durante las distintas fases de su circuito, ya sea para conseguir las sumas necesarias para su ulterior expansión, ya sea para sobrellevar los periodos de su circulación mercantil, ya sea como amortiguador para sobrellevar las volatilidades de la producción y el mercado, o bien debido a la misma dinámica material de la producción que impone tiempos específicos durante los cuales se frena el capital se ve forzado a reposar momentáneamente en su fase dineraria. Todo ello sin menoscabo de la existencia de atesoramiento con fines especulativos.

El objetivo de la producción (y por ende de la circulación) capitalista, no es la satisfacción de necesidades concretas, sino la acumulación de capital, la valorización del valor. La producción mercantil no se rige por las necesidades de los productores que, por lo demás, no son los productores propios, sino primordialmente trabajadores asalariados, cuyos ingresos no dependen de su voluntad individual de producir, sino del mercado para la venta de su fuerza de trabajo, única mercancía de la que son poseedores. La *ley de Say* asume una circulación entre productores cuyo objetivo es la creación y obtención de valores de uso concretos, y que por lo tanto no producen si no es para vender su mercancía y obtener un valor de uso deseado con anterioridad. Tal dinámica no responde a la motivación específicamente capitalista de la producción y circulación mercantil, cuyo fin es la acumulación incesante de capital; a dicho fin queda subordinada la demanda agregada que se genera al adelantarse capital en sus distintas rotaciones.

No hay razón alguna para suponer que la capacidad productiva engendrada por la acumulación capitalista coincida con la demanda solvente que esta misma reproducción es capaz de generar. La tendencia es generalmente la contraria. En el Apéndice A se desarrollan, con base en los esquemas de reproducción de Marx (1885), algunas de las condiciones más abstractas de proporcionalidad que serían necesarias para garantizar una circulación sin desvalorizaciones, destrucciones de capital ni saturaciones de mercado; como se verá, dichas condiciones no se cumplen de manera cabal más que por coincidencia transitoria en un sistema capitalista de producción. Más aún, las posibilidades abstractas de crisis se vuelven una realidad recurrente según la ley de sobreacumulación relativa de capital, descrita en el Apéndice B.

Más allá del rechazo a la *ley de Say*, el papel del atesoramiento en Marx (1867) es básico para entender el planteamiento del valor del dinero en su teoría y, por extensión, su relación con la llamada teoría cuantitativa del dinero.

d) La teoría cuantitativa del dinero y la teoría anti-cuantitativa del dinero

La relación de Marx con la teoría cuantitativa del dinero ha generado polémica entre intérpretes de Marx (Likitkijsonboon 2005, Rojas González 1987; De Brunhoff 1973; Rodríguez Vargas 1999). Para todo lector atento de *El Capital* sería llano que, para el caso de la mercancía dineraria, su valor –como el de toda mercancía - depende del tiempo de trabajo socialmente necesario materializado en ella, y no de la cantidad de dinero existente en la economía. Siendo así, la explicación *cuantitativista* del valor de la moneda – es decir, aquella que afirma que el valor del dinero es inversamente proporcional a su cantidad-, sería incongruente con la teoría del valor de Marx, además de ser rechazada explícitamente por él (Marx 1867, capítulo 3). La relación de la teoría del valor con la teoría cuantitativa del dinero, sin embargo, es menos evidente cuando se trata de signos dinerarios, meros representantes del equivalente general – trátase de monedas acuñadas con desgaste, trátase de papel-moneda de curso forzoso, o bien, trátase de dinero crediticio.

La manera usual de abordar el contenido de la polémica es por medio de la relación contable que expresa la relación entre la masa dineraria (M)¹³⁶, la velocidad de circulación (V), el nivel general de precios (P) y la cantidad de mercancías en circulación (Q):

$$MV = PQ \quad \dots \quad [1]$$

Para los exponentes de la teoría cuantitativa del dinero¹³⁷, cualquier aumento de la masa monetaria, *caeteris paribus*, inducirá un aumento proporcional en el nivel de precios, de manera que la relación [1] se mantendrá por este mecanismo. A la inversa, cualquier disminución en el circulante inducirá una disminución proporcional en el nivel de precios.

¹³⁶ Generalmente, por masa monetaria, los autores inmiscuidos en el debate se refieren a una de dos cosas: la masa de dinero-mercancía en circulación (o bien papel dinero intercambiable), o bien la masa de papel-dinero no intercambiable de curso forzoso en circulación. En estos casos, al considerar la función del dinero como medio de pago (Marx 1867, capítulo 3), el lado derecho de la ecuación se debe complementar con dos términos: a) se le suma la cantidad de pagos saldados que hacen circular dinero sin hacer circular mercancías, S ; y b) se le restan las deudas emitidas que hacen circular mercancías (por ejemplo, el crédito que se conceden comúnmente productores al intercambiar productos intermedios), D . Por otro lado, si M incluye el dinero crediticio, estos términos podrían omitirse, puesto que al saldar deudas el dinero endógeno se “destruye” y al emitirlos se “crea”. En ese caso, la circulación de títulos de deuda que no involucren intercambio mercantil tendría que considerarse una forma de atesoramiento, de manera que no impliquen un incremento en V y se mantenga la relación [1]. Ello implicaría considerar acciones y títulos en general como “dinero”. Ninguna de estas posibles variaciones de la ecuación [1] modifica la esencia del problema.

¹³⁷ Para una revisión de los principales exponentes, ver Rojas González (1987)

Por el contrario, para Marx las cantidades P y Q son independientes de la masa monetaria existente, puesto que representan valor mercantil en circulación, y por lo tanto dependen del trabajo socialmente necesario efectuado y arrojado al mercado en determinada jornada laboral social. El ajuste de la relación [1], por lo tanto, sucede por vía del atesoramiento: cualquier cantidad de oro producido y arrojado al mercado, que esté por encima de las necesidades de la circulación mercantil existente, será convertido en tesoro, en espera de ser utilizado en ulteriores fases de expansión productiva.

Como ha sido señalado Likitkijsonboon (2005), lo anterior puede interpretarse de dos maneras según la ecuación [1]: a) M representa la cantidad de dinero existente, aunque no todo sea efectivamente circulante; en este caso, a todo aumento en M corresponde una disminución proporcional en V ; o bien b) M representa la cantidad de circulante efectivamente en circulación, sin incluir el circulante ocioso. En este caso todas las magnitudes en [1] quedan incambiadas ante un aumento en la masa monetaria atesorada – simplemente se crea una cantidad adicional de dinero que no se considera en la ecuación.¹³⁸

Según señala el propio Marx (1867, capítulo 3), cualquier producción excedentaria de mercancía dineraria – es decir, por encima de las necesidades de circulante que exige la reproducción de capital – será atesorada, sin afectar el nivel de precios. Similarmente, el papel-dinero intercambiable por oro responde a la misma dinámica, puesto que su valor mantiene correspondencia con la mercancía dineraria. El punto central de la polémica es si el mismo principio es aplicable (i) al papel-dinerario de curso forzoso, respaldado por autoridades gubernamentales, pero cuya proporción de intercambio con el oro ninguna autoridad garantiza, y (ii) al dinero crediticio. Se entiende de por sí que la cuestión no es de menor importancia cuando el objeto de estudio es la economía global posterior al rompimiento del acuerdo de Bretton Woods.

Algunos intérpretes (Rojas González 1987, Rodríguez Vargas 1999) le atribuyen a Marx, amparándose de citas textuales relevantes, la aceptación de la teoría cuantitativa del dinero para signos de valor que no guarden paridad de cambio con el oro ni con mercancía dineraria alguna.¹³⁹ Se sugiere, incluso, que ésta es la única interpretación compatible con la teoría del valor, puesto que de otra manera se estaría admitiendo la creación de valor *ex nihilo*, sin mediación de trabajo productivo alguno (Rodríguez Vargas 1999)¹⁴⁰. Dicha sugerencia es falaz, puesto que supone, sin demostrar, que el excedente estaría obligado a circular realmente, y que no habría aumento en el

¹³⁸ Por otro lado, el mismo autor señala que todo dinero se atesora temporalmente en el curso de su circulación, de manera que es problemático hablar de una distinción tajante entre masa monetaria en circulación y en atesoramiento. Para observar la relación contable [1], haría falta un parámetro teórico más o menos arbitrario para distinguir entre una y otra – por ejemplo, dinero que no cambie manos durante el curso de un año.

¹³⁹ En este trabajo, se omite el ejercicio de poner a prueba la validez o generalidad de las citas textuales.

¹⁴⁰ Por ello, “Mandel tiene razón”, nos dice este autor, cuando apunta a que el dinero inconvertible “sólo emitido en la misma proporción que las necesidades de la circulación mantiene su valor; si se excede, se devalúa y aumentan los precios” (Rodríguez Vargas 1999, p. 46) Se omite el ejercicio de validar o rechazar la interpretación que se enuncia aquí de Mandel (1972). Lo que Mandel ‘realmente quiso decir’ es menos interesante que el contenido de sus aportaciones que se preste a una mejor teoría.

nivel de atesoramiento. En este trabajo nos referimos a esta corriente como la *teoría cuantitativa discrecional del dinero* (TCDD).

Por otro lado, otros autores (Likitkijomboon 2005¹⁴¹) le atribuyen a Marx, para criticarlo, lo que han tenido a bien llamar la *teoría anti-cuantitativa del dinero* (TACD): la afirmación de que todo signo de valor, tenga éste o no correspondencia con el valor de mercancía dineraria alguna, es atesorado en la medida en la que se emite de manera excedentaria, de manera que no hay desvalorizaciones ni procesos inflacionarios derivados de sobre-emisión.

Con respecto al papel moneda y notas bancarias, Likitkijomboon (Íbid.) señala que un requisito para la validez de la TACD es la *ley del reflujo*: a saber, que cualquier emisión de notas bancarias por encima de las necesidades de la circulación (determinadas en la circulación mercantil, según los valores y cantidades de mercancías en circulación) induce un reflujo equivalente de pagos y depósitos a la banca. Ya sea que el público utilice los signos de valor excedentarios para pagar deudas pendientes, ya sea que aumenten sus depósitos en la banca, el caso es que cualquier emisión excedentaria de notas bancarias provoca un reflujo a la banca por un monto equivalente. La *ley del reflujo* es al dinero crediticio lo que la *ley del atesoramiento* es al dinero-mercancía y al papel dinero que guarda correspondencia con él: en ambos casos, los signos de valor excedentarios se sustraen de la circulación hasta no ser requeridos por el intercambio de mercancías. Con este planteamiento, Likitkijomboon (Íbid.) le atribuye a Marx la aceptación de la TACD incluso para el *dinero endógeno*; esto es, para emisiones crediticias por parte de la banca privada para la circulación mercantil, y ya no solamente para papel-dinerario no-intercambiable.

Si bien Likitkijomboon (2005) recurre a citas textuales, difícilmente concluyentes, para mostrar que su interpretación de Marx es plausible¹⁴², su interés no es tanto demostrar su interpretación de este autor, sino señalar que dicha interpretación no es *esencial* al resto de su cuerpo teórico, y que una fundamentación alternativa de la teoría del mecanismo dinerario sería más potente para explicar la realidad, e incluso estaría mejor articulada con el *corpus* de Marx.

De hecho, la TACD es articulada de manera más completa y en su forma “clásica”, no por Marx (1894), sino por los exponentes de la *banking school*, Tooke, Fullarton y Stuart, con relación a quienes Marx (1894) discute la TACD en los manuscritos incompletos que pasaron a conformar el tercer tomo de *El Capital*. Es la versión “clásica” de estos autores la que critica Likitkijomboon (2005), y la que sugiere es una superposición a la teoría del valor de Marx, no sólo lógicamente

¹⁴¹ Likitkijomboon le atribuye la misma lectura a De Brunhoff, pero la representación que hace de esta autora no es del todo fidedigna. Ésta no sostiene una teoría anti-cuantitativa del dinero, como se le imputa, sino que sostiene que hay una contradicción entre el papel del dinero como medida de valor y como medio de circulación (De Brunhoff 1973). Similarmente, la lectura superficial que hace Rodríguez Vargas (1999) de De Brunhoff es un ataque a un hombre de paja.

¹⁴² Está, por ejemplo, la multicitada frase del Marx (1867, p. 147): “Como, dada una velocidad media, está dada la masa del dinero que puede funcionar como medio de circulación, basta con lanzar a la circulación, por ejemplo, una cantidad determinada de billetes de una libra para retirar de aquella otros tantos soberanos, un juego de manos que todos los bancos conocen a la perfección.” También, “[l]a diferencia entre la cantidad de dinero producida o emitida y la cantidad requerida para una circulación efectiva siempre corresponde a un aumento o decrecimiento de los montos atesorados” (Marx 1867, p. 173).

incompatibles en algunos aspectos, sino además innecesaria para los objetivos teóricos que Marx se ha trazado. Por ello, “la teoría anti-cuantitativa, el mecanismo de atesoramiento, y la ley del reflujo deben de ser expulsadas de la teoría de Marx... El único requerimiento lógico en la teoría de la forma del valor de Marx es que el dinero sea objeto de atesoramiento, y que al menos una parte, pero no necesariamente todo el dinero adicional pueda ser atesorado – con una velocidad del dinero variable” (Likitkijomboon 2005, p. 14).

Siendo así, tanto la TCDD como la TACD se perciben como excesivamente mecánicas en un entorno donde tanto el atesoramiento exorbitante de signos de valor, como la existencia de procesos inflacionarios, que son por lo menos afectados por la política monetaria, son comunes. Con respecto a la TCDD, y como señala acertadamente Likitkijomboon (2005 p. 6), “Marx no provee un análisis del proceso de depreciación de notas inconvertibles (no intercambiables por oro), la liga causal que va del incremento en la cantidad de notas hacia un mayor precio de mercancías en términos de papel dinerario... aún permanece la pregunta de qué es lo que vuelve ineficaz al mecanismo de atesoramiento, esto es, por qué el excedente de notas inconvertibles se gasta en mercancías para aumentar el nivel de precios en lugar de ser atesorado.”¹⁴³

Por otro lado, tampoco hay razón para suponer que el exceso de papel dinero inconvertible será atesorado en su totalidad. Más aún, Likitkijomboon (2005) señala que la validez de la *ley del reflujo* del dinero crediticio, en su concepción clásica, está sujeta a la contingencia de que la banca se conduzca según la política denominada de *notas reales de corto plazo*, según la cual sólo se descuentan notas respaldadas por una producción mercantil previamente efectuada. Con ello se excluye de tajo una parte considerable de las actividades del sector financiero durante el periodo de financierización, e incluso mucho antes de él¹⁴⁴. Según afirma Likitkijomboon (2005), en ausencia de esta política, el aumento de notas bancarias en circulación bien podría provocar aumentos en el nivel de precios.

Si bien este autor hace bien en señalar las limitaciones de la TACD y la importancia de desarrollar la teoría del valor sobre un marco menos estrecho, atribuirle la TACD a Marx de manera inequívoca y criticarlo en ese terreno es ir en contra de un hombre de paja. Como evidencian las discusiones sobre las crisis crediticias y monetarias en Marx (1867, 1894), su concepción sobre las consecuencias de emisiones excedentarias de signos de valor no puede reducirse a la TACD. El mismo Likitkijomboon (2005) sugiere esta limitación en su crítica cuando señala la contradicción entre la TACD y la discusión de Marx (1894) sobre la repartición del plusvalor entre interés y ganancia del empresario, donde se reconoce que la tasa de interés incide sobre el incentivo de inversión del capital industrial y, por ende, sobre el ritmo de acumulación de capital. Al incidir

¹⁴³ De manera más bien confusa, Likitkijomboon (2005) reconoce que Marx asume la TCDD para luego ignorar por completo esta observación e imputarle la TACD. La contradicción sólo podría explicarse si Likitkijomboon adopta una definición de “dinero inconvertible” sumamente restrictiva, de manera tal que se excluya del concepto al dinero crediticio y al papel dinerario respaldado por un Banco Central. Tales definiciones no son elaboradas explícitamente por el autor.

¹⁴⁴ En la terminología de Chick (1986, 1988a), la mayor parte de la actividad bancaria a partir de la segunda etapa de su desarrollo quedaría excluida bajo esta restricción. Esta autora delimita seis etapas distintas; la segunda está caracterizada por la aceptación general de notas bancarias como dinero.

sobre los ritmos de acumulación, afecta la conformación de precios de producción, así como también la relación entre salario y ganancia. Todo ello puede modificar realmente los precios relativos entre industrias, el nivel de precios, e incluso la relación entre salario y ganancia, todo ello en la teoría de Marx (Panico 1988). Sin embargo, estos mecanismos se despliegan en un plano de mayor concreción, y no en el nivel de abstracción en el que se argumenta la TACD.

De acuerdo con Likitkijsomboon (2005), en Marx (1894) tampoco se desarrollan teóricamente los mecanismos mediante los cuales se sostiene la *ley del reflujo*, equivalente a la *ley del atesoramiento* para el dinero crediticio. Para suplir esta ausencia, sobrepone a la teoría de Marx los mecanismos desarrollados en la versión ‘clásica’ de la *banking school*. De acuerdo con ésta, la *ley del reflujo* requiere para su validación del mecanismo de variaciones en la tasa de interés que regulen la emisión de dinero crediticio de acorde con la demanda. Con ello, Likitkijsomboon (2005) estaría extrayendo de Tooke y Fullarton una versión de la teoría de fondos prestables, para imputársela a la teoría de Marx (1894) y luego criticarle sobre ese terreno. Como será discutido en el apartado f), la crítica de la economía política (Marx 1867, 1885, 1894) no endorsa la teoría de fondos prestables. En otras palabras, la TACD y la teoría de Marx son inconsistentes, como bien señala Likitkijsomboon (2005), pero la unión de ambas es un problema que radica en su interpretación, más que en la teoría original. Más aún, las razones de esa inconsistencia no son las que él señala.

Para Likitkijsomboon (2005), la *ley del reflujo* mediante ajustes en la tasa de interés produce cambios relativos de precios y en el nivel de precios, por lo que no se podría sostener la TACD, que afirma indiferencia entre el nivel de precios y la cantidad de dinero crediticio. Sin embargo, ello supondría que: (1) el ajuste mediante la tasa de interés es el único mecanismo posible de que las notas emitidas no sean obligadas a fungir como medio de circulación mercantil, y ello sin afectar proporcionalmente la velocidad promedio de circulación en la ecuación [1]; y (2) los cambios en la tasa de interés se traducen de manera efectiva y previsible en cambios en el nivel de actividad económica y proporciones entre sectores, induciendo cambios de precios. El primer supuesto será puesto en duda más adelante, a propósito de la explosión de signos de valor durante el periodo de la financierización; baste señalar por ahora que es un supuesto no enunciado y mucho menos justificado por Likitkijsomboon (2005). El segundo supuesto constituye una violación del marco de análisis dentro del cual se argumenta la TACD, que pretende describir los efectos de cambios en la emisión de dinero en la economía, *caeteris paribus*. En todo caso, Likitkijsomboon (2005) estaría evidenciando las limitaciones metodológicas de analizar el mecanismo monetario de manera aislada, cuando forma parte de un sistema de producción-distribución integrado¹⁴⁵.

Más allá de los problemas señalados en Likitkijsomboon (2005), este autor tiene razón en señalar que “la teoría de Marx de la forma-valor y la forma-capital *no* involucran lógicamente a la teoría anti-cuantitativa del dinero”. De hecho, “[e]l único requisito lógico en la teoría de Marx de la forma-valor es que el dinero sea objeto de atesoramiento, y que al menos una parte de la masa dineraria excedentaria, que no necesariamente toda, pueda ser atesorada: [a esto le llamo] velocidad variable del dinero” (Íbid., p. 173). Nótese que con ello se postula un rechazo, no

¹⁴⁵ Sobre este punto, las discusiones de Panico (1988) son esclarecedoras.

solamente a la TACD, sino también a la TCDD, ya que se niega que los signos de valor carentes de un mecanismo de intercambiabilidad con mercancía dineraria alguna, tengan forzosamente que circular a una velocidad constante. La propuesta no es novedosa, puesto que el propio Marx (1867) critica a Hume por reducir el dinero a mero medio de circulación, obscureciendo su función como medida y expresión de valor, sin la cual no podría fungir como un medio de circulación efectivo, ni como medio de pago.

En una interpretación cuidadosa de Marx, Campell (2005) señala que, con la generalización de la circulación mercantil simple, el ciclo mercancía-dinero-mercancía (M-D-M) se invierte para conformar la circulación del dinero, con el ciclo dinero-mercancía-dinero (D-M-D), creando la *apariencia* de que es la circulación del dinero la que genera la circulación mercantil, y no a la inversa. Así, "...aunque el movimiento del dinero no sea más que una expresión de la circulación de mercancías, ésta se presenta, a la inversa, como mero resultado del movimiento dinerario" (Marx 1867, p. 141). La teoría cuantitativa del dinero estaría sustentada sobre esta inversión aparente, y sería válida sólo en la medida en que reduzca el dinero a mero medio de circulación, omitiendo su función del dinero como medida de valor; con ello, sería un "ejemplo perfecto de las ideas que buscó refutar Marx con su crítica de la economía política". Marx habría rechazado la explicación aparente de la teoría cuantitativa del dinero, y la habría reemplazado por un vínculo articulado entre la función del dinero como medida de valor (establecida en un primer momento con la existencia material de valor en la mercancía dineraria) y su función como medio de circulación (mediante una relación simbólica entre el circulante y la mercancía dineraria). Con ello, la articulación de las funciones del dinero en Marx serían un "ejemplo de la conexión entre la 'esencia interna' y la 'semblanza' fenoménica, que Marx sostuvo que es el verdadero objetivo de la ciencia" (Íbid., p. 155).

La apariencia de que es el dinero en circulación el que produce el intercambio mercantil, y no a la inversa, el intercambio mercantil el que produce la circulación de dinero, sólo adquiere realidad con la conformación del circuito del capital. Allí, el circuito dinerario expresa una segunda 'inversión': el dinero pasa de ser un medio para la adquisición de valores de uso a ser un fin en sí mismo, y el valor de uso de la mercancía pasa en cambio de ser un fin a ser un medio para la valorización del valor en el ciclo D-M-D. Sin embargo, ello no implica una velocidad constante del dinero, ni mucho menos una negación de la función del dinero como medida del valor.¹⁴⁶ Por el contrario, el ciclo D-M-D presupone lógicamente una medida de valor en el dinero. Con el desarrollo del crédito, el dinero circulante pasa a ocupar la función de medio de pago, que a su vez presupone la función de medida de valor, atesorado en diferentes puntos del circuito económico. Como medio de pago, la circulación del dinero obedece a leyes distintas que como circulante, y la teoría cuantitativa del dinero se vuelve ya no sólo errada, sino además irrelevante.

¹⁴⁶ "Que, a la inversa, los precios de las mercancías están determinados por la masa de los medios de circulación, y a su vez dicha masa por la del material dinerario disponible en un país, es una ilusión que deriva, en sus expositores originarios, de la hipótesis disparatada según la cual al proceso de circulación entran *mercancías sin precio y dinero sin valor*, intercambiándose allí una parte alícuota del conglomerado mercantil por una parte alícuota del amontonamiento metálico" (Marx 1867, p. 151)

Con el desarrollo del crédito, ‘dinero verdaderamente capitalista’, la circulación del dinero obedece a la interrelación, velocidad y plazos de las estructuras de deuda gestadas por la circulación de capital. Con ello, “[l]a cantidad de dinero requerida para sostener un volumen determinado de transacciones... puede ser reducida por medio de una integración mayor [entre las estructuras de deuda]” (Campbell, p. 157.). Por otro lado, “[m]ientras más interconectadas estén las relaciones prestamista-prestatario entre los ‘productores de mercancías’, mayor será el impacto de cualquier cese en el flujo de pagos” (Íbid. p. 158). Como será discutido más ampliamente en el siguiente apartado, la capacidad del crédito de expandir la circulación de capital más allá de los límites de la circulación mercantil simple crea una tensión con la función del dinero como medio de valor, implícita en su función como medio de pago, que a su vez precede lógicamente a la existencia del crédito capitalista.

En síntesis, los mecanismos monetarios específicos al papel dinero no convertible y al papel crediticio no son explicados, en la teoría de Marx, por una ley fundamental, de la misma manera que la producción de plusvalor o que la tendencia a la crisis. No obstante, no por ello la dinámica monetaria está exenta de la ley del valor, y en última instancia está sujeta a las posibilidades concretas de reproducción y acumulación real de capital.

En particular, esto quiere decir que cualquier combinación específica de atesoramiento y desvalorización de la masa de signos de valor en existencia, llevados a un monto excedentario, debe satisfacer la condición de que el valor representado por los signos *efectivamente en circulación*, multiplicados por su velocidad promedio de circulación, sea igual al valor del agregado de mercancías que éstas hacen circular en el transcurso de una ventana de tiempo determinada, más la suma de compromisos de pago saldados en esa ventana de tiempo, menos la suma de deudas emitidas en el mismo periodo (Marx 1867, capítulo 3). En pocas palabras, lo anterior se traduce en que la emisión de signos de valor no modifica el valor subyacente de las mercancías que hacen circular.¹⁴⁷ Por ello, incluso en una economía altamente desarrollada, la existencia de un equivalente general (o varios) sigue siendo el fundamento sobre el cual se emiten signos de valor, del cual son una representación más o menos fidedigna.

Un segundo corolario es que tanto el atesoramiento de signos de valor como la desvalorización de signos previamente en circulación son resultados posibles de emisiones excedentarias. Durante el periodo de financierización se han visto formas complejas de ambas consecuencias. Negar la relevancia de los procesos de inflación y deflación de recursos crediticios en las últimas décadas sería tan absurdo como negar la explosión en el atesoramiento abigarrado de signos de valor que se ha señalado en el primer capítulo.

De hecho, la doble posibilidad de atesoramiento y desvalorización ante emisiones excedentarias de signos de valor es la base de lo que De Brunhoff (1973) caracteriza, basándose en una lectura cuidadosa de Marx (1867, 1894), como la contradicción dialéctica entre la función del dinero como

¹⁴⁷ Lo anterior no quiere decir que el dinero sea “neutro” en el sentido de que la política monetaria no afecte la acumulación real de capital – por medio, por ejemplo, de sus efectos distributivos – sino simplemente que todo impacto en el valor mercantil circulante tendrá que ser mediado por modificaciones en la reproducción de capital.

medio de circulación y su función como medida de valor. La financierización ha exponenciado esta contradicción con nuevas tecnologías financieras.

e) Dinero como reserva de valor y dinero como medio de circulación: una contradicción dialéctica

Una de las funciones centrales del crédito en el modo de producción capitalista, según la crítica de la economía política (Marx 1867, 1894), es la de extender la acumulación de capital más allá de los límites de la circulación mercantil simple. Esto quiere decir que facilita la circulación de mercancías, intermedias y finales, sin requerir de manera inmediata que los intercambios se validen en la producción de una contraparte de valor. Como consecuencia, el crédito establece compromisos de pago que son susceptibles de romperse en cadena cuando los capitales comprometidos son incapaces de valorizarse a sí mismos. En pocas palabras, el crédito amplía y establece circuitos de capital que pueden no validarse en una producción rentable. Esta posibilidad, latente en la forma misma del crédito, se vuelve concreta con la tendencia de la economía a la sobreacumulación relativa de capital (Apéndice B).

Por lo tanto, el dinero crediticio presente en el curso normal de la acumulación debe de constituir una medida de valor lo suficientemente estable como para posibilitar la reproducción de capital. Pero al mismo tiempo, los recursos monetarios existentes deben de tener la capacidad de hacer circular una masa mercantil en expansión, sujeta a fuertes oscilaciones en sus ritmos de producción y circulación, y que además no posee mecanismo alguno de validación previa sobre la rentabilidad o sustentabilidad futura de sus ramas productivas. Esto quiere decir que deben de asimilar las necesidades de una reproducción ampliada de capital, en donde, además de hacer circular la masa mercantil existente, deben de posibilitar la inversión de nuevo capital para la creación de una mayor masa mercantil en el futuro, de la cual inevitablemente una porción será desvalorizada o destruida *como capital*. Para ello, la emisión de signos monetarios requiere de una combinación de estabilidad, en su capacidad de representar valor, y flexibilidad, en su capacidad de hacer circular masa mercantil de valor variante.¹⁴⁸

Ya que el valor mercantil en circulación no cambia con la escasez o superabundancia de signos monetarios disponibles (éstos provocarían, en dado caso, trabas en la circulación del valor existente), la acumulación de capital produce dos tendencias contrapuestas: (a) por un lado, se incrementa la interconexión de los compromisos de pago, se expanden los recursos crediticios y monetarios en aras de posibilitar la reproducción ampliada de capital y sostener la circulación de una creciente masa mercantil, mucho más allá de lo que permitiría el intercambio mediado por dinero-mercancía; y (b) por otro lado, la creación y gestión de estos recursos crediticios y monetarios debe de ser tal que sostenga su vinculación con alguna medida de valor lo suficientemente estable como para posibilitar la mera reproducción simple de capital.

En la medida en la que el crédito constituya *dinero endógeno*, esto es, en tanto que medie realmente la circulación mercantil, la tendencia a la sobreacumulación relativa de capital implica una

¹⁴⁸ El “‘sistema crediticio’ es el vástago de la producción capitalista y la circulación monetaria” (De Brunhoff 1972, p. 74)

contradicción entre la función del dinero como medio de circulación y su función como reserva y métrica de valor. A saber, el dinero crediticio gestiona el intercambio de trabajo en espera de revelarse como *socialmente necesario* y como tal, constituyente de valor. La posibilidad de que no se valide como tal está presente en la forma misma del crédito, anclada a una producción capitalista. Por ello, el dinero crediticio no puede satisfacer la extensión variante, y en última instancia en riesgo, de la demanda de medios de circulación y, al mismo tiempo, representar una medida perfectamente estable de valor. Las estructuras puramente especulativas de inflación de activos crediticios existen sobre la base de una forma en la cual existe ya una contradicción latente entre dos funciones del dinero, medida de valor y medio de circulación, y no pueden ser comprendidas de manera aislada de ella.

El dinero crediticio tiene sustento en el sistema bancario – complejo de instituciones jerárquicamente estructuradas que emiten signos de valor, y respaldan sus emisiones con compromisos de intercambiabilidad por signos de valor de mayor jerarquía, culminando en dinero de alto poder de la Banca Central –¹⁴⁹, guarde éste o no correspondencia con mercancía real alguna. El crédito sustituye al dinero en el intercambio y lo relega a papel de referente y medio de pago. Así, “[e]n la medida en que se compensan los pagos, el dinero funciona sólo *idealmente como dinero de cuenta* o medida de los valores. En la medida en que los pagos se efectúan realmente, el dinero ya no entra en escena como medio de circulación, como forma puramente evanescente y mediadora del metabolismo, sino como la encarnación individual de trabajo social, como la existencia autónoma del valor de cambio, como mercancía absoluta” (Marx 1867, pp. 168-169).

Sin embargo, cualquier bancarrota significativa en este entramado de instituciones bancarias sería capaz de suscitar rompimientos en las cadenas de compromisos de pago, y la subsecuente falta de confianza en la intercambiabilidad de signos de valor existentes podría suscitar su depreciación, puesto que cada capitalista busca deshacerse de los signos de valor crediticio lo antes posible y arrojar la pérdida sobre otros. En este escenario, una porción de los signos de valor pierde aceptación social y deja de representar una medida estable de valor. El dinero crediticio se revela como mera representación del dinero, y el público recurre a reservas de valor más estables - generalmente, papel dinero respaldado por la banca central; en episodios de hiperinflación, incluso, estos símbolos pierden correspondencia con cualquier medida de valor estable, y sólo las mercancías propiamente dichas pueden representar valor.

Por ello mismo, se suscita una “hambruna” del dinero aceptado y hay un cese estrepitoso de la circulación de mercancías, mismas que se desvalorizan por la caída en su demanda. En esos casos se rompe la unidad entre la función medida de valor y la función medio de circulación, y se revela su interdependencia, cuando “[e]l valor de uso de la mercancía pierde su valor y su valor se desvanece ante su propia forma” (Marx 1867, pp. 168-169). “Hacía apenas un instante que el burgués, ebrio de prosperidad, había proclamado con sabiohonda jactancia que el dinero era una ilusión huera. Sólo la mercancía es dinero. ¡Sólo el dinero es mercancía!, es el clamor que ahora

¹⁴⁹ En Marx (1885), esta institución de mayor jerarquía está ejemplificada por la Banca de Inglaterra, que emite las reservas de los bancos escoceses y otras instituciones bancarias que emiten crédito.

resuena en el mercado mundial. Como el siervo brama por agua clara, el alma del burgués brama por dinero, la única riqueza” (Íbid).

La posibilidad de semejante cese en la circulación mercantil por medio de dinero crediticio, con su correspondiente desvalorización, se torna concreta sólo cuando hay un cese de pagos de magnitud suficiente como para suscitarle. En una economía capitalista, ello sucede de manera sistémica cuando el capital deja de valorizarse, y las expectativas de rentabilidad que sustentan un nivel de circulación determinado, se revelan como infundadas de acuerdo con la reproducción realmente existente de capital.¹⁵⁰ En otras palabras, las rupturas generalizadas de los compromisos de pago mediados por dinero crediticio suceden ante una sobreacumulación relativa de capital (Apéndice B) y con el advenimiento de una crisis. Por ello, “[e]n la crisis, la antítesis entre la mercancía y su figura de valor, o sea el dinero, se exagera convirtiéndose en contradicción absoluta. La forma en que se manifieste el dinero también es aquí, por lo tanto, indiferente. La hambruna de dinero se conserva incambiada, ya se deba pagar en oro o en dinero de crédito, como los billetes de banco” (Íbid.)

Para restituir la capacidad del crédito para representar valor en una medida lo suficientemente estable, es necesario que en el curso de la crisis se destruyan los signos depreciados. Una vez concluido el proceso de destrucción de signos de valor, y restituida la confianza en los compromisos de pago, puede suceder una nueva expansión crediticia, con el correspondiente aumento en la circulación y acumulación de capital, sentando también las condiciones para una eventual repetición del proceso.¹⁵¹

Como se ve, la dinámica del dinero crediticio no puede enmarcarse en la TACD ni de la TCDD señaladas en la sección (c); la capacidad del dinero crediticio para representar valor depende de su aceptabilidad social como sustituto del papel-dinero, y a su vez de la capacidad de este último para representar valor. Por su naturaleza, el dinero-crediticio está destinado a ser atesorado por periodos más o menos prolongados de tiempo, por lo que sería absurdo negar que emisiones excedentarias de dinero-crediticio pueden ser atesoradas, y de hecho serán atesoradas, en espera de ser validadas en el intercambio por otras mercancías, o por otros títulos crediticios con respaldo institucional.

¹⁵⁰ En teoría, podría ser posible una crisis monetaria sin crisis general de rentabilidad, suscitada por bancarrotas de suficiente magnitud. La resolución de semejantes crisis, en teoría, podría resolverse con una destrucción de signos de valor, sin una destrucción generalizada de capitales. En tal situación hipotética, sin embargo, habría que explicar las causas de la bancarrota, y los motivos de su impacto, necesariamente llevándonos a considerar la rentabilidad de los capitales involucrados. Similarmente, cualquier destrucción de signos de valor es al mismo tiempo destrucción de capital en su fase dineraria, expresado en esos signos de valor, salvo en el caso fortuito de que los signos de valor en cuestión estuvieran suficientemente desvinculados de la circulación mercantil. Resulta difícil, por lo tanto, hablar de una crisis “puramente monetaria”.

¹⁵¹ La teoría del crédito de Marx (1894) antecede en lo esencial a la famosa Hipótesis de Inestabilidad Financiera de Minsky (1992) – con la salvedad y ventaja de que el planteamiento de Marx está anclado en su teoría del valor, mientras que la de Minsky está anclada en los planteamientos macroeconómicos de Kalecki, con su noción aparental de costos de producción y márgenes de ganancia. Similarmente, en Minsky se recurre a la creciente “propensión al riesgo” de las unidades para explicar la tendencia a la ruptura de los compromisos de pago, mientras que en Marx esto se explica a partir de su teoría de las crisis de sobreacumulación relativa de capital (Apéndice B), explicación que no requiere apelar a una noción *a priori* de la evolución del comportamiento microeconómico de inversionistas y empresarios.

Por otro lado, el dinero crediticio puede desvalorizarse al haber pérdida de confianza en su intercambiabilidad por alguna medida de valor estable. Dicha desvalorización, sin embargo, no responde a una mera emisión excedentaria de signos de valor crediticios, sino a interrupciones en los compromisos de pago que les sustentan, y a la pérdida subsecuente de confianza. Si bien un entramado institucional frágil puede propiciar ceses más frecuentes o severos en la circulación de dinero endógeno,¹⁵² un cese sistémico necesariamente atraviesa la ruptura generalizada de confianza en los prospectos de rentabilidad del capital.

Para sintetizar la dinámica descrita en este apartado, existe una contradicción dialéctica entre la función del dinero como medio de circulación, y su función como representación de valor. La unidad interna entre ambas funciones se reestablece sólo de manera transitoria mediante destrucciones recurrentes de signos de valor, instancias de crisis más o menos severas, mismas que están acompañadas por una destrucción correspondiente de capital realmente existente (De Brunhoff 1973)¹⁵³.

La importancia de este planteamiento radica en el corolario de que, en última instancia, el límite para la emisión de signos de valor que no pierdan todo vínculo con la circulación de valor mercantil, y al mismo tiempo no se desvaloricen, está en la capacidad del capital en general para expandirse y validar los compromisos de pago con valor realmente producido.¹⁵⁴ Dicha capacidad, si bien está influida por procesos coyunturales en la estructura financiera, en última instancia está acotada por las condiciones reales para la rentabilidad del capital.

Como se explica en la siguiente sección, la definición de ese límite implica un rechazo a lo que sería conocido después como la teoría de fondos prestables.

¹⁵² Una investigación completa de los arreglos institucionales y sus efectos sobre la susceptibilidad del sistema financiero a la difusión de crisis correspondería a la investigación sobre el Estado, que quedó pendiente en los planes de Marx (1867) según su plan inicial de investigación de la sociedad burguesa. Las discusiones sobre el efecto de las decisiones del Banco de Inglaterra en la difusión de la crisis del 1847 no dejan de ser ilustrativas sobre el tema (Marx 1894).

¹⁵³ Tanto Likitkijsoomboon (2005) como Rodríguez Vargas (1999) le atribuyen a esta autora una versión simplona de la TACD, realizan una lectura superficial de su trabajo, y terminan atacando a un hombre de paja. Sin embargo, ella ha desarrollado una interpretación de la función del dinero en Marx que preserva la relación con el resto de su teoría, y con la debida complejidad (lo que implica, en este caso, un cierto grado de indeterminación cuantitativa sobre la representación del valor por medio del dinero).

¹⁵⁴ “¿[Q]ué significa mantener el principio de convertibilidad? Creo que para Marx simplemente quiere decir que la determinación de precios monetarios depende originalmente de la función de la mercancía dineraria como medida de valor. Pero la determinación inicial no cubre ni la conformación de precios relativos de las mercancías, tomando en consideración la tasa media de ganancia, ni las variaciones cíclicas en los precios relativos y el nivel general de precios. El problema de precios no es, para Marx, un problema monetario, una vez que el origen del equivalente general ha sido establecido. Mantener el principio de convertibilidad sirve para preservar el papel primitivo del dinero como medida de valor. Pero, con la excepción de una crisis crediticia, dicho principio no es aplicado, porque las variaciones de precios de importancia económica en el capitalismo no dependen de las variaciones en el valor del oro (el cual es postulado), sino por el contrario la circulación misma de todo dinero depende de los precios” (De Brunhoff 1973, p. 84).

f) La teoría de fondos prestables y la crítica de la economía política

Como fue señalado en el segundo capítulo, uno de los planteamientos centrales de la escuela post-keynesiana es el rechazo tajante a la teoría de fondos prestables. Entre quienes reivindican el estudio y aplicación del trabajo de Marx, por contraste, hay menos claridad al respecto. Hay académicos que le atribuyen a Marx la aceptación de esta teoría (p. ej. Foley 1982, 1986 capítulo 5) y la incorporan como marco de análisis. Según la teoría de fondos prestables, todo adelanto de crédito representa un ahorro previamente atesorado, o en su defecto representa un ahorro forzoso que se le impone al público por parte de prestamistas y prestatarios. En otras palabras, no hay inversión previa al ahorro (ver capítulo 2). Dicha interpretación no carece completamente de sustento, pues hay secciones enteras donde se toma ese marco de análisis como supuesto (p. ej. Marx 1885, sección tercera).

Sin embargo, la interpretación que le atribuye a Marx la aceptación de una teoría de fondos prestables es irremediablemente parcial, pues ignora las discusiones sobre el dinero como medio de pago (Marx 1867) y sobre la necesidad del crédito sin respaldo en el ahorro como medio de expansión del comercio mundial y de la acumulación de capital en general (1894). Dicha interpretación se basa en la confusión entre un recurso de exposición y de abstracción intermedia que adopta el autor, y la afirmación de que, efectivamente, el crédito requiere ahorro previo equivalente.¹⁵⁵

En sus discusiones inconclusas sobre el sistema financiero, Marx (1894) reconoció ampliamente que las emisiones de crédito no requieren de la existencia de ahorros previos por parte de quien las emite. Dado que el crédito posibilita la acumulación de capital a una escala mayor, en principio los créditos se pueden pagar con la acumulación de capital que susciten, sin que haya necesariamente una desvalorización de signos de valor de por medio, ni un “ahorro forzoso” impuesto sobre el público. La validez del crédito como medio de circulación mercantil depende de la confianza de repago, que a su vez depende, en primera instancia, de las expectativas de una acumulación efectiva y rentable de capital y, en última instancia, de las condiciones de posibilidad existentes para la rentabilidad del capital, en el ámbito de la economía real.

En todo caso, el límite a la inversión no son los ahorros previamente disponibles, como plantea la teoría de fondos prestables, sino la rentabilidad del capital. Mientras ésta posibilite emisiones de deuda por encima de los ahorros existentes, esa deuda se podrá validar en la acumulación ulterior de capital; y, por el contrario, si el agregado de los compromisos de deuda se basa en la expectativa de tasas de acumulación que no llegan a materializarse, los compromisos serán rotos en cadena y se expresarán como destrucción de capitales y, si la magnitud lo amerita, como crisis financiera.

Lo anterior se desprende de la concepción del dinero crediticio como la unidad contradictoria de las funciones del dinero como medio de circulación y representación de valor. En efecto, la noción

¹⁵⁵ Particularmente, para desarrollar los esquemas de reproducción, Marx (1885) asume, en una primera instancia, que no hay crédito, y ahí donde comenta cómo modificaría el crédito los esquemas, lo hace desde una perspectiva de fondos prestables. Sin embargo, el propósito de los esquemas no es describir la acumulación real de capital, sino ilustrar cómo podría circular el capital creando su propia demanda y *reproducirse*, hipotéticamente, en una trayectoria armónica de equilibrio (a una velocidad de acumulación constante). Lo que vuelve falsa la noción de fondos prestable es precisamente la posibilidad de una aceleración en la acumulación de capital, misma que no se considera en los esquemas.

de que el “ahorro forzoso” es el resultado de emisiones crediticias excedentarias (en este caso, por encima de los ahorros previos, y por lo tanto por encima del agregado de valor mercantil previamente producido – por encima de “las necesidades de la circulación”) implica una negación de la posibilidad de que: i) el dinero crediticio se atesore, preservando el valor que representa; y de que ii) el valor representado por el dinero crediticio llegue efectivamente a producirse en una reproducción ampliada de capital (Apéndice A) que valide los compromisos de pago representado por él, *sin degradar la representación de valor del dinero*. Como se ha expuesto, la teoría del crédito de Marx, lejos de negar esta posibilidad, la afirma como mecanismo necesario para la acumulación de capital, si bien sólo estable de manera transitoria y sujeto a rupturas cíclicas.

Por ello, tampoco es cierto en el marco conceptual de Marx que la inversión cree su propio ahorro, tal y como plantea la escuela post-keynesiana. Más bien, el ahorro se crea por el trabajo y, particularmente, por el plustrabajo. En la medida en que la inversión acumule para sí plustrabajo, generará ahorro – de lo contrario, generará destrucción de signos de valor excedentarios, con la correspondiente destrucción de capitales. Esta explicación tiene en común con la escuela post-keynesiana que los ahorros previamente disponibles no son un límite para el crecimiento económico, como sí lo plantea la teoría de fondos prestables; pero, a diferencia de la escuela post-keynesiana, no supone que la inversión, por sí misma y en ausencia de distorsiones estructurales (tales como la financierización), se traduzca en creación equivalente de ahorros, provisto que no se haya alcanzado el nivel de pleno empleo.

El límite de la identidad ahorro-inversión lo impone la rentabilidad del capital. Como lo muestra la tendencia a la sobreacumulación relativa de capital (Apéndice B), este límite es independiente del pleno empleo y, según la *ley general de acumulación de capital* (Marx 1867), tiende a manifestarse mucho antes que él.¹⁵⁶

En la crítica de la economía política (Marx 1867, 1885, 1894), el vínculo entre la expansión comprometida del capital en general y la expansión efectivamente gestada de manera rentable se da mediante el *capital ficticio*.

g) Capital ficticio

Por capital ficticio se entienden dos cosas que están íntimamente relacionadas. Por un lado, por capital ficticio, Marx (1894) entiende un valor de cambio atribuido imaginariamente a un objeto o propiedad –“activo” en el lenguaje financiero contemporáneo- que genere rédito. Ese rédito se presenta como fruto de un capital subyacente, y en función del rédito se evalúa el valor de dicho “capital”. Así, por ejemplo, la tierra que permite a su dueño apropiarse renta es un capital ficticio, evaluado según el monto de la renta y la tasa de interés vigente, no obstante que no haya valor acumulado en un pedazo de tierra (abstrayendo de la infraestructura que pudiera haber sobre él, y del trabajo social acumulado por generaciones en la creación de la fertilidad del suelo¹⁵⁷). La

¹⁵⁶ Shaikh (2016) muestra con datos históricos de los EEUU que el límite de crecimiento inducido por políticas fiscales expansivas, no lo da el pleno empleo sino la masa de ganancia.

¹⁵⁷ Castillo Díaz (2020) discute ampliamente la importancia del trabajo social acumulado en la conformación de la fertilidad del suelo; entre otras cosas, este rasgo marca una diferencia fundamental entre la teoría de la renta

capacidad de trabajo se podría presentar como capital ficticio, cuyo monto sería evaluado según el salario y la tasa de interés vigente.¹⁵⁸ Las acciones son capital ficticio, pues su valor de mercado se deriva de las expectativas de dividendos y ganancias por apreciación en función de la tasa de interés.

Lo central es que, en el capital ficticio, se invierte la relación del capital; ya no es un valor realmente existente el que, al circular, es capaz de valorizarse a sí mismo –mediante la apropiación de trabajo ajeno impago- sino que, por el contrario, es la capacidad de apropiar rédito lo que le confiere valor a un objeto enajenable. Con ello, constituye una forma desarrollada del fetichismo de la mercancía, puesto que presenta una relación social de producción y distribución como si fuera una propiedad inherente a los objetos intercambiados en el mercado –que, en el caso de títulos y activos financieros, ni son propiamente mercancías ni contienen valor alguno; en el caso de capitales ficticios que son mercancías, su valor imputado no depende de su valor real.¹⁵⁹

Por otro lado, por capital ficticio se entiende la anticipación de valor que aún no ha sido creado. Una gran parte de los títulos de deuda se emiten previo a la creación de valor alguno que pueda validar esa deuda. Supóngase que un empresario pide un préstamo a un banco para gestionar la producción de un valor mediante el cual saldará la deuda. En el ínterin, el valor representado por la cuenta del empresario en el banco, ‘creado’ efectivamente de la nada por el banco bajo solicitud, es capital ficticio: representa un influjo futuro de valor correspondiente al pago de intereses y de principal. Los insumos que adquiere el empresario con el préstamo son capital realmente existente, al igual que los salarios que adelanta para enajenar fuerza de trabajo; pero la cuenta del empresario en el banco, por el monto del valor de estos insumos productivos, existe a la par que ellos, expresa su valor sin estar vinculado a ellos, y para el banquero representa solamente el derecho a recibir los pagos de principal e intereses sobre el monto prestado. El depósito que crea el banco a nombre del empresario en el momento en que emite el préstamo, se configura como capital ficticio para el banco: no tiene valor propiamente dicho, pues no contiene trabajo abstracto materializado, pero expresa el título jurídico a recibir, en medios de pago, un monto de valor en el futuro.¹⁶⁰ De manera similar, las acciones son títulos de propiedad sobre plusvalor futuro que aún no ha sido creado, y cuyos flujos esperados corresponden a la rentabilidad esperada de determinado capital. Como se ve, ambas definiciones de capital ficticio son complementarias: la anticipación de valor futuro engendra un monto ficticio de capital presente.

La importancia del concepto de capital ficticio radica en que, aunque los mecanismos que lo comprenden pueden facilitar y optimizar la circulación de capital (acelerando la rotación de capital, facilitando su concentración y centralización, optimizando la producción de plusvalor), en última instancia el capital ficticio no contiene valor alguno sino simplemente la anticipación de valor futuro. En muchos casos, el capital ficticio representa títulos de propiedad sobre, no ya un

diferencial de Ricardo (1817) y la de Marx (1894), así como dos horizontes de posibilidad radicalmente distintos en cuanto a la producción agrícola.

¹⁵⁸ El concepto de “capital humano” es ejemplo de esta fetichización.

¹⁵⁹ Las piezas de arte de alta denominación son un ejemplo de capital ficticio; efectivamente tienen un valor y pueden configurarse como mercancías, pero su valor imputado no guarda relación alguna con dicho valor.

¹⁶⁰ Métricas convencionales como el Valor Presente Neto de un programa de flujos a futuro son una expresión clara de esto.

valor futuro, sino sobre otros títulos de propiedad sobre valor futuro –capital ficticio que es anticipación de capital ficticio futuro.¹⁶¹

En este sentido, muchas de las ganancias registradas por parte de la banca y de otras instituciones financieras son ficticias en tanto que reflejan promesas de apropiación de plusvalor futuro, que puede o no llegar a producirse. A menudo, el carácter ficticio de estas ganancias puede no manifestarse por un tiempo, mientras no se ejerzan los reclamos sobre el fondo común mercantil que estas ganancias ficticias representan. Si existe una masa de títulos sobre un valor futuro esperado que no se concreta, pero que por otra parte no exigen ser intercambiados por mercancías realmente existentes, por un tiempo más o menos prolongado puede obscurecerse el hecho de que no representen un valor realmente producido como contraparte al valor reclamado por los poseedores de los títulos. Sucede una *acumulación ficticia* de signos de valor, de manera paralela a la acumulación de capital real en la esfera de la circulación, y que no necesariamente guarda correlato con ella.

Desde la perspectiva de capitales individuales, la acumulación de títulos de propiedad sobre valor futuro bien puede presentarse como una ganancia, y de hecho es presentada de esta manera en sus hojas de balance. La ganancia obtenida de esta manera no es más que un incremento de capital ficticio – un atesoramiento gestionado a partir de la circulación de signos de valor; a este incremento le denominamos *ganancia ficticia* (Jacobs 2015). La plausibilidad de tal fenómeno como explicación del aparente auge en las ganancias del sector financiero se plantea en el trabajo de Jacobs (2015), quien muestra, con datos históricos, cómo al excluir del concepto de ganancia los rubros susceptibles de incluir ganancia ficticia, se tornan más legibles las tendencias en los patrones de rentabilidad según las cuentas nacionales estadounidenses.

Al mismo tiempo que el capital ficticio es un desarrollo necesario para el auge del capitalismo, también presenta rasgos disfuncionales latentes. El valor de capital ficticio preserva una independencia relativa del valor del capital realmente existente, y al cual supuestamente representa. La divergencia puede ser tal que la restitución de su conexión interna se logra solamente mediante una destrucción masiva de títulos de valor que encarnan capital ficticio, lo cual supone crisis financieras de diversa magnitud.

La medida en que los mecanismos concretos de capital ficticio faciliten o entorpezcan la acumulación de capital depende, no solamente de los propios mecanismos de capital ficticio, sino primordialmente de la dinámica subyacente de rentabilidad de capital. Por ello, no se puede estudiar la financierización sin estudiar las transformaciones en la rentabilidad del capital; en este rubro, la teoría marxista tiene un planteamiento radicalmente distinto a la escuela post-keynesiana. La segunda sección del capítulo explicita una lectura de la financierización desde la crítica de la economía política.

¹⁶¹ Las finanzas sintéticas que se mencionan en el primer capítulo son ejemplo de ello, pero también mecanismos relativamente más sencillos, como el pago de créditos mediante refinanciamiento – en términos de Minsky (1982), la subsistencia de posiciones tipo Ponzi.

II. La financierización desde la crítica de la economía política

Una vez aclarados en la primera sección del presente capítulo los elementos teóricos a ser articulados en una interpretación marxista de la financierización, en esta segunda sección serán abordadas dos corrientes interpretativas que apelan a crítica de la economía política como marco de análisis para su explicación. Se hará un marcado énfasis en la segunda corriente que, por falta de un mejor término, aquí se denomina ortodoxa, ya que está fundamentada en la teoría el valor y en la ley de la caída tendencial de la tasa de ganancia, ambos planteamientos esenciales a la crítica de la economía política; es esta segunda línea de interpretación la que presenta diferencias de fondo con las explicaciones articuladas desde la corriente post-keynesiana.

Los autores que en este trabajo denominamos marxistas ortodoxos (p. ej. Roberts 2009, 2016a, 2016b, 2017, Mandel 1972, 1980a, 1980b, Carchedi 2017, Kliman 2011, Norfield 2014, 2016) no utilizan el concepto de financierización como tal. De hecho, algunos rechazan expresamente el término. En cambio, sí se desprende de su trabajo una concepción sobre cómo se relacionan los conjuntos de transformaciones descritas en el primer capítulo, en el sector financiero y en la economía real, respectivamente.

Un segundo conjunto de autores (Lapavitsas 2013, Dos Santos 2009) plantea que el rasgo sobresaliente de la financierización es la apertura y expansión de canales para una forma ‘secundaria’ de explotación financiera, paralela a y coexistente con la explotación de plusvalor en la esfera de la producción. Así, en el balance histórico que plantea Lapavitsas (2013), la explotación directa por parte del sector financiero es una variante contemporánea de la usura pre-capitalista, pero re-funcionalizada para fines de la economía contemporánea. Al mismo tiempo, la financierización sería una causa que produce el estancamiento económico, y los canales por medio de los cuales esto sucede son básicamente análogos a aquellos que señala la escuela post-keynesiana. En este sentido, la explicación de estos autores no difiere fundamentalmente del análisis post-keynesiano desarrollado en el capítulo anterior, si bien se presenta cifrada en lenguaje marxista y con algunos matices en cuanto a los canales de transmisión.¹⁶²

A continuación, se sintetizan las líneas generales de argumentación para ambos grupos de autores.

1) Financierización como explotación financiera

El autor más activo en esta corriente (Lapavitsas 2013) plantea que no hay un acuerdo sobre la definición de la financierización, el cual sin embargo es un concepto sumamente útil para la interpretación del desarrollo de la economía moderna. Lo más cercano que él arriba a una definición propia es decir que “la transformación de la conducta de las empresas no financieras, los bancos y los hogares constituye la base de la financierización” (Lapavitsas 2013, p. 4). En un enfoque principalmente descriptivo, este autor desarrolla en qué ha consistido el cambio en el comportamiento del sector financiero, las empresas y los hogares. En el primer capítulo se han retomado muchos de sus aportes y resultados.

¹⁶² Como se señaló en el capítulo primero, se omite en este trabajo considerar el planteamiento de la escuela de la *Monthly Review*, ya que en términos generales su cuerpo teórico supone un rechazo a la teoría del valor, misma que constituye la base de cualquier análisis que tome en serio la propuesta teórica de Marx. Ver Weeks (1982).

La cadena de causalidad en el trabajo de Lapavitsas (2013) va, a grandes rasgos, de la siguiente manera: las compañías no financieras han basado sus inversiones cada vez más en fondos propios, dejando de recurrir a los bancos para pedir préstamos y, en su lugar, administran préstamos de manera directa a través de mercados de capitales, adquiriendo experiencia financiera en el proceso. En respuesta, los bancos han redirigido su campo de actividad hacia el comercio de activos financieros, por un lado, y por otro a financiar el consumo y las coberturas de los hogares. Por su parte, los hogares se enfrentan a este proceso con ingresos reducidos a raíz de un proceso de caídas salariales y pérdida de instituciones de cobertura social, y por ello se ven obligados a proveerse de mecanismos financieros para asegurar su consumo futuro, por medio de esquemas privados de provisión de pensiones, seguros de atención médica, financiamiento de la educación superior y financiamiento de vivienda. En todos estos campos, el sector financiero adquiere nuevos ámbitos de inversión en la provisión de servicios necesarios para los hogares, mismos en los cuales el Estado ha dejado de asumir su responsabilidad. La fuente del retorno que se apropia la banca sería, en todos estos esquemas, una porción del salario de los trabajadores.

Dos Santos (2009) refuerza este planteamiento con un análisis de las operaciones de nueve de los grandes bancos internacionales, donde encuentra evidencia de que una creciente porción del ingreso de la banca proviene en última instancia del ingreso de los hogares. Un rasgo predominante en la discusión de este autor es la asimetría que surge en una relación en la que una parte son los hogares, que buscan proveer para sus necesidades de consumo en el futuro y proveerse también cobertura, en la medida en que sus ingresos lo posibiliten, contra riesgos futuros; y donde la contraparte son grandes corporativos financieros cuyos objetivos son la maximización de ganancias, que manejan una gran infraestructura operativa y que tienen acceso privilegiado a información sobre la rentabilidad esperada de distintas inversiones y sobre las transformaciones coyunturales de la economía global, tal y como se expresan en distintos espacios nacionales y geográficos. Las porciones de los ingresos de la banca que provienen de conceptos de cobro de tarifas a los hogares, ilustradas en las tablas 3.1 a 3.3 y la gráfica 3.3, serían sintomáticas de este proceso. Por otro lado, la creciente dependencia de los hogares estadounidenses del sistema financiero para el atesoramiento de sus ahorros y la provisión futura se ejemplifica con sus tenencias de fondos mutuos y fondos de pensión, cuya evolución se ilustra en la gráfica 3.4.

Como resultado de esta relación desigual, plantea Dos Santos, la banca se apropia de manera sistemática de una gran porción de los rendimientos que generan las inversiones hechas con fondos provenientes del ahorro de los hogares, convertidas en capital dinerario prestable a través de la banca, y sobre cuya base se erigen mecanismos de capital ficticio que manejan la banca y el sector financiero para la apropiación de ganancia. El resultado de este proceso sería una exacción del agregado del ingreso salarial de los hogares, por parte de la banca y el sistema financiero.

Tabla 3.1 Ingresos bancarios por tarjeta de crédito y otros servicios de manejo de cuenta, por monto y porcentaje de ingresos; 2006-7, 9 bancos

	2006		2007	
	M MM USD	% de ingresos	M MM USD	% de ingresos
HSBC	9	12.8%	10.86	12.4%
Citigroup	6.78	7.6%	7.22	8.8%
Bank of America	22.51	30.5%	22.99	33.8%
RBS	9.1	17.7%	10.08	16.2%
Barclays	11.1	27.9%	12.73	27.6%
BNP Paribas	2.53	7.2%	3.07	7.2%
Dresdner	0.33	3.9%	0.35	4.7%
Santander	1.53	5.5%	1.95	5.7%
SMFG	1.58	9.6%	n/a	n/a

Fuente: Datos de los reportes anuales de los bancos, y del reporte fiscal 2006-7 de SMFC; compilados y presentados por Dos Santos (2009). Para RBS, se incluyen ingresos por ‘tarifas de administración de fondos’; para BNP Paribas, se incluye ‘ingreso neto por comisiones no medidas a valor justo’, que es un estimado residual de comisiones y tarifas por gestión dineraria. Para todos los bancos, se incluyen ‘tarifas de tarjetas de crédito y bancarias’, y ‘servicios de cuenta’.

Tabla 3.2 Ingresos bancarios por manejo de fondos y comisiones y tarifas relacionadas, por monto y porcentaje de ingresos; 2006-7, 8 bancos

	2006		2007	
	M MM USD	% de ingresos	M MM USD	% de ingresos
HSBC	2.98	4.2%	2.59	3.1%
Citigroup	1.44	1.6%	1.97	2.4%
Bank of America	4.21	5.7%	3.38	5.0%
RBS	9.1	17.7%	10.08	16.2%
Barclays	2.83	7.1%	3.58	7.8%
BNP Paribas	2.37	6.8%	2.91	6.8%
Dresdner	0.42	4.9%	0.45	6.1%
Santander	2.24	8.0%	2.59	7.6%

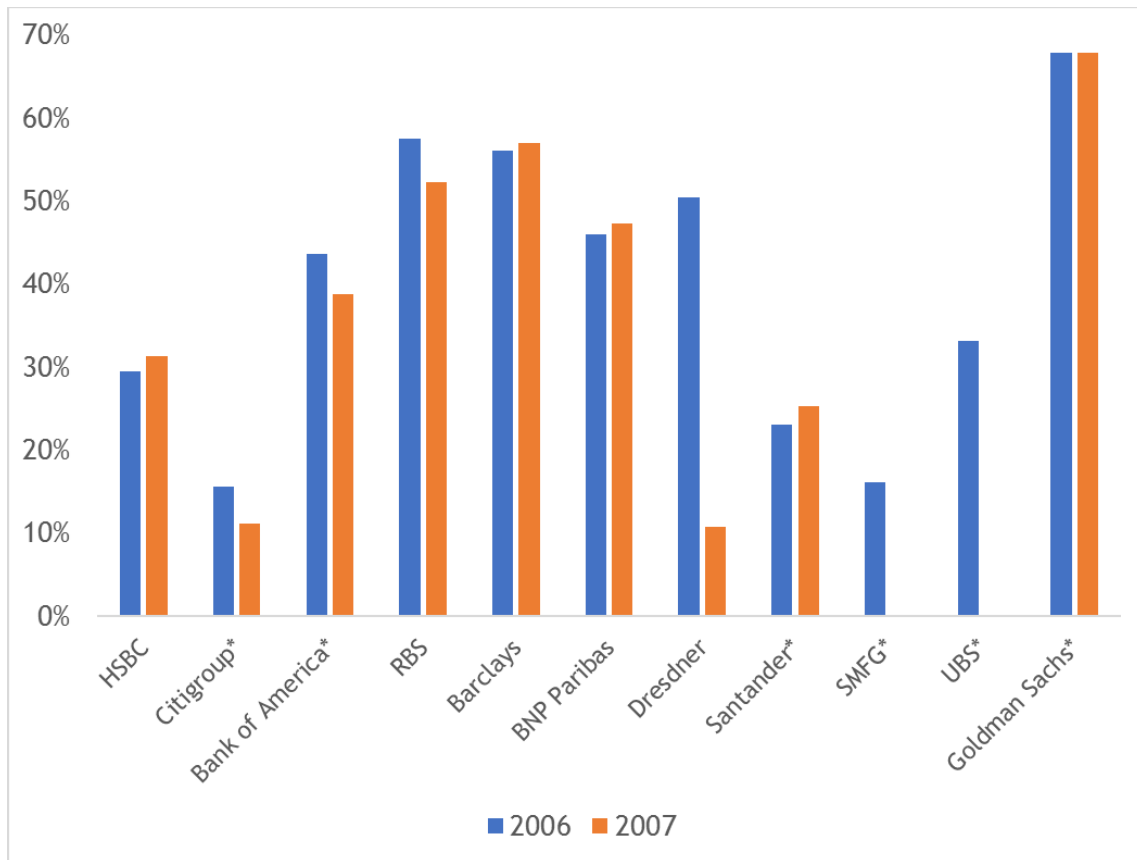
Fuente: Datos de los reportes anuales de los bancos; compilados, y presentados por Dos Santos (2009). Para Citigroup, se toman ingresos netos de sus divisiones Smith Barney y de su división de banca privada; para RBS se consideran los datos por gestión dineraria en la sección de tarifas a nivel minorista. Para todos los demás bancos, se toman los guarismos de tarifas y comisiones netas por la administración de fondos de inversión, fondos de pensión, fondos mutuos y otros fondos.

Tabla 3.3 Ingresos bancarios por manejo de fondos y comisiones y tarifas relacionadas, por monto y porcentaje de ingresos; 2006-7, 11 bancos

	2006		2007	
	M MM USD	% de ingresos	M MM USD	% de ingresos
HSBC	8.86	12.6%	13.89	15.9%
Citigroup	5.76	6.4%	-8	n/a
Bank of America	5.57	7.5%	-3.92	n/a
RBS	11.48	22.2%	12.39	19.9%
Barclays	8.42	21.2%	9.96	21.6%
BNP Paribas	11.22	32.0%	14.17	33.4%
Dresdner	3.57	41.7%	-0.66	n/a
Santander	2.7	9.6%	4.1	12.1%
SMFG	1.08	6.6%	n/a	n/a
UBS	10.97	33.2%	-6.96	n/a
Goldman Sachs	25.56	67.9%	31.23	67.9%

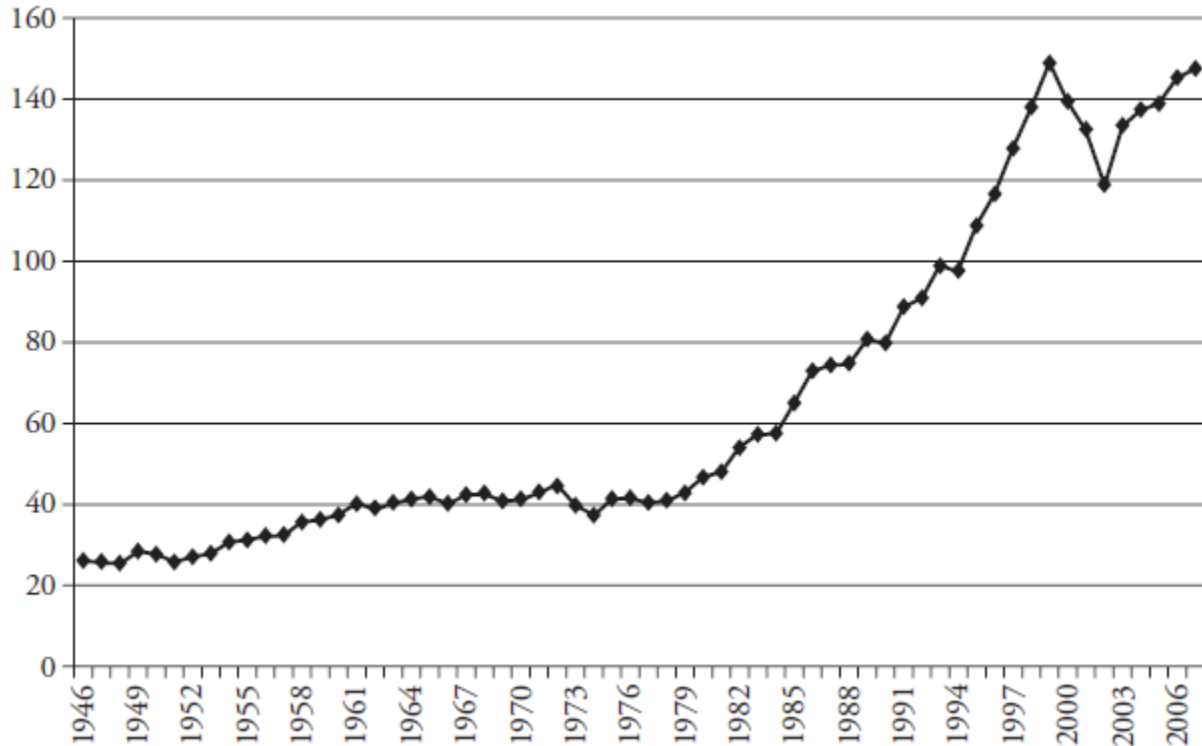
Fuente: Datos de los reportes anuales de los bancos, y del reporte fiscal 2006-7 de SMFC; compilados y presentados por Dos Santos (2009). Para HSBC, el dato es la suma de '*Net trading income*' [ingreso neto comercial] y '*Net income from financial instruments*' [ingreso neto de instrumentos financieros]; para Citibank, se obtiene a partir de los ingresos totales de '*Principal transactions*' [transacciones de principal]; para Bank of America y SMFG, corresponde a la suma de '*Trading account profit*' [ganancias de cuenta comercial], ingresos por inversión patrimonial, y ganancias por venta de instrumentos de deuda; para RBS incluye ganancias netas por operaciones comerciales más las ganancias por inversiones, actividades con respaldo de activos, y renta; para Barclays, incluye ingresos por inversión e ingresos netos comerciales, de la categoría '*Principal transactions*'; de Santander se toman directamente los 'resultados netos de operaciones financieras'; de Paribas se toman datos de ganancias netas sobre instrumentos financieros a valor justo e inversiones en activos financieros disponibles para la venta; los datos de UBS y Goldman Sachs son, respectivamente, ingresos netos comerciales e ingresos por inversión en principal.

Gráfica 3.3 Índice de ingresos bancarios por cobros de gestión a los hogares; 2006-7, 11 bancos



Fuente: Suma directa de las categorías de datos presentados en las tablas 3.1-3.3. Los bancos marcados con asterisco excluyen algunas o todas las tres categorías, ya sea por falta de información o por valores negativos. Elaboración propia.

Gráfica 3.4 Tenencias de fondos mutuos y fondos de pensión en manos de los hogares, como porción del PIB; E.U., 1946-2007



Fuente: Flujo de Fondos de los E.U. Tomado de Dos Santos (2009, p. 185).

Lo anterior, se argumenta, constituye una forma de explotación particularmente nociva, puesto que la mayor parte del excedente apropiado de esta manera no se canaliza a la producción de ningún bien o valor futuro, como lo sería la explotación de plusvalor por parte del capital industrial. En palabras del autor, “está claro que el fundamento de las ganancias recientemente astronómicas asociadas con las actividades de la banca de inversión han estado en última instancia fundadas sobre inversiones de ahorradores comunes y corrientes... [e]n un contexto en el que dichas actividades no han sido generalmente utilizadas para asegurar un incremento real en las inversiones -las cuales podrían conducir a incrementos generales en la productividad, salarios, estándares de vida-, la banca de inversión durante este periodo se presenta como la cristalización monumental de un parasitismo de clase” (Dos Santos 2009, p. 209).

También en el planteamiento macroeconómico de Lapavitsas (2013), la expansión y desarrollo de esta forma secundaria de explotación redundan en un menor crecimiento económico; por un lado, reduce el mercado ya que reduce el ingreso de los hogares; por otro lado, no alienta la canalización de fondos financieros hacia las inversiones productivas. Por ello, las finanzas “nos explotan a todos”, como plantea el título de su obra. En este caso, por “todos” se entiende también el capital productivo que, si bien no es explotado de manera directa por las finanzas, en cambio sí ve su

ámbito de acción reducido debido a la apertura y desarrollo de la explotación financiera, en contraposición a la explotación de plusvalor en el proceso productivo.

Con ello, queda plasmada una coincidencia fundamental entre este grupo de autores y la escuela post-keynesiana: la causalidad va de los procesos relacionados a la expansión del sector financiero que constriñen el espacio de demanda para la realización de mercancías, hacia las transformaciones en la acumulación real de capital, generando vicisitudes que redundan en un ritmo de acumulación ralentizado. En términos esquemáticos, *primero* cambia la estructura financiera, *después* se ralentiza el ritmo de inversión y se refuerza la depresión del nivel general de salarios, y *finalmente* cae el ritmo de acumulación de capital.

La principal diferencia entre la explicación de Lapavitsas y Dos Santos, por un lado, y el común denominador de la escuela post-keynesiana, por otro, es que, para los primeros, los mecanismos principales mediante los cuales la expansión y metamorfosis del sector financiero inciden en una reducción del ingreso de los hogares, son por medio de expropiación directa, mientras que los segundos exploran mecanismos que operan a través del capital industrial, tales como los señalados en el capítulo segundo. Obviando las diferencias, ambos grupos coinciden en caracterizar al estancamiento económico de las últimas décadas como causado primordialmente por transformaciones financieras.

Como se verá a continuación, la explicación que puede darse a partir de la teoría de las crisis de Marx es contrastante con esta línea de argumentación.

2) Financierización como causa contrarrestante a la caída en la tasa de ganancia

El desarrollo de la financierización desde la crítica de la economía política parte del papel del crédito que señaló Marx (1894) como causa contrarrestante a la caída en la tasa de ganancia. El planteamiento, poco desarrollado en los manuscritos incompletos de lo que sería integrado póstumamente como el tercer tomo de *El Capital*, explica que la concentración de capital mediante acciones bursátiles y recursos crediticios posibilita a una parte del capital global apropiarse rendimientos por debajo de la tasa media de ganancia, y con ello aumenta la masa de plusvalor disponible para el capital restante. Dichos esquemas estarían destinados a proyectos de inversión de capital poco rentable y a largo plazo, pero que sin embargo son necesarios para la acumulación del capital en general, tales como los ferrocarriles. La separación de una parte del capital real en esquemas financieros que acumulan interés, o que apropian rendimientos por debajo de la tasa media de ganancia, puede sostener la circulación y concentración de capital mientras que sólo una parte del capital global es adelantado en espera de un retorno asequible a la *ganancia del empresario*¹⁶³.

Las dinámicas mediante las cuales el crédito y el sector financiero se configuran como causas contrarrestantes a la caída en la tasa de ganancia se tornan más complejas con la financierización, e involucran procesos variados, como el auge de las llamadas empresas *zombis* descritas en el primer capítulo, o el auge de políticas económicas que engendran secuencias de burbujas

¹⁶³ En el esquema canónico de Marx (1984) la ganancia del empresario es equivalente a la tasa media de ganancia menos la tasa de interés, y corresponde a la ganancia efectivamente apropiada por el capitalista industrial después del pago de financiamiento a la banca. Con ello, constituye el principal estímulo para la inversión.

financieras, descritas en Brenner (2009). La relevancia de todos esos procesos como causas contrarrestantes se puede sintetizar como el sostenimiento, por tiempos prolongados, de circuitos de capital que no se validan en última instancia en la producción de una masa de plusvalor que les haga rentables. Al igual que el resto de las causas contrarrestantes a la caída tendencial de la tasa de ganancia (Marx 1894, sección tercera), la financierización no resuelve el origen de una crisis por sobreacumulación relativa de capital (Apéndice B), sino que la transmite a un plano mayor.

En el fondo, lo que distingue a Lapavitsas (2013) y Dos Santos (2009) de autores que aquí denominamos marxistas ortodoxos es la aceptación o rechazo de la teoría de sobreacumulación relativa de capital de Marx como explicación general de las crisis y de la tendencia periódica al estancamiento económico; y, particularmente, de que los cambios en la economía global a partir de los años setenta pueden ser explicados por esta teoría. Lapavitsas (2013) rechaza que la crisis financiera del 2008 en particular sea consecuencia de una caída en la tasa de ganancia, y en esto coincide con otros autores que, de diferentes maneras, se adscriben o son asociados al marxismo (p. ej. Treen 2014, Harvey 1982, 2016, Duménil y Lévy 2011). Más aún, Lapavitsas rechaza la caída tendencial de la tasa de ganancia como marco explicativo que encuadre las transformaciones en el sector financiero que describe en su trabajo. Sin embargo, se le ha criticado por no ofrecer una causa general alternativa para las transformaciones que describe en el comportamiento de los hogares, las empresas y la banca (Norfield 2014). En conjunto, los autores que rechazan la caída en la tasa de ganancia como explicación general de las crisis, tratan de explicar cada crisis como la consecuencia de procesos coyunturales distintos, negando una teoría general de las mismas (Roberts 2014).

El debate sobre la pertinencia de la tasa de ganancia en la explicación de la propensión al estancamiento y la crisis de las últimas décadas versa, por un lado, sobre la aceptación de una causa general de las crisis y, por otro, sobre la evidencia empírica de una baja tendencial en la tasa de ganancia en las últimas décadas. Mientras unos apuntan hacia la falta de una relación directa entre la caída en la tasa de ganancia y las crisis (Harvey 2016), otros afirman que, aunque la forma y tiempo de expresión de las crisis pueda diferir debido a factores coyunturales, la causa *subyacente* de ellas es en todos los casos un problema sistémico de rentabilidad. En torno al debate, uno y otro grupo ha producido secuencias de datos sobre la evolución de la tasa de ganancia en las grandes economías, para apoyar sus respectivos planteamientos. Una parte del debate ha devenido entonces en un debate *quasi-técnico* sobre la manera correcta de estimar la tasa de ganancia por medio de la información disponible en las cuentas nacionales (p. ej. Roberts 2009, 2017, Kliman 2011, Shaikh 2011, 2016, Husson 2014, Duménil y Lévy 2002, 2004, 2011, Jones 2013). A pesar de las diferencias que existen entre estos autores en torno a la interpretación de la última crisis financiera y sobre la pertinencia de la teoría de crisis de Marx (1894), todas las series de datos indicativas de tasa de ganancia producidos por unos y otros han mostrado cambios en los patrones de las tasas de ganancia a partir de la última mitad de los años setenta.

La parte más relevante de este debate entre monomaniacos y eclécticos¹⁶⁴, por recuperar algunos motes despectivos que se lanzan unos y otros, versa sobre la relación entre las transformaciones

¹⁶⁴ El mote de “monomaniacos” hace referencia lúdica a un comentario crítico hecho por Treen (2014) en un foro público (Roberts 2014), mismo que alude a la presunta obsesión de los referidos autores por ‘una sola’ causa de las crisis. La acusación de eclecticismo se explica a sí misma.

en la estructura financiera global y las tendencias en la acumulación de capital *real*. En este sentido, la aceptación de que ha habido, en las últimas décadas, una tendencia a que disminuya la tasa de ganancia al grado de haber una sobreacumulación relativa de capital (Marx 1894), conduce a una interpretación radicalmente distinta sobre los procesos que comprende el concepto de financierización, y su relación con la economía real.

Grosso modo, la secuencia *principal* de causalidad queda invertida una vez que se reconoce esta tendencia como factor subyacente. La caída en la tasa de ganancia habría inducido una merma en el nivel de inversión y de crecimiento; en respuesta, gobiernos e instituciones financieras internacionales implementan un proyecto político y económico que busca restituir la tasa de ganancia en franca depresión: el proyecto incluye bajas salariales directas, la privatización de servicios de cobertura social, un despliegue más intensivo del comercio mundial, de la exportación de capital y de los flujos financieros internacionales. La tasa de ganancia se habría restituido parcialmente, pero no lo suficiente como para iniciar un nuevo periodo de acumulación en auge; el resultado sería una economía con bajas tasas de crecimiento, un bajo nivel salarial, bajas tasas de inversión, tasas de ganancia mediocres y tendencia a la crisis, no obstante que existe un comercio mundial más extendido y una estructura financiera de mayor complejidad. La expansión inaudita del sector financiero habría facilitado dicho despliegue del capital a través de fronteras nacionales, y al mismo tiempo habría posibilitado la circulación de capital incluso cuando este enfrenta serios problemas de rentabilidad, inhibiendo con ello los mecanismos que podrían conducir a una destrucción de capitales, necesaria, aunque por sí sola insuficiente, para la restitución de un nuevo periodo de auge.

En esta secuencia de causalidad, tanto los procesos que se incluyen bajo el manto de financierización y que refieren a transformaciones del sector financiero, como las transformaciones descritas de la economía real, que implican trayectorias de crecimiento ralentizadas, surgen como *resultados* de la baja tasa de acumulación de capital, y no como sus *causas*. Desde la crítica de la economía política, la financierización se entiende mejor como una adaptación y desarrollo del sistema financiero ante las crecientes dificultades estructurales para la valorización del capital, y no como una hipertrofia enteramente disfuncional a la acumulación del capital, y del todo ajena a los intereses del capital industrial en su conjunto, visión a la que tiende la investigación post-keynesiana del proceso.

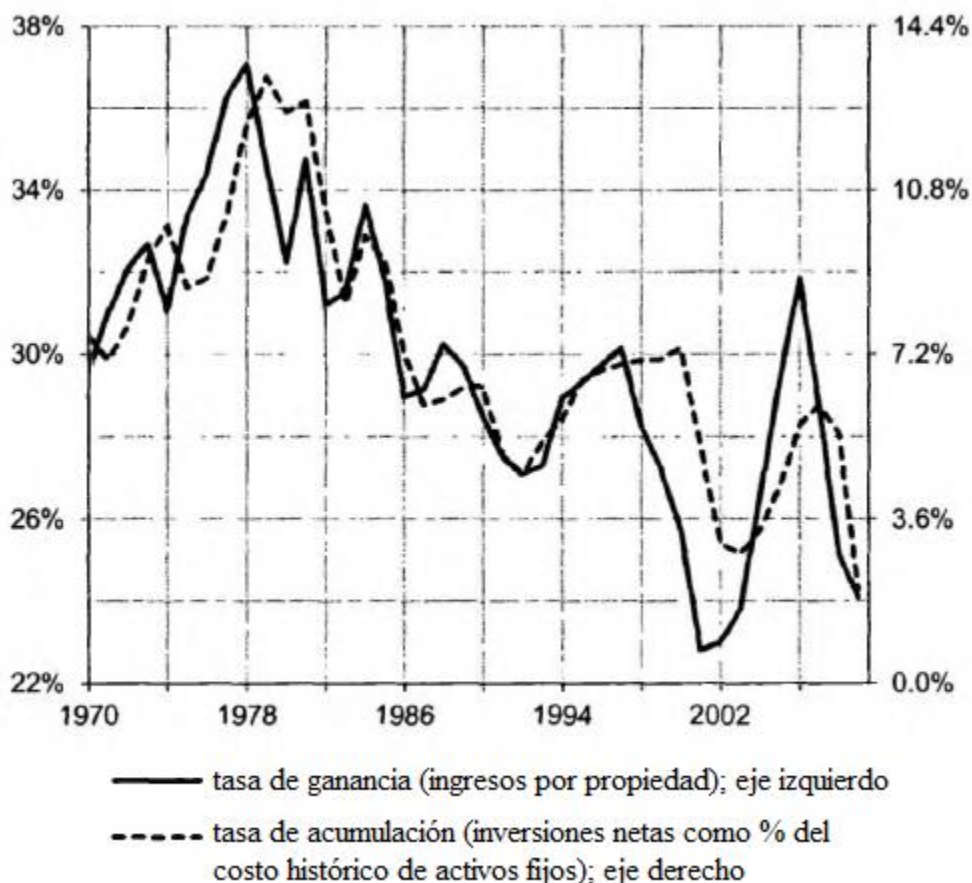
A continuación, se retoma de manera sintética la evidencia presentada por varios autores en torno a los cambios en la tasa de ganancia y los patrones de inversión. Dicha evidencia se complementa con análisis estadísticos propios que muestran tendencias análogas con información agregada del grupo de los G20. Posteriormente, se aborda la cuestión del financiamiento del capital a nivel agregado y el cambiante papel de la banca en este proceso. Finalmente, se propone una reinterpretación de la financierización de la economía global, sugerida por los trabajos y análisis de datos citados y consecuente con los planteamientos centrales de la crítica de la economía política.

a) Caída en la tasa de ganancia y patrones de inversión

En la gráfica 1.33 del capítulo 1 se observa la tendencia de las tasas de ganancia en la manufactura para Alemania, Japón y Estados Unidos, según las medidas desarrolladas por Brenner (2015), con una marcada tendencia secular a la baja desde los primeros años de la década de los años setenta.

Análogamente, Kliman (2011) elabora una medida sobre la tasa de ganancia de corporaciones estadounidenses, y muestra una correlación clara con la tasa de acumulación. Sus resultados, ilustrados en la gráfica 3.5, muestran que las variaciones significativas en la tasa de acumulación están precedidas por variaciones en el mismo sentido, y de magnitud comparable, en la tasa de ganancia. Con sus propias mediciones para la economía estadounidense, Jones (2013) llega a conclusiones similares. Otros trabajos en proceso (ver Roberts 2015) anticipan mostrar resultados similares.

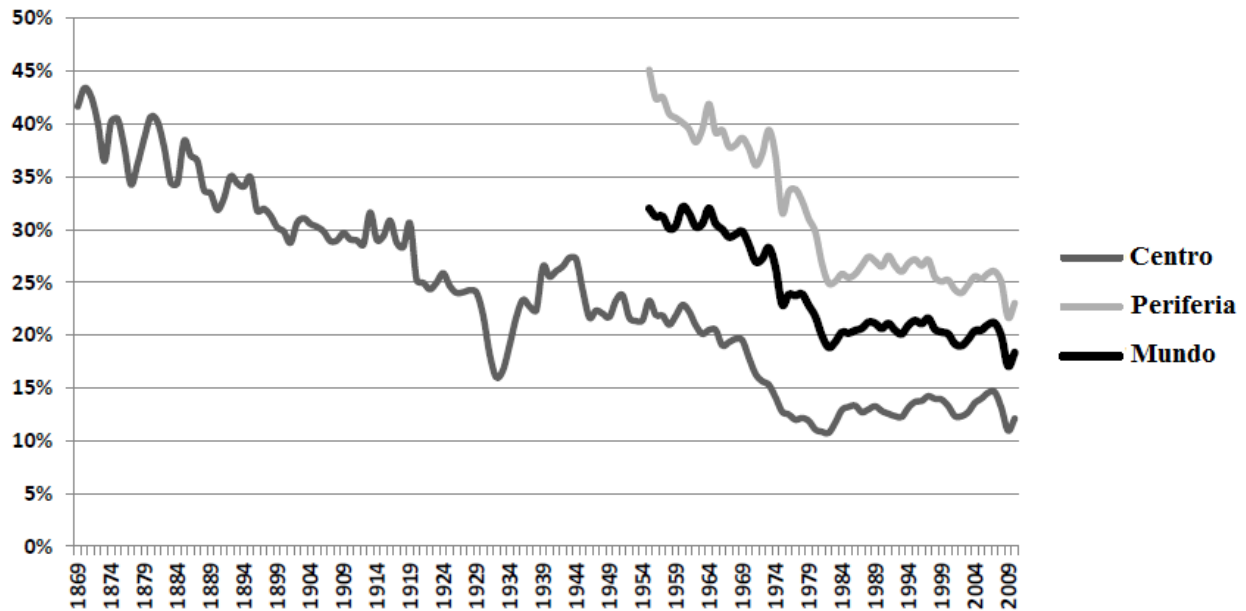
Gráfica 3.5 Tasa de ganancia y tasa de acumulación de corporaciones estadounidenses; 1970-2010



Fuente: Kliman (2011, p. 91)

La validez de estos resultados no está limitada al caso de la economía estadounidense. Maito (s/f), por ejemplo, estima una tasa de ganancia mundial como el promedio de las tasas de ganancia en 14 países ponderadas por el tamaño de su producto interno bruto. Sus resultados, ilustrados en la gráfica 3.6, muestran una marcada tendencia decreciente durante el periodo entre la década del setenta y del ochenta, seguida de un ligero incremento y una relativa estabilización a partir de entonces, hasta un descenso menos profundo pero repentino como antecedente a la crisis del 2008. Como se puede apreciar en la misma gráfica, la tasa de ganancia estimada de países centrales muestra una marcada tendencia de largo plazo a la baja desde la segunda mitad de los años 50, llegando a una relativa estabilidad hasta los años ochenta.

Gráfica 3.6 Tasa de ganancia mundial y tasa promedio en países centrales y periféricos; 1869-2010.

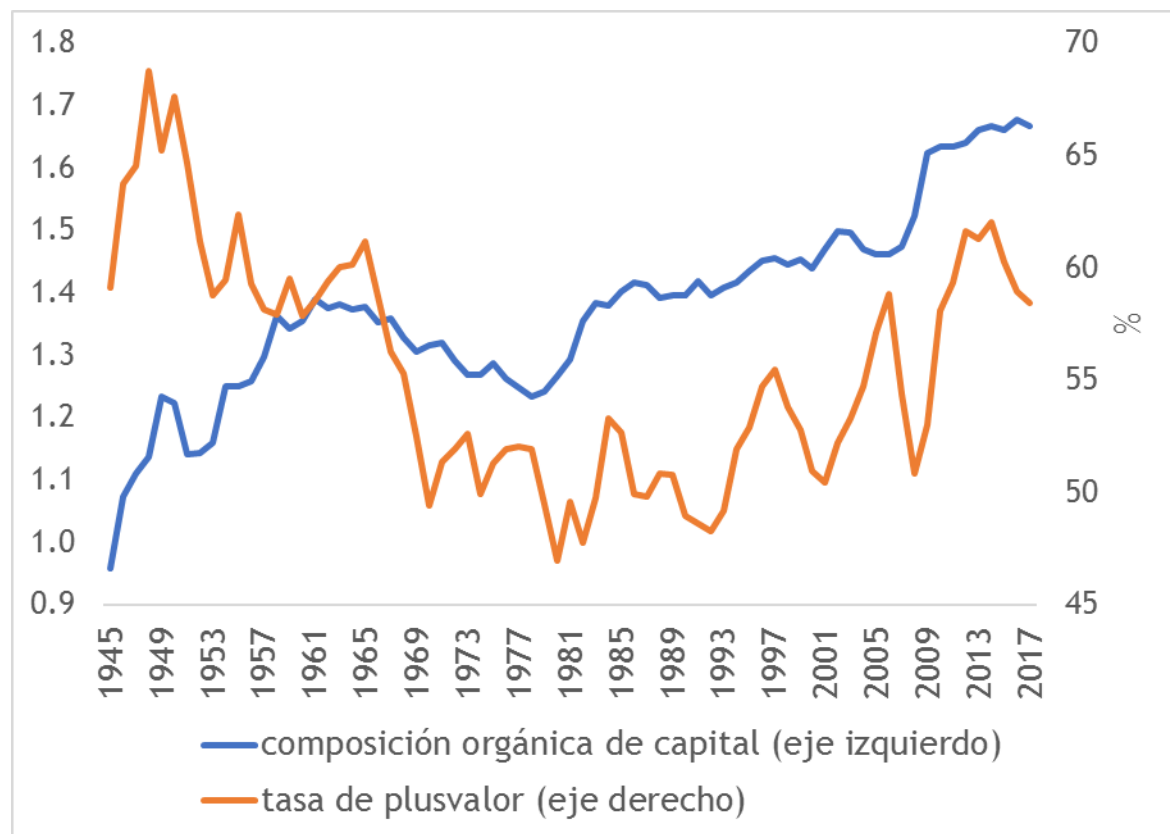


Fuente: Maito (s/f, p. 13)

Nota: Maito (s/f) aproxima la tasa de ganancia por medio de la razón entre ganancias netas e insumos de capital fijo constante, evaluados a precios corrientes. Los promedios son ponderados por el Producto Interno Bruto de cada país. Los países que incluye en la muestra son: Alemania, Argentina, Australia, Brasil, Chile, China, Corea, España, Estados Unidos, Holanda, Japón, México, Gran Bretaña, Suecia.

En consonancia con el planteamiento central de crisis por sobreacumulación relativa de capital de Marx (1894), la expectativa sería que, detrás de la tendencia a la baja en la tasa de ganancia, hubiera un incremento previo o simultáneo en la composición orgánica de capital. En este sentido, Roberts (2016b) ha generado, con base en las estadísticas nacionales de los Estados Unidos, series de tiempo de la composición orgánica de capital y de la tasa de plusvalor, a partir de los cuales explica la evolución registrada en sus series de tasa de ganancia. Como se muestra en la gráfica 3.7, a partir de finales de la década de los años setenta se registra un aumento notable en el índice de composición orgánica de capital, hasta niveles no vistos al menos desde la década de los cuarenta, y después de un periodo de casi 20 años de descenso moderado. De acuerdo con Roberts (2016b) ésta es la fuerza motriz principal detrás del descenso registrado en la tasa de ganancia de Estados Unidos, atemperado sólo parcialmente por incrementos irregulares en la tasa de plusvalor.

Gráfica 3.7 Composición orgánica de capital y tasa de plusvalor, E.U.; 1945-2017



Nota: La composición orgánica se define como

$$\frac{\text{Activos privados fijos no residenciales a costo histórico}}{\text{compensación paga de empleados.}}$$

La tasa de plusvalor se define como

$$\frac{(\text{Ingreso bruto doméstico} - \text{compensación paga de empleados} - \text{consumo de capital fijo})}{\text{Activos privados fijos no residenciales a costo histórico}}$$

Fuente: Datos de NIPA compilados por Roberts (2016b, 2019). Elaboración propia.

Para el agregado de las economías del G20, la relación entre la evolución de la composición orgánica de capital y la tasa de ganancia es incluso más clara. Como se muestra en la gráfica 3.8, de los años cincuenta a 1974 se registra un incremento en la tasa de ganancia del G20, y a partir de ese año inicia un descenso hasta 1990, paralelo a un incremento en la composición orgánica de capital. A partir de 1994 se registra una caída marcada en la tasa de ganancia, aunque un segundo incremento en la composición orgánica de capital no se da sino hasta el 2002.¹⁶⁵ Los datos

¹⁶⁵ La explicación de esta divergencia temporal podría estar relacionada con otros factores coyunturales. Cabe señalar que los G20, considerados en conjunto, tampoco constituyen una economía cerrada, y las medidas de composición orgánica de capital descritas no toman en cuenta que los capitales transnacionales que gestionan la

muestran una relación negativa entre composición orgánica y tasa de ganancia. La gráfica 3.10 muestra un ajuste lineal entre ambas métricas, así como los resultados de un análisis tipo *bootstrap* ‘ingenuo’, que evidencian que la relación negativa entre composición orgánica de capital y tasa de ganancia es robusta ante elecciones de muestras aleatorias de los datos existentes.

Las irregularidades en la relación entre composición orgánica de capital con la tasa de ganancia se explican en gran medida por los cambios en la tasa de plusvalor, registrados entre los años 1991 y 2002, mismos que se muestran en la gráfica 3.9 (b). Los datos registrados durante dicho periodo coinciden con aquellos que más se alejan de la relación lineal ilustrada en la gráfica 3.9 (a). Dado que la medida presentada de tasa de plusvalor es una aproximación basada en cuentas nacionales, calculado como excedente del PIB sobre monto adelantado en salarios, y dado que abstrae de relaciones de intercambio fuera del G20 y las trasferencias de valor que implican, es difícil decir hasta qué punto los cambios en el indicador presentado de la tasa de plusvalor dependen del cambiante posicionamiento del G20 dentro de la economía mundial.

Con mayor probabilidad incluso, podrían estar reflejando un incremento en la porción del monto salarial destinado a trabajos improductivos; para el caso de Gran Bretaña, Bullock y Yaffe (1975), Bacon y Eltis (1976) y Cockshott et. al. (1995) documentan cómo esta tendencia distorsiona significativamente las estimaciones de tasa de plusvalor sobre el trabajo productivo e impacta las mediciones de tasa de ganancia. Los análisis de los datos históricos presentados por Sato (2018), para Japón, por Mateo (2018), para España, o por Maniatis y Passas (2018), para Grecia, llegan a resultados similares sobre el impacto que tiene la distinción entre trabajo productivo e improductivo, en términos de producción de plusvalor, para las estimaciones de tasa de plusvalor y tasa de ganancia. La discusión de estos autores sobre el tema sería en términos generales congruente con los planteamientos metodológicos de Shaikh y Tonak (1996).¹⁶⁶

Dadas las tendencias en las políticas salariales de las últimas décadas en los países del G20, dirigidas mayoritariamente hacia la flexibilización laboral, resulta poco probable que los datos ilustrados en la gráfica 3.9 (b), que muestran una marcada caída en la tasa de plusvalor de 1990 a 2002, reflejen fielmente la evolución de esta variable, aunque sí dan un indicio agregado de la relación entre plusvalor y salarios totales. La tasa de plusvalor realmente existente podría estar subiendo para el trabajo productivo precisamente cuando se registra un descenso en el indicador presentado, puesto que la explotación se vuelve más intensiva en las ramas industriales productivas, cuando sucede un incremento en la composición orgánica de capital, precisamente cuando una mayor porción de la población se ve relegada hacia trabajos improductivos; esta sería la expectativa postulada desde la ley general de acumulación de capital (Marx 1864). Desafortunadamente, los datos de Feenstra et. al (2015) no permiten una desagregación por ramas industriales para llevar a cabo una distinción aproximada entre trabajo productivo e improductivo, a la manera de los autores mencionados.

producción se extienden a lo largo de varios espacios nacionales, que pueden incluir países fuera de la muestra, y cuyas tasas de ganancia no tienen una expresión obvia en las estadísticas nacionales.

¹⁶⁶ Shaikh y Tonak (1996) señalan extensamente la importancia de discriminar entre trabajo productivo e improductivo en la medición de variables económicas, particularmente desde una óptica marxista, y proponen aproximaciones a este fin usando cuentas nacionales. Tapia (2018) retoma esta discusión en el contexto del debate con los post-keynesianos sobre las tendencias de las últimas décadas, que incluyen crisis de impacto global.

A pesar de la imprecisión aludida en las tasas de plusvalor, las series aquí desplegadas, en su conjunto, logran captar el desarrollo de una tendencia hacia una menor rentabilidad del capital. Como se puede apreciar en la gráfica 3.9 (a), los cambios en la relación entre composición orgánica y tasa de ganancia responden al indicador de tasa de plusvalor ilustrado en la gráfica 3.9 (b): antes de 1991 y después de 2002 se registran dos relaciones lineales negativas, con diferentes pendientes, entre la composición orgánica de capital y la tasa de ganancia. La diferencia en la relación entre composición orgánica de capital y tasa de ganancia coincide con el cambio del indicador de tasa de plusvalor.

Al contrario de lo que sugieren autores post-keynesianos (p.ej. Lazonick 2014), no ha habido durante el periodo en cuestión un decremento sostenido en la porción de ganancia capitalizable que es adelantada como inversión por parte de las empresas, o por lo menos ésta no ha trascendido al agregado de estadísticas nacionales, más allá de lo que bien pueda haber sucedido en sectores o empresas concretas.

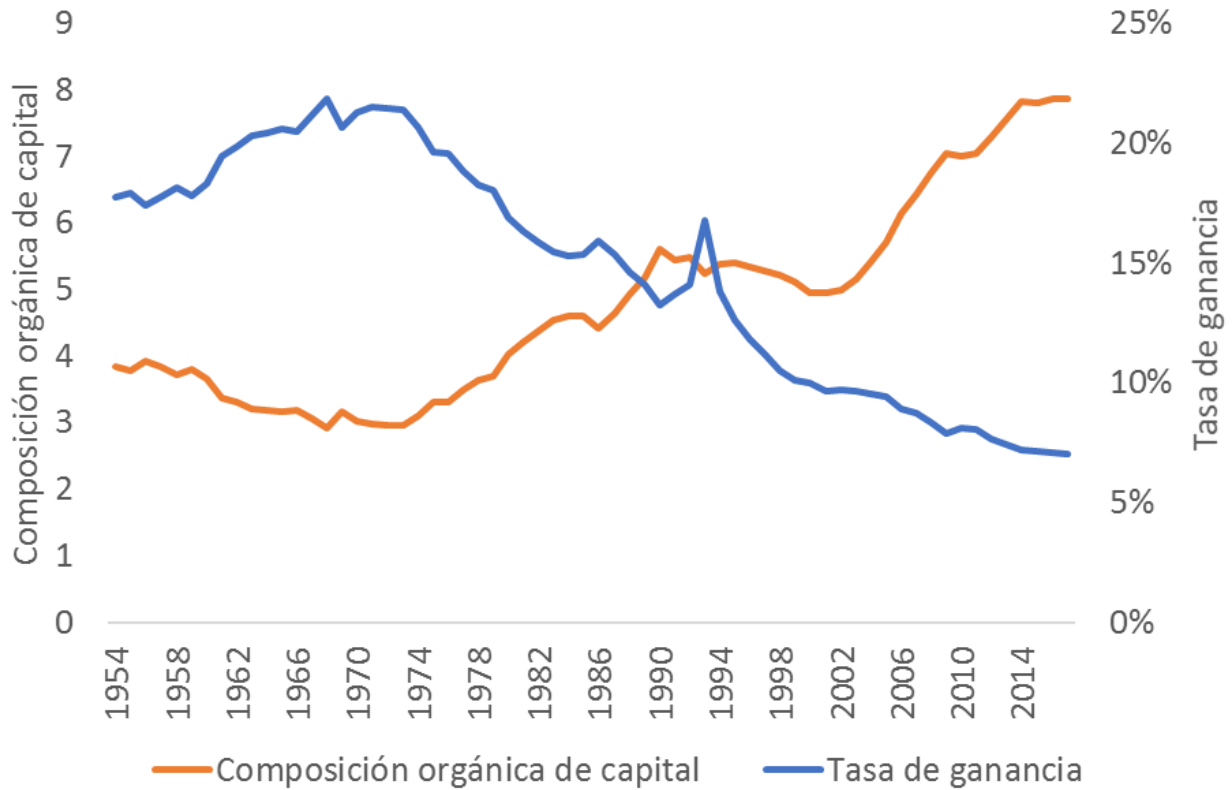
Un breve análisis estadístico de la relación entre las ganancias corporativas¹⁶⁷, la inversión bruta, y la inversión privada bruta (excluyendo inversión gubernamental) registradas en Estados Unidos para el periodo 1947-2010, muestra que no hubo una caída en la porción de la ganancia que se traduce en inversión. La gráfica 3.14 muestra (i) la evolución en la inversión bruta doméstica como porción de la masa de ganancia durante el periodo en cuestión; y (ii) lo mismo para la inversión bruta privada. Como se aprecia, no ha habido una reducción significativa ni sostenida en la razón inversión a ganancias. La gráfica 3.15 muestra que los datos del periodo en cuestión se ajustan a una relación lineal con un rango mínimo de error; es decir que cada aumento en la masa de ganancias registrada se relaciona con un aumento proporcional en la inversión registrada (73% y 59% para la inversión bruta doméstica y bruta privada, respectivamente).

Para las economías del G20 en conjunto, los datos agregados muestran que (i) tanto la porción del capital que se adelanta como inversión, como la tasa de ganancia, tuvieron una baja sostenida entre la década de los setenta y los noventa, si bien la tasa de inversión muestra un retraso de dos años en iniciar el descenso y, después de un repunte de tres años, hay un nuevo descenso en ambas métricas; y que (b) hay una relación positiva entre la tasa de ganancia y la fracción del capital que se adelanta como inversión. La gráfica 3.16 muestra esta tendencia. Como se muestra en la gráfica 3.17 (ii), es plausible que haya un efecto retardado en los cambios en la tasa de ganancia con respecto a cambios en la tasa de inversión, puesto que el ajuste de la relación lineal mejora ligeramente con un desfase de hasta seis periodos de la tasa de inversión con respecto a la tasa de ganancia. Cabe señalar que esta mejora tiene poca significancia estadística, y que harían falta datos más detallados para estudiar la relación temporal entre tasas de ganancia e inversión.

Una vez más, el análisis estadístico de tipo *bootstrap* ‘ingenuo’ muestra que la relación positiva entre tasa de ganancia y la tasa de inversión para el G20 es robusta ante muestreos aleatorios de los datos históricos; los resultados de semejante análisis se despliegan en la gráfica 3.17 (b).

¹⁶⁷ Esta medición sigue la propuesta de Michael Roberts (2016b) para estimar la tasa y masa global de ganancia con datos de NIPA.

Gráfica 3.8 Evolución de la tasa de ganancia y composición orgánica de capital; Países del G20; 1954-2017



Fuente: Elaboración propia con base en datos de Feenstra et. al. (2015)

Nota: ambas series se obtienen como un promedio ponderado por el peso del PIB de cada país, considerando el tipo cambiario promedio de cada año para cada país, siguiendo la metodología sugerida por Roberts (2016b). La composición orgánica de capital CO y tasa de ganancia g en las series se definen, respectivamente, como

$$g = \frac{(PIB - v - D)}{(K + v + D)} ,$$

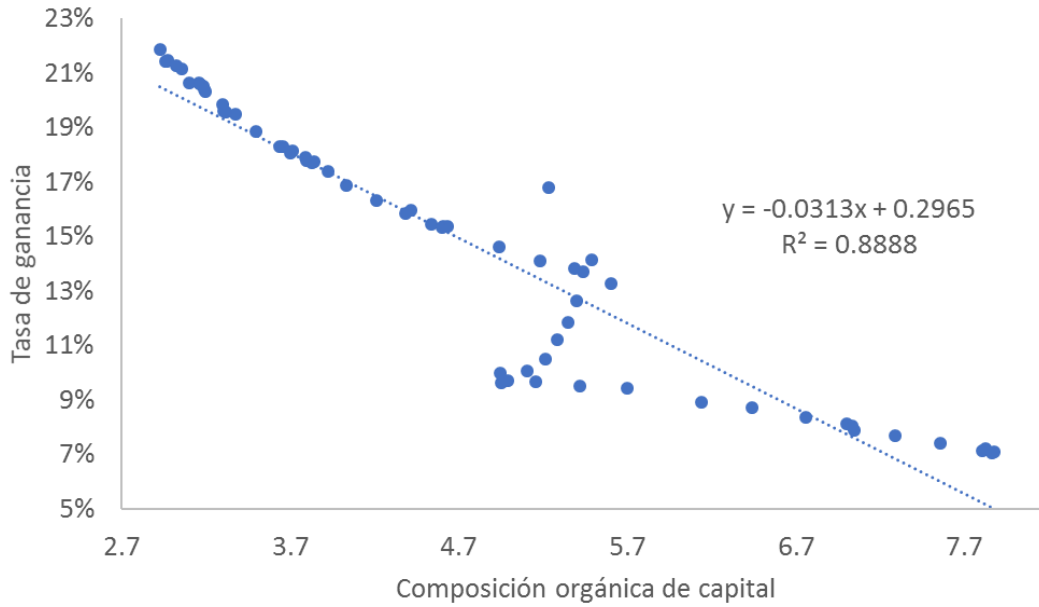
$$CO = (K + D)/v ,$$

donde v es capital variable, aproximado como la porción del PIB adelantado como “compensación por trabajo”, K es capital fijo y D es depreciación (USD 2011).

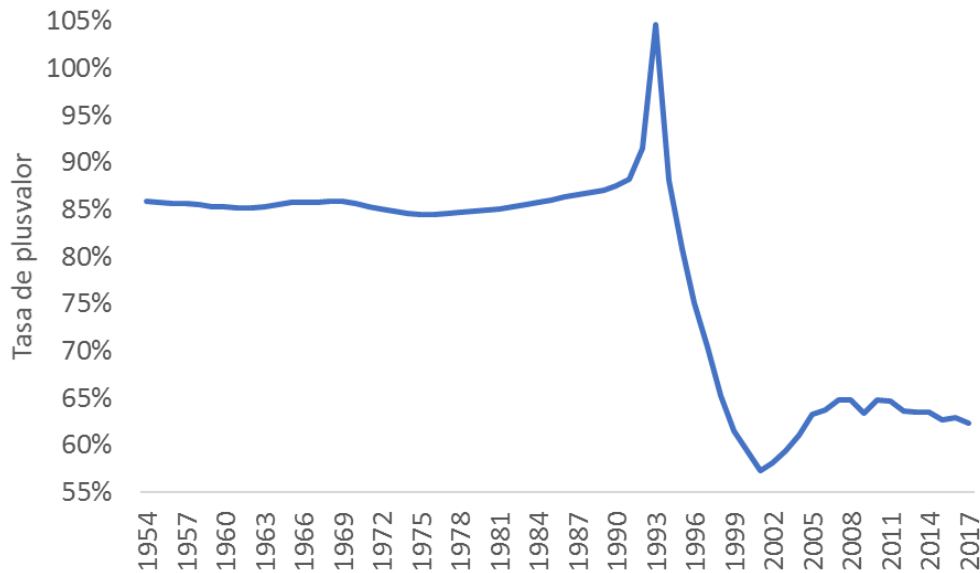
Los países considerados dentro del G20 incluyen a 19 miembros permanentes y 7 países invitados en 2018.

Gráfica 3.9 Composición orgánica de capital, tasa de ganancia y tasa de plusvalor; países del G20

(a) Relación lineal entre composición orgánica de capital y tasa de ganancia; Países del G20; 1954-2017



(b) Tasa de plusvalor; Países del G20; 1954-2017



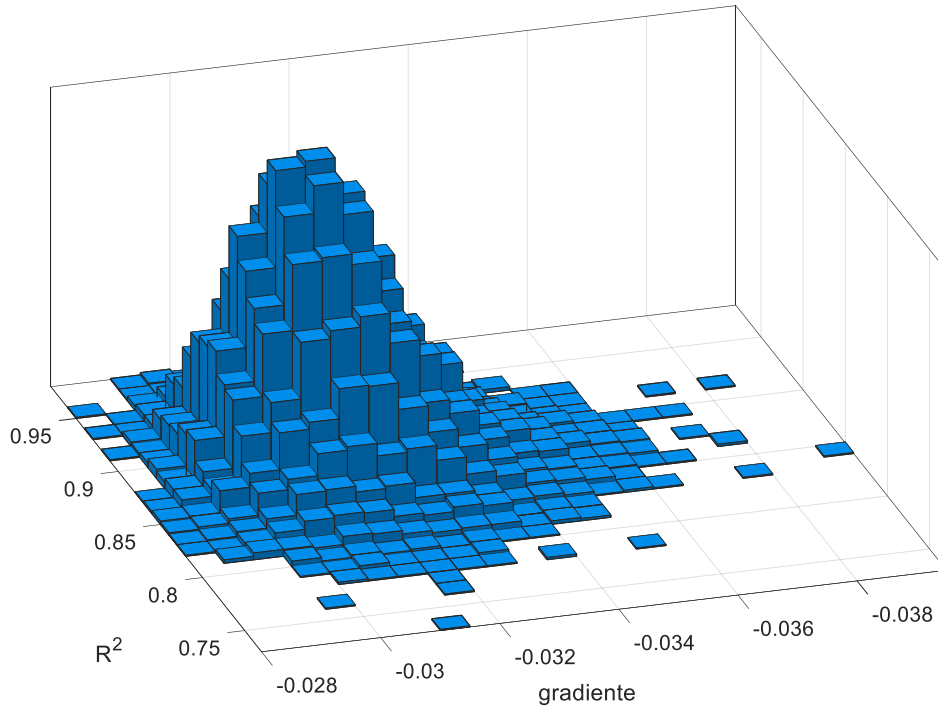
Fuente: Elaboración propia con base en datos de Feenstra et. al. (2015)

Nota: La tasa de plusvalor se aproxima por

$$g = \frac{(PIB - v - D)}{(K + v + D)} \cdot$$

Gráfica 3.10 Análisis *bootstrap* ‘ingenuo’ de ajuste lineal; composición orgánica de capital y tasa de ganancia; países del G20; 1954-2017

(a) Distribución conjunta de parámetros de ajuste



(b) Rangos paramétricos centrados de 95% de confianza

	percentil 2.5	percentil 97.5
gradiente	-0.034	-0.029
R cuadrada	0.83	0.94

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Feenstra et al. (2015)

Nota: Se realizó un análisis tipo *bootstrap* ‘ingenuo’, tomando 10,000 muestras pseudo-aleatorias de los datos de la gráfica 3.9 (a) (código en el Apéndice C), donde cada dato consiste en el par (*composición orgánica de capital, tasa de ganancia*) para un año determinado. Cada muestra tiene el mismo tamaño que la muestra original, y se obtiene eligiendo de manera aleatoria y con reposición los datos de la muestra original. Es decir, cada dato tiene la misma probabilidad de ser elegido y puede ser elegido varias veces. Los resultados dan cuenta de qué tan ‘robusta’ es la relación positiva entre tasa de ganancia y tasa de inversión, de acuerdo con los datos recolectados. El supuesto básico es que el proceso subyacente no tiene preferencia por ninguno de los resultados históricos registrados, que se asumen equiprobables; de ahí el calificativo de ‘ingenuo’. Para mayores detalles sobre el método *bootstrap*, ver Efron y Tibshirani (1993).

Al contrario de lo que plantea la literatura post-keynesiana como un problema creciente de no-inversión de fondos capitalizables, y que se ha convertido en sentido común para un sector de periodismo liberal estadounidense en medios influyentes (p. ej. Appelbaum 2019)¹⁶⁸, no es el caso que una porción decreciente del excedente social disponible se esté adelantando como inversión. Más bien, cada vez es menor el excedente social disponible, a saber, la masa de ganancia, como porción del capital acumulado. De hecho, los datos del G20 compilados en este trabajo indican que la inversión como porción de la masa de ganancia ha tenido un comportamiento incremental en los últimos 30 años. Como lo muestra la gráfica 3.18, para el G20, el índice de inversión como porción de la masa de plusvalor tuvo un aumento considerable, pasando de 36% en 1990, a 70% en el año 2000, si bien es cierto que, previamente, tuvo un comportamiento casi opuesto, habiendo descendido desde 65% en 1975. En balance, durante el periodo considerado, la inversión como porción del fondo de plusvalor susceptible de ser invertido, ha visto un ligero incremento, no un descenso.

En conjunto, estos datos ponen en duda que haya habido una creciente no-capitalización de ganancias durante el periodo de financierización, y apuntan a que el trasfondo de las bajas tasas de inversión es un problema sistémico para la rentabilidad del capital. El marco de análisis adecuado para estudiar el problema en cuestión es con datos agregados, y no con base en ejemplos aislados de grandes corporativos que se rehúsan a invertir, como se hace por ejemplo en Lazonick (2014).

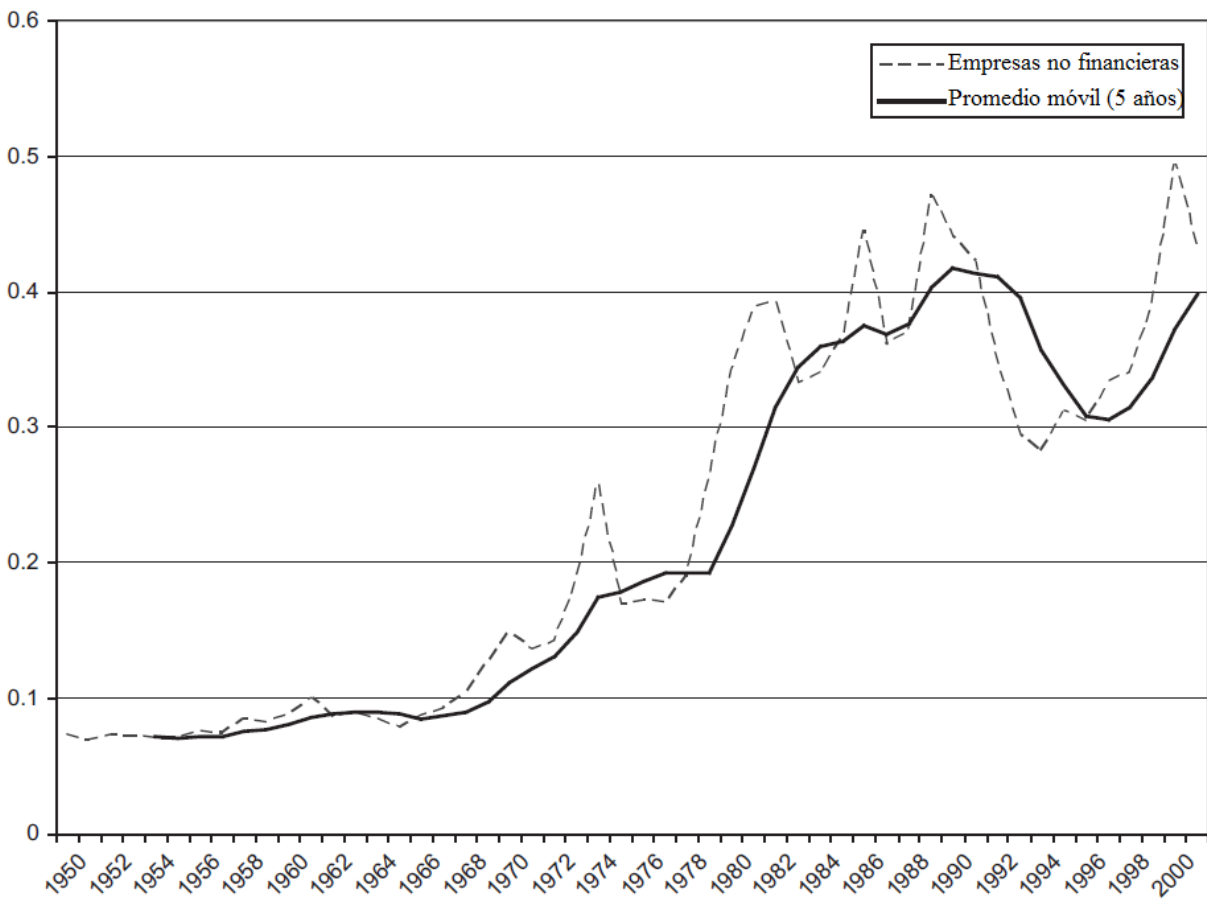
Por otro lado, los resultados señalados en este apartado apuntan a la necesidad de revalorar el conjunto de resultados empíricos a nivel macroeconómico que, de manera más bien apresurada, se han tomado como confirmación de la hipótesis de no-capitalización de fondos disponibles por los corporativos, tornándose una verdad ampliamente aceptada por parte de los partícipes de la literatura económica en torno al problema de la financierización. En particular, trabajos seminales como el de Krippner (2005) o el de Orhangazi (2008), que muestran claros patrones a nivel agregado en las hojas de balance de los grandes corporativos hacia la adquisición de activos financieros, concluyen directamente de ello un desplazamiento de la inversión de capital real por parte de inversiones financieras. Los patrones de rentabilidad explorados en esta sección, y particularmente de la inversión como porción de la masa agregada de ganancia, arrojan dudas sobre dicha interpretación, y sugerirían que los autores señalados se conforman con una apreciación aparential del fenómeno que pretenden explicar.

Sobre este punto, Rabinovich (2017) aporta una crítica empíricamente sustentada con datos de corporativos no financieros de Estados Unidos. En primera instancia, plantea una revisión crítica de las métricas usadas para sustentar la hipótesis del desplazamiento de la ganancia a las finanzas, argumentando que “en la práctica, no miden ingresos financieros con relación a los ingresos totales [de los corporativos no financieros], sino ingresos financieros con relación a alguna medida cercana a la ganancia” (p. 6), obviando los costos financieros de los corporativos, y produciendo con ello una métrica inconsistente que no muestra lo que pretende. A manera de ejemplo, Krippner (2005, p.182) argumenta que “la razón de los ingresos de portafolio [*portfolio income*] a los flujos de efectivo de las corporaciones [*corporate cash flow*] refleja, para empresas no financieras, la

¹⁶⁸ En el *New York Times* escribe: “Corporations and wealthy households increasingly resemble Scrooge McDuck, sitting on piles of money they can’t use productively” [Las corporaciones y hogares ricos se parecen cada vez más a Rico McPato, sentados sobre montones de dinero que no pueden usar productivamente].

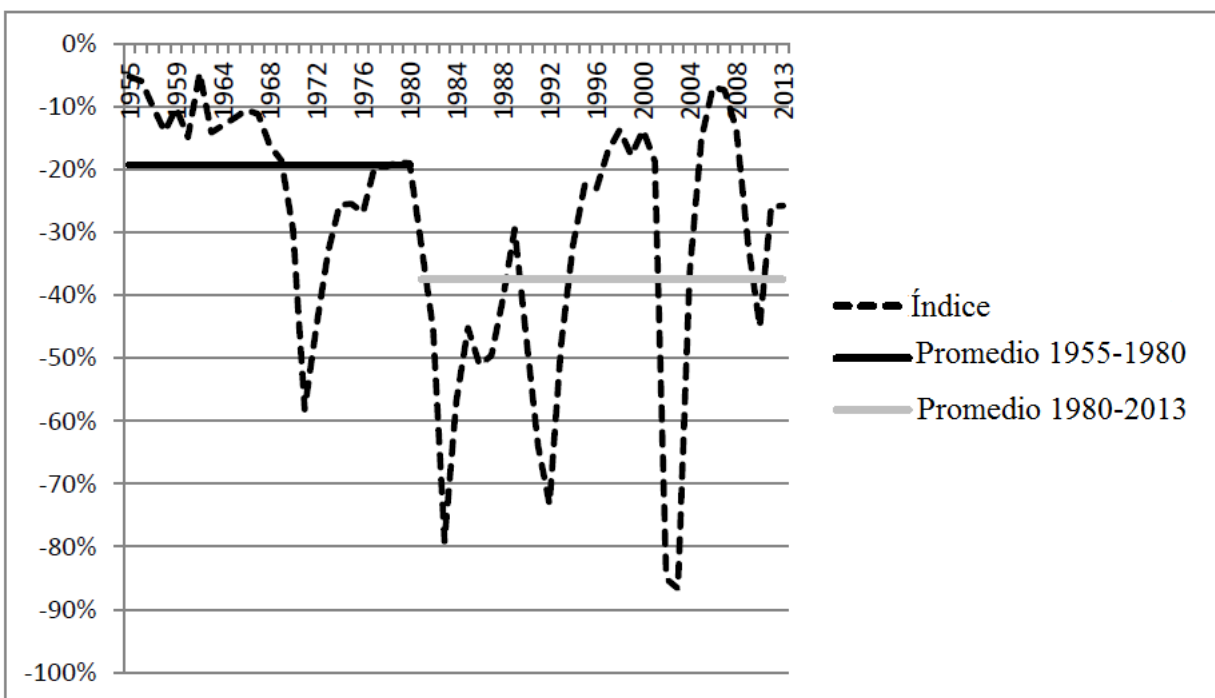
relación entre el rendimiento generado por actividades financieras y no financieras”, y construye semejante índice. Según explica el mismo autor, el flujo de efectivo corporativo consiste en las ganancias corporativas más exenciones por depreciación, y toma esa métrica con el propósito de hacer comparables los datos a lo largo de regímenes cambiantes de exención por depreciación de activos en los Estados Unidos. Sin embargo, cae precisamente en el error que señala Rabinovich (2017). Al hacer las modificaciones pertinentes y utilizando otras fuentes de datos, Rabinovich (Ídem.) llega a conclusiones marcadamente distintas. Las gráficas 3.11 y 3.12 ilustran y, en conjunto, contrastan los resultados de Krippner (2005) y Rabinovich (2017) sobre el tema de la importancia de ingresos financieros para los corporativos no financieros.

Gráfica 3.11 Razón de ingresos de portafolio a flujo de efectivo; corporaciones no financieras de Estados Unidos, 1950-2001



Fuente: Buró de Análisis Económico, E.U. Tomado de Krippner (2005).

Gráfica 3.12 Ganancia neta financiera como porcentaje de ganancias totales; corporaciones no financieras, E.U. 1955-2012



Nota: La ganancia financiera neta se define de la siguiente manera:

$$\begin{aligned}
 & \text{Ganancia neta financiera} \\
 &= \text{Otros intereses} + \text{Intereses sobre bonos gubernamentales} \\
 &+ \text{Ganancias netas sobre capital} + \text{Ganancia neta, activos no capitales} \\
 &+ \text{Dividendos de corporaciones domésticas} \\
 &+ \text{Dividendos de corporaciones extranjeras} - \text{Pagos de interés}
 \end{aligned}$$

Fuente: *Statistics of Income – Corporation Income Tax Returns*. Tomado de Rabinovich (2017)

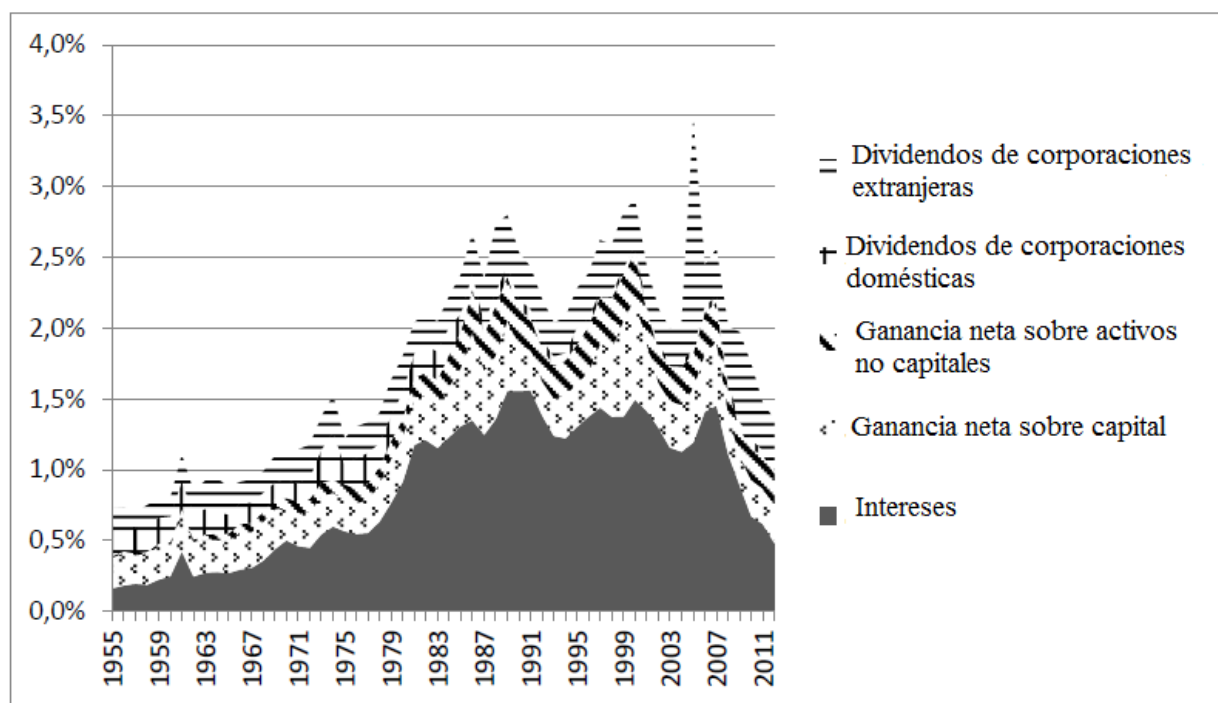
La noción de que las finanzas han estado inhibiendo la inversión real tiene al menos dos aristas. La primera de ellas es la idea de que las corporaciones obtienen mayores ganancias mediante operaciones financieras que mediante inversión productiva; a esta noción se le ha llamado ‘hipótesis del *rentismo financiero*’ (Rabinovich 2017). La segunda arista es la idea de que el costo financiero asociado a la gestión de sus portafolios financieros obliga a las corporaciones a reducir sus adelantos productivos de capital (p. ej. Orhangazi 2008); a esta segunda idea se le llamará aquí, para usar el término de Kliman y Williams (2013), ‘hipótesis del *desplazamiento*’.

Evaluando la ‘hipótesis del *rentismo financiero*’ en su estudio crítico, Rabonivich (2017) encuentra que: “(1) los ingresos financieros [de los corporativos no financieros] han variado de la mano de sus gastos financieros, y ambos se relacionan estrechamente con movimientos de la tasa de interés; (2) las actividades financieras reportan pérdidas durante todo el periodo de financierización [incluido en 1955-2013]; y, finalmente, (3) el ingreso financiero es una pequeña parte de la

estructura de ingreso agregado de las corporaciones no financieras, incluso después de añadir los ingresos de sus divisiones financieras” (Rabinovich 2017., p. 11).

Más aún, la descomposición de ‘ingresos financieros’ en diferentes categorías¹⁶⁹ que presenta Rabinovich (2017) sugiere que su incremento en todo caso podría estar íntimamente relacionado con fusiones y adquisiciones, inversiones en investigación y desarrollo, inversión extranjera directa, uso de paraísos fiscales para exenciones de impuestos, reorientación hacia actividades principales de la empresa y abandono de ramos secundarios, o dislocaciones productivas. La gráfica 3.13 da cuenta del orden de magnitud de la porción del ingreso del agregado de las corporaciones no financieras estadounidenses que proviene de ingresos financieros, según la desagregación de este autor.

Gráfica 3.13 Ingresos financieros como porción de ingresos totales; Corporaciones no financieras, E. U. 1955-2012



Fuente: *Statistics of Income – Corporation Income Tax Returns*. Tomado de Rabinovich (2017)

En conjunto, el análisis presentado por Rabinovich (2017) arroja serias dudas sobre la llamada ‘hipótesis de *rentismo financiero*’, refiriéndose a cambios en las fuentes de ganancia de los corporativos. Sin embargo, no responde a otro de los planteamientos presentados por Orhangazi (2008), que es el creciente costo de estrategias de protección contra tomas corporativas configurándose como una traba a la inversión productiva. Otros autores citados en el primer capítulo han aportado análisis empíricos en torno a los flujos destinados para recompras de acciones, pagos de dividendos, y el sostenimiento de cotización bursátil (Lazonick 2014, Palley

¹⁶⁹ El autor utiliza tres fuentes de datos para este fin: *Financial Accounts of the USA, Statistics of Income – Corporation Income Tax Returns*, y *Compustat* (Rabinovich 2017).

2007). En conjunto, estos estudios estarían encaminados a fortalecer la hipótesis del *desplazamiento* de la inversión productiva por parte de los gastos financieros de las empresas, que es la segunda de las aristas sobre las que se argumenta la presunta inhibición de la inversión productiva por parte del sector financiero, señaladas anteriormente. Es importante apuntar que las descripciones empíricas de lo que, se argumenta, son crecientes costos financieros de las empresas, serían, en términos generales¹⁷⁰, consistentes con las conclusiones de Rabinovich (2017) sobre la ganancia financiera de los corporativos no financieros como una carga neta negativa. En pocas palabras, la hipótesis del *desplazamiento* requiere una refutación o cuestionamiento independientemente de la hipótesis del *rentismo* financiero.¹⁷¹

El trabajo de Kliman y Williams (2013) cuestiona precisamente la hipótesis del *desplazamiento*, basándose en datos de Estados Unidos. En primer lugar, muestran que la adquisición por parte de las empresas de activos financieros ha estado financiada en una medida creciente por endeudamiento, de manera que no constituye una deducción de ganancias operativas. Así, los índices que muestran una creciente adquisición de activos financieros como porción de ganancias, definidas en su trabajo como retorno sobre activos fijos de capital, no implican una relación de causalidad entre gastos financieros y los bajos niveles de inversión observados. En segundo lugar, muestran que la inversión como porción de la ganancia se encontraba en niveles inusualmente altos en la década de los ochenta para los corporativos estadounidenses, y que la caída registrada hasta el siglo XXI la habría regresado a niveles usuales bajo parámetros históricos de más largo plazo. De acuerdo con ello, muestran que la totalidad de la caída acumulada en los niveles inversión, desde el fin de la segunda guerra mundial y hasta donde dan sus series de datos, es atribuible a la caída en la tasa de ganancia, y no a una menor porción de ganancia invertida productivamente. De acuerdo con este recuento, el periodo de 1979-2001, durante el cual efectivamente se registran caídas en la porción de ganancia invertida, sería una anomalía que responde a un periodo previo de inversión apalancada excedentaria, por encima de la ganancia realmente generada (y durante el cual la ganancia no incrementó como consecuencia de una mayor inversión). La gráfica 3.19 (Fig. 14 en el trabajo original) sintetiza de manera elocuente estas tendencias.

En conjunto, las críticas reunidas aquí a las hipótesis del *rentismo* financiero y del *desplazamiento* resaltan una de las limitaciones metodológicas centrales de la escuela post-keynesiana; y es que, en sus planteamientos, los autores que proponen una inhibición de la inversión productiva causada por el crecimiento del sector financiero, suelen suponer una de dos condiciones sobre los flujos financieros: (a) que no pueden originarse en última instancia en procesos productivos, para ser apropiados posteriormente mediante recursos financieros y socializados entre los muchos capitales en el mercado mundial; o bien, (b) que, una vez *presentados* como financieros, dichos flujos no pueden ser distribuidos en el mercado mundial y canalizados hacia inversión productiva en otra parte del circuito global. Implícitamente, se establece una equivalencia entre el mote ‘financiero’ y el gasto suntuario y consumo no productivo de mercancías. Sin embargo, hasta donde llega el

¹⁷⁰ Rabinovich sí refuta, en particular, la idea sugerida por Krippner (2005) de que los corporativos se han vuelto imitadores de las estructuras de flujos de la banca.

¹⁷¹ Curiosamente, los mismos autores que sostienen una suelen sostener la otra, sin preguntar explícitamente en qué medida son mutuamente consistentes. Un *desplazamiento* de la inversión productiva por las finanzas pudiera, en principio, estar asociado a *rentismo* financiero de las empresas, así como también a mayores costos financieros.

conocimiento del autor del presente trabajo, esta idea permanece como un supuesto tácito, no investigado, en los trabajos sobre financierización, y uno que en todo caso no tiene una expresión obvia en estadísticas nacionales, para ser refutado o validado.

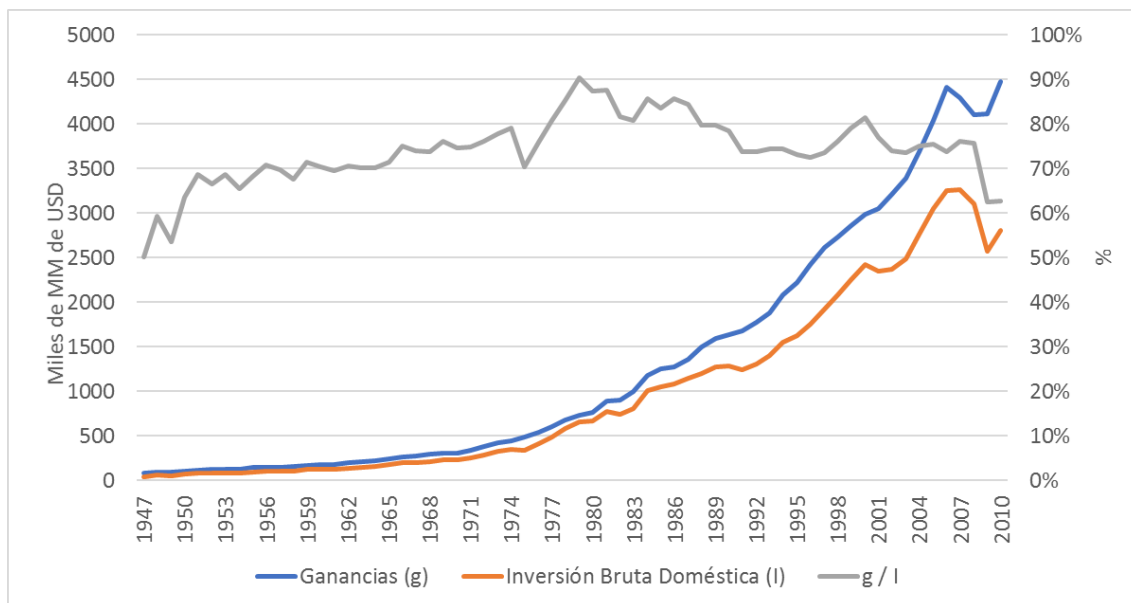
La conjugación de la categoría del rentista, que para Ricardo (1817) se configuraba como un impedimento para el desarrollo de las fuerzas productivas en su forma capitalista, con la del financiero, que en su función canónica desempeña un papel funcional, si bien contradictorio, para la acumulación de capital (Marx 1894), resulta una afirmación de carácter ideológico, más que un resultado de la investigación.

Como se ha señalado en secciones anteriores, la teoría del crédito en Marx considera a éste como un mecanismo facilitador de la tendencia hacia la centralización y concentración de capitales, que al mismo tiempo conduce a su mayor y más compleja interpenetración. Al analizar el comportamiento de grandes corporativos estadounidenses, resulta importante considerar las dinámicas y no sólo los montos de los flujos financieros. Desafortunadamente, no necesariamente son legibles mediante los datos agregados de cuentas nacionales. Sin embargo, sí se puede tener cuidado en no cometer falacias de composición al concluir, por ejemplo, que el creciente pago de costos financieros por los corporativos implica, por sí solo, la inhibición de la producción de la totalidad del sistema, por parte de instituciones financieras. En última instancia, la labor de investigación pendiente parece apuntar hacia la cuestión de cómo el sector financiero está socializando el fondo global de plusvalor entre los muchos capitales en el mercado mundial, y de qué manera estas dinámicas se amplifican o modifican por la explosión de activos financieros en circulación. Para ello, una interpretación desde la crítica de la economía política, de acuerdo con los niveles de abstracción postulados por Marx (1867, 1885, 1894) buscaría explicar la relación entre los procesos subyacentes de la valorización del valor, y las expresiones concretas en las que éstos se manifiestan, a través de la evolución del sector financiero.

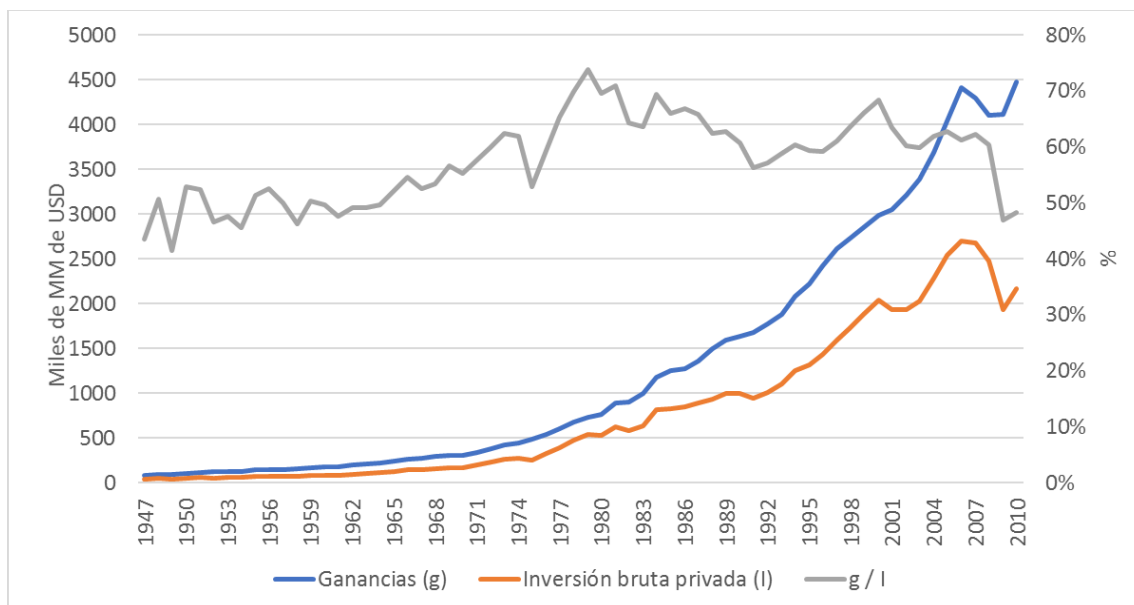
En este sentido, las caídas en la rentabilidad del agregado del capital registradas por diferentes métricas de tasa de ganancia *precederían* lógicamente a las adaptaciones de la banca y su relación con el capital productivo y la economía en general. Siguiendo con esta línea metodológica, en el siguiente apartado se esbozan los principales canales de transmisión de estas transformaciones.

Gráfica 3.14 Masa de ganancias, inversión bruta doméstica, e inversión bruta privada; E.U. 1947-2010

(a) Inversión bruta doméstica

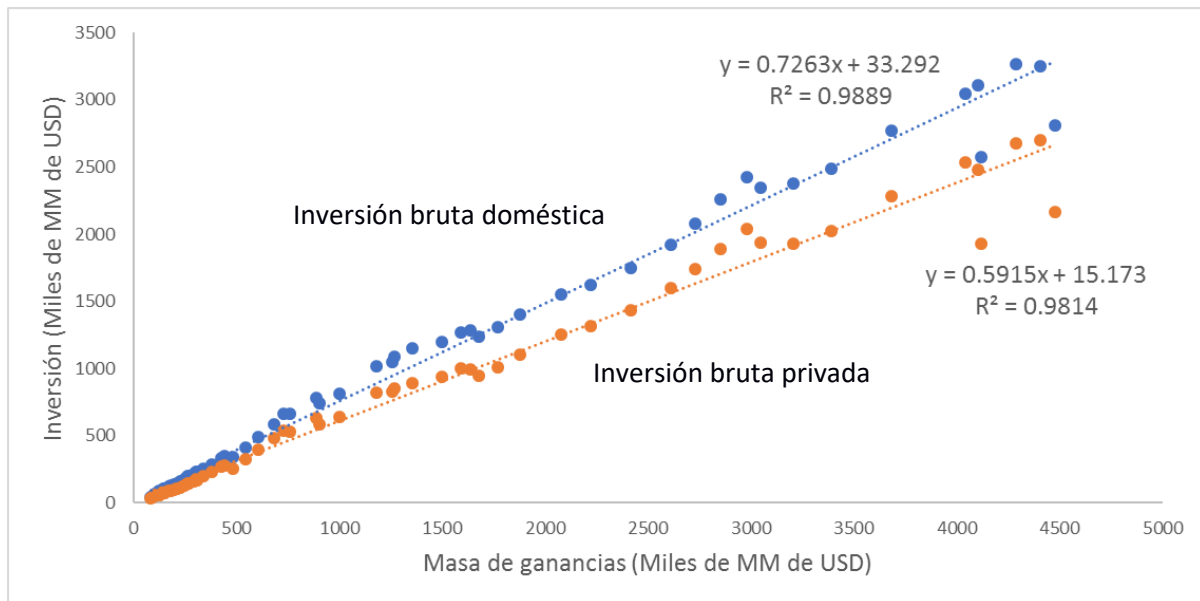


(b) Inversión bruta privada



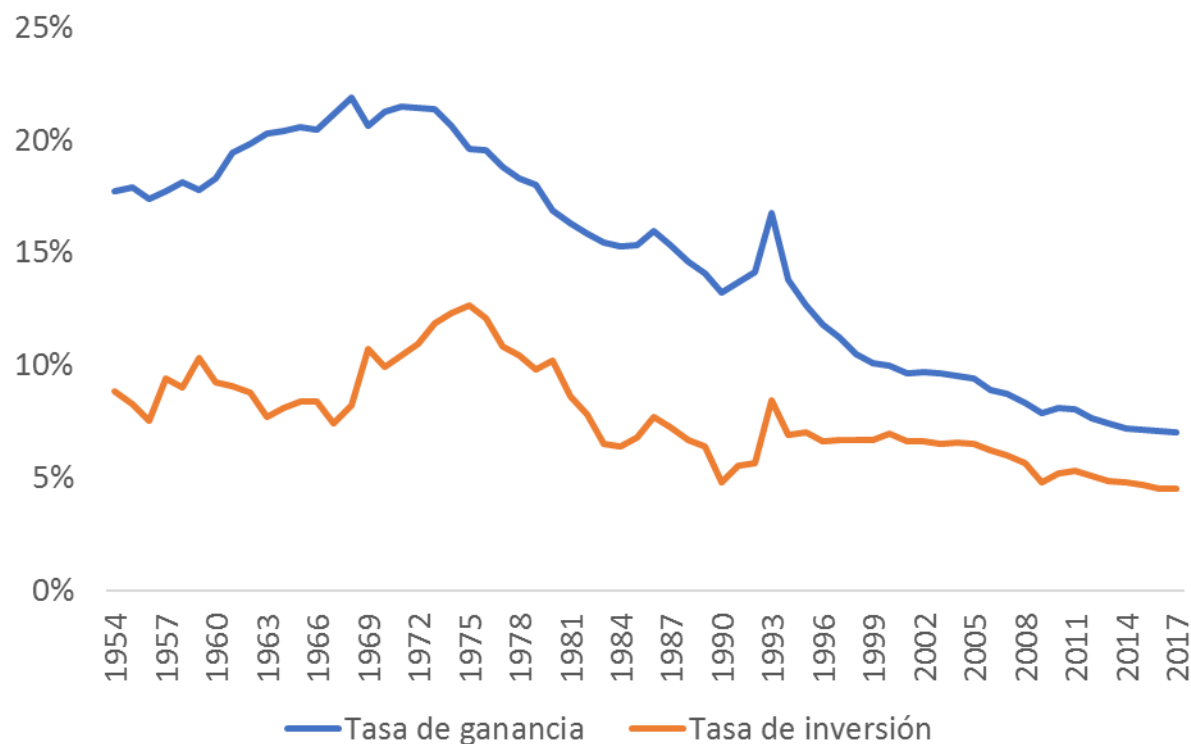
Nota: la ganancia se define como Ingresos netos – Depreciación de capital fijo – Gastos en mano de obra.
 Fuente: Elaboración propia con base en tablas 1.10, 4.3, 4.1 y 5.5.2 de NIPA, siguiendo metodología de Roberts (2016b).

Gráfica 3.15 Relación lineal entre ganancias e inversiones; E.U. 1947-2010



Fuente: Elaboración propia con base en tablas 1.10, 4.3, 4.1 y 5.5.2 de NIPA, siguiendo metodología de Roberts (2016b).

Gráfica 3.16 Evolución de la tasa de ganancia y la tasa de inversión; Países del G20; 1954-2017



Fuente: Elaboración propia con base en datos de Feenstra et al. (2015).

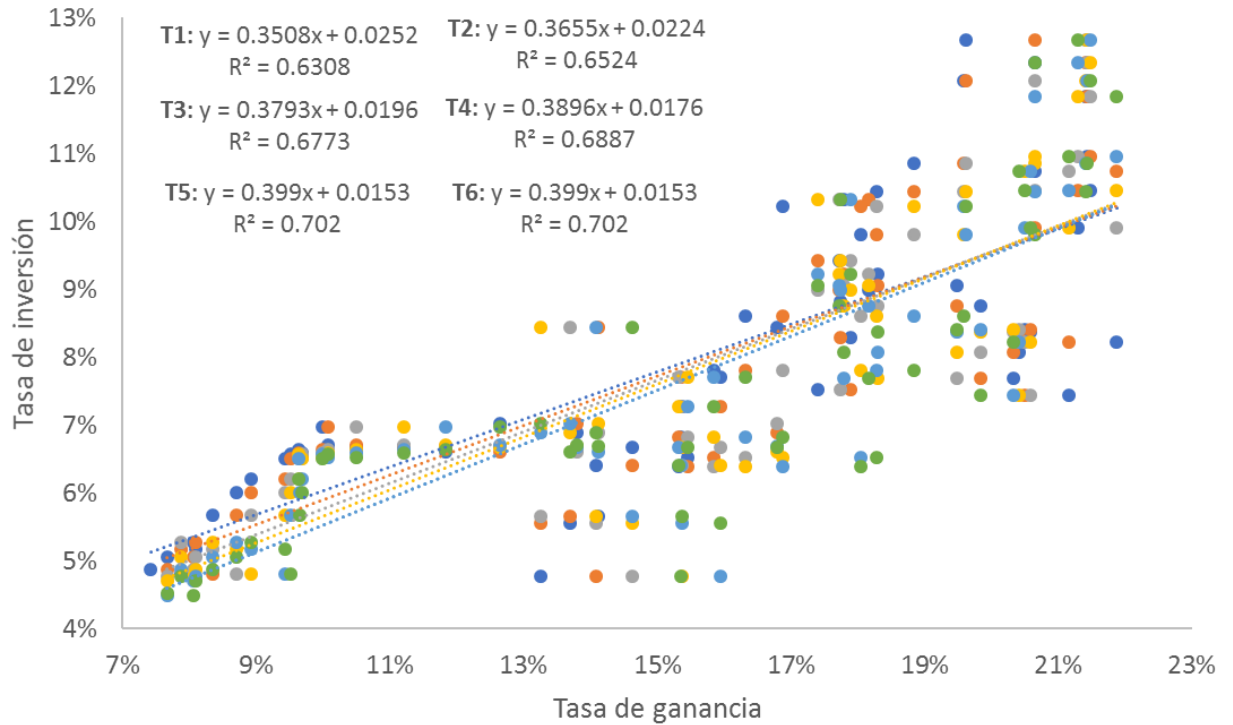
Nota: ambas series se obtienen como un promedio ponderado por el peso del PIB de cada país, siguiendo la metodología sugerida por Roberts (2016b). La tasa de ganancia g se define al igual que en la gráfica 3.8; la tasa de inversión se define como

$$I' = \frac{(A - C)}{(K + v + D)} ,$$

donde A y C son la absorción real doméstica y consumo real de hogares y gobierno, respectivamente, medidos a paridad de poder adquisitivo en USD de 2011; v es capital variable, aproximado como la porción del PIB adelantado como “compensación por trabajo”, K es capital fijo y D es depreciación (USD 2011). Los países considerados dentro del G20 incluyen a 19 miembros permanentes y 7 países invitados en 2018.

Gráfica 3.17 Relación lineal entre tasa de ganancia y tasa de inversión; Países del G20; 1954-2017

(a) Desfase temporal



Fuente: Elaboración propia con base en datos de Feenstra et. al. (2015)

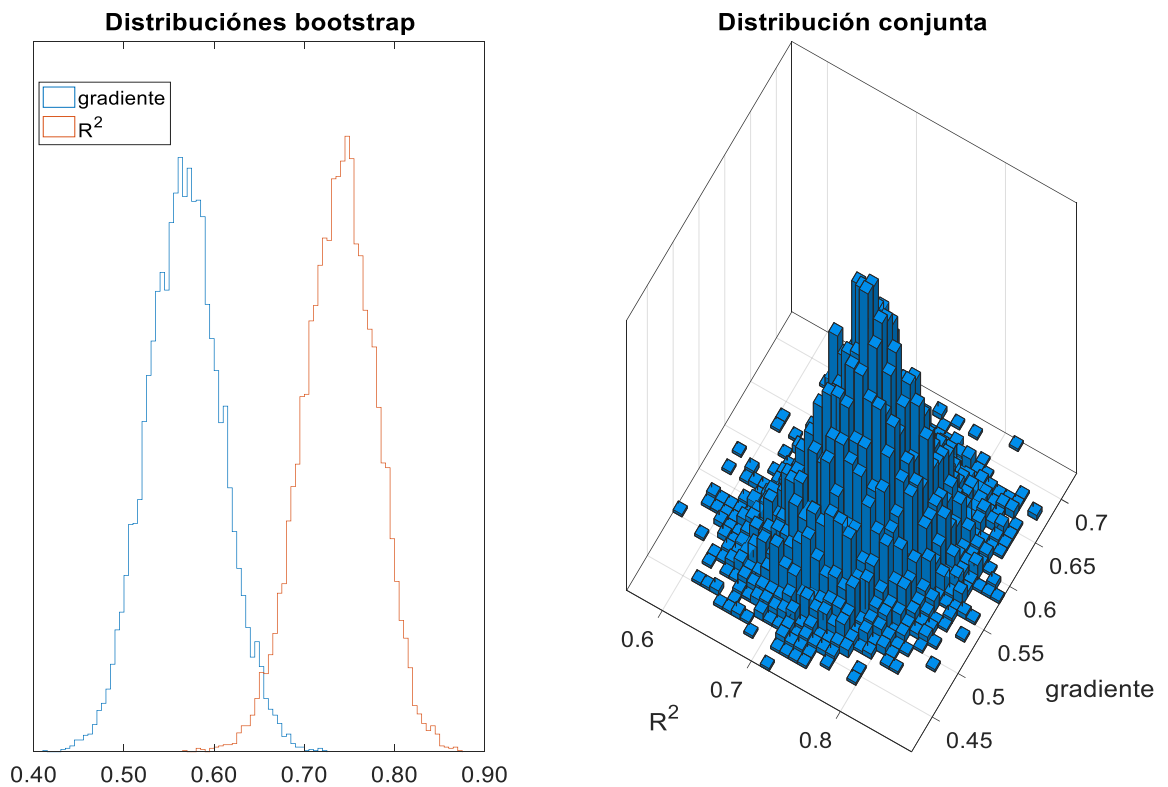
Nota: Las definiciones de la gráfica 3.8 se mantienen. Se realizaron ajustes lineales por regresión entre la serie de tiempo de tasa de ganancia con la serie de tiempo de la tasa de inversión, sin ajuste temporal (T1), con un año de desfase (T2), y hasta 5 años de desfase (T6). Para j años de desfase, cada dato consiste en el par:

(tasa de ganancia al año k , tasa de inversión al año $k + j$)

$k = 1954, \dots, 2013$ $j = 1, \dots, 5$.

Hasta el quinto año de desfase se observa una leve mejora en el ajuste lineal (parámetro R^2) y un ligero aumento en la sensibilidad de la tasa de inversión a la tasa de ganancia.

(b) Análisis *bootstrap* ‘ingenuo’



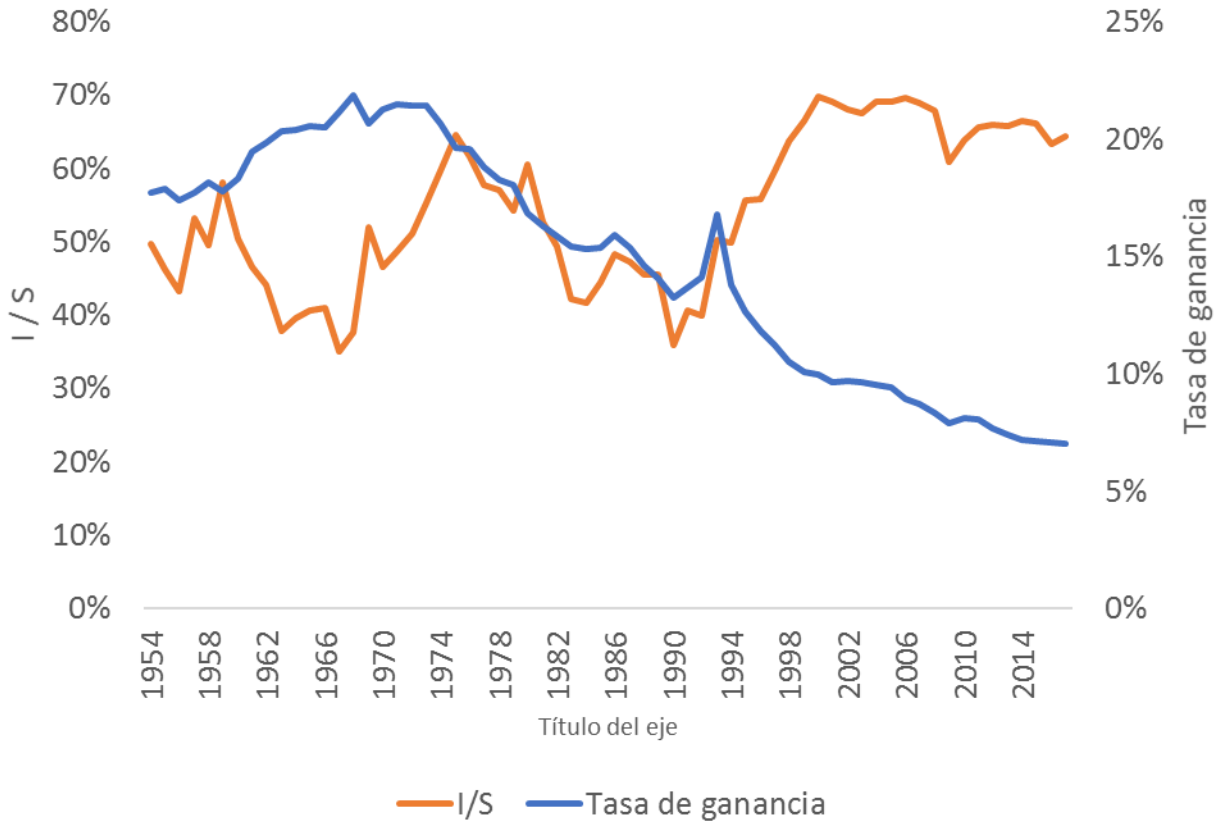
Intervalos centrados de 95% de confianza:

	percentil 2.5	percentil 97.5
gradiente	0.49	0.65
R cuadrada	0.66	0.81

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Feenstra et. al. (2015).

Nota: Se realizó un análisis tipo *bootstrap* ‘ingenuo’, tomando 10,000 muestras pseudo-aleatorias de los datos de la gráfica 3.8 (código en el Apéndice C). Cada dato consiste en el par (*tasa de ganancia, tasa de inversión*) para un año determinado. Cada muestra tiene el mismo tamaño que la muestra original, y se obtiene eligiendo de manera aleatoria y con reposición los datos de la muestra original (se permite la repetición de datos). Cada dato tiene la misma probabilidad de ser elegido. Los resultados dan cuenta de qué tan ‘robusta’ es la relación positiva entre tasa de ganancia y tasa de inversión, de acuerdo con los datos recolectados. Para mayor elaboración sobre el método *bootstrap* ver Efron y Tibshirani (1993).

Gráfica 3.18 Tasa de ganancia e inversión como porción de masa de plusvalor; G20; 1954-2017



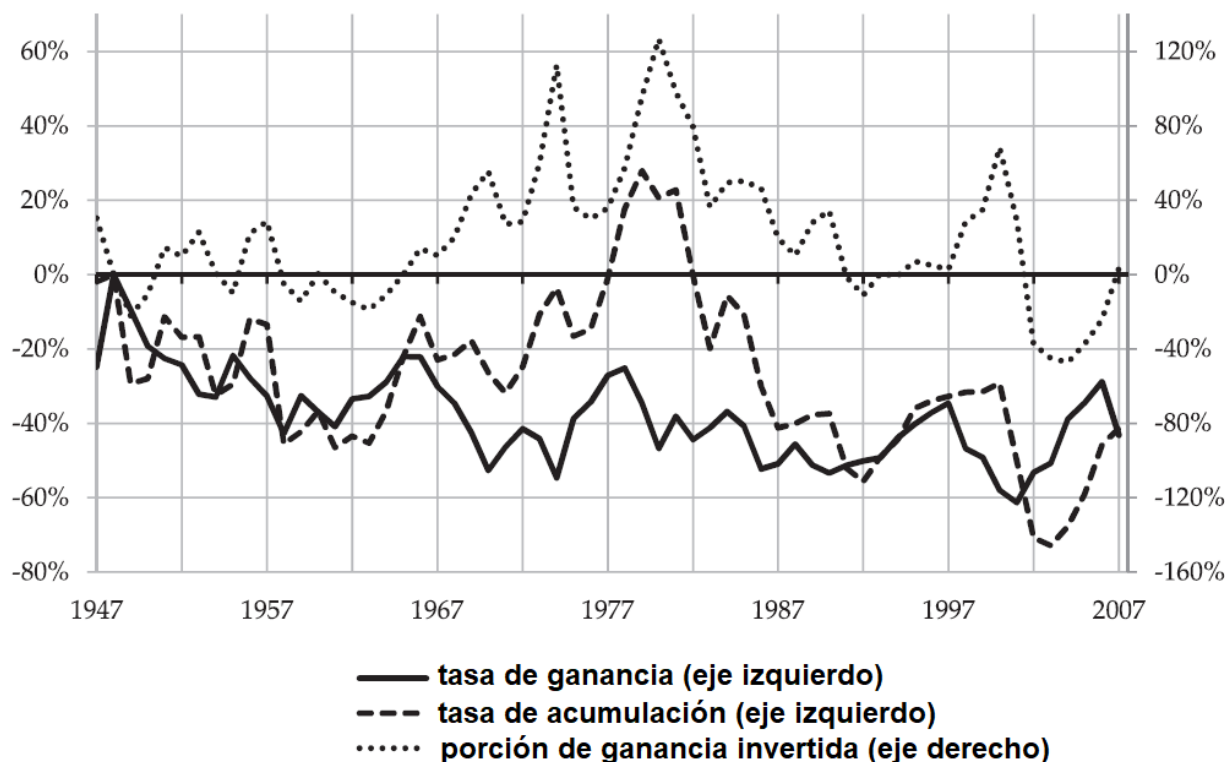
Fuente: Elaboración propia con base en datos de Feenstra et. al. (2015).

Nota: La masa de plusvalor S se define, en congruencia con las anteriores definiciones, como

$$S = PIB - v - D ,$$

donde v es capital variable, aproximado como la porción del PIB adelantado como “compensación por trabajo” y D es depreciación (USD 2011). La inversión se define como en las anteriores gráficas.

Gráfica 3.19 Tasa de acumulación, tasa de ganancia después de impuestos, y porción de ganancias invertidas después de impuestos de corporativos estadounidenses; diferencias porcentuales con respecto a valores de 1948



Fuentes: National Income and Product Accounts (NIPA) y Fixed Asset Accounts (FAA), publicados por el Buró de Análisis Económico de E.U.; Financial Accounts of the United States (FAUS), publicado por la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal. Tomado de Kliman y Williams (2013, Fig. 14).

Nota: La tasa de ganancias (después de impuestos) se define como ganancias (después de impuestos) divididas por acervos netos de activos fijos al final de año anterior. La tasa de acumulación se define como inversión dividida por acervos netos de activos fijos al final del año anterior. ‘Inversión’ quiere decir inversión neta en activos fijos, valuada a costos históricos, y se define como el cambio neto en acervos netos de activos fijos durante un año (valor a final de año menos valor a principio de año). Análogamente, ‘porción de ganancia invertida’ quiere decir ‘razón de inversión a ganancias después de impuestos’. Las definiciones de ganancia después de impuestos son como sigue:

$$\begin{aligned}
 \text{Ganancias después de imp.} &= \text{Ganancias antes de imp.} - \text{Imp. sobre ingresos corporativos} \\
 &\text{Ganancias antes de imp.} \\
 &= \text{Excedente neto operativo} - \text{Pagos de interés netos y misceláneos} \\
 &\quad - \text{pagos netos de transferencia actuales, negocios} \\
 \text{Excedente neto operativo} &= \\
 \text{Ingreso por propiedad} - \text{'Impuestos sobre producción e importaciones menos subsidios'} \\
 \text{Ingreso por propiedad} &= \text{Valor agregado bruto} - \text{depreciación} - \text{compensación de empleados}
 \end{aligned}$$

b) La banca y el financiamiento industrial

La banca canónica, de acuerdo con la exposición de Marx (1894), apropia una porción de fondo social de plusvalor, que tiende a la tasa media de ganancia sobre su inversión en infraestructura, salarios, y capital dinerario en forma de reservas. A cambio, acelera la circulación del capital industrial y posibilita la expansión de capitales individuales más allá de lo que permitirían sus fondos internos. Desde la perspectiva de la empresa individual, el apalancamiento acrecienta su tasa de ganancia, puesto que el capital que pone en movimiento y valoriza es mayor al capital *propio* que adelanta (Marx 1894., Lapavitsas 2013).

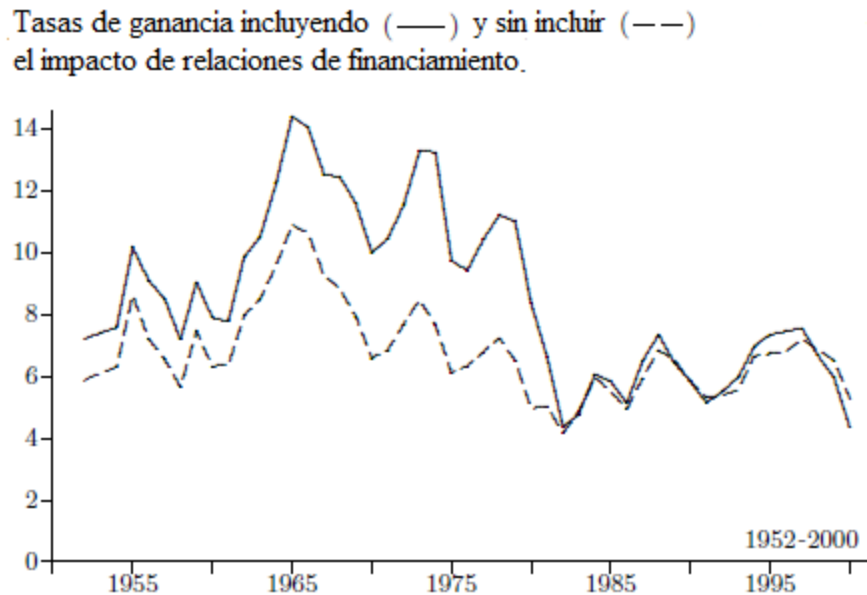
Desde una perspectiva agregada, la expectativa *teórica* es que suceda un proceso análogo con la emisión de dinero endógeno por parte de la banca. El capital industrial en su conjunto sostiene una posición de deudor neto con respecto a la banca, la cual recibe pagos de intereses sobre el capital ficticio, creado en gran parte *ex-nihilo*, y adelantado al capital industrial.¹⁷² Si bien esta posición de deudor neto compromete al capital industrial a repartir sus flujos futuros con la banca, en cambio aumenta su tasa de ganancia, puesto que moviliza un capital dinerario mayor al que representan sus excedentes previamente atesorados (Marx 1894, Panico 1988, Shaikh 2016). El capital industrial adelanta capital dinerario en el presente que sólo será validado con producción mercantil en el futuro. En términos materiales, y en la medida en que se validen las estructuras de deuda gestionadas con intermediación bancaria, lo anterior se traduce en una más rápida absorción de fuerza de trabajo y una más rápida circulación de mercancías, intermedias y finales. En pocas palabras, se trata de una *aceleración* en la reproducción ampliada de capital.¹⁷³

Con la transformación parcial de este vínculo ‘tradicional’ de financiamiento de la banca al capital industrial (ver capítulo 1), el esquema anterior ha perdido tracción. Como se ilustra en la gráfica 3.20, la contribución del financiamiento bancario a la tasa media de ganancia del sector industrial estadounidense se ha vuelto ambivalente a partir de la década de los años ochenta, cuando hasta entonces era claramente positiva (Duménil y Lévy 2004). Las empresas productivas estadounidenses, en el agregado, no se endeudan con la banca para invertir, y además invierten poco. Por otro lado, y según da cuenta la gráfica 3.21, sus fondos líquidos como proporción de sus activos financieros han tenido un nivel constantemente bajo desde la década de los ochenta, comparado con niveles anteriores, lo que sugiere que tampoco es el caso que hayan incrementado sus niveles de liquidez de manera significativa (Roberts 2018). Como ya se ha discutido, no es claro que la tenencia de estos títulos les esté reportando grandes ganancias netas a estos corporativos. En conjunto, las tendencias parecen indicar una creciente interdependencia financiera entre grandes conglomerados, aparejada a una caída en sus márgenes de ganancia capitalizable, no obstante que siguen teniendo una posición de mercado sólida y una solvencia sostenida.

¹⁷² Abstrayendo de las posiciones que se *netean* entre capitales industriales – es decir, los pasivos de un capital industrial que son activos de otro.

¹⁷³ En el famoso esquema de reproducción ampliada de capital (Marx 1885, sección tercera), se contempla una expansión acumulativa de capital a tasa constante, más no una *aceleración* en la misma. En consonancia, se abstraen las funciones de la banca como emisora de dinero endógeno y se le desarrolla como mero intermediario de fondos prestables. Dicha abstracción es pertinente sólo para el objeto de los esquemas, más no para la concepción general de la acumulación capitalista en Marx (1867, 1894).

Gráfica 3.20 Efecto del financiamiento en la tasa de ganancia, E.U.



Nota: las tasas de ganancia con y sin el impacto de relaciones de financiamiento se definen, respectivamente, como:

$$r_{cf} =$$

$$\frac{\text{Producto Neto} - \text{Salarios} - \text{Impuestos de negocio}}{\text{Capital Fijo} + \text{Inventarios}}$$

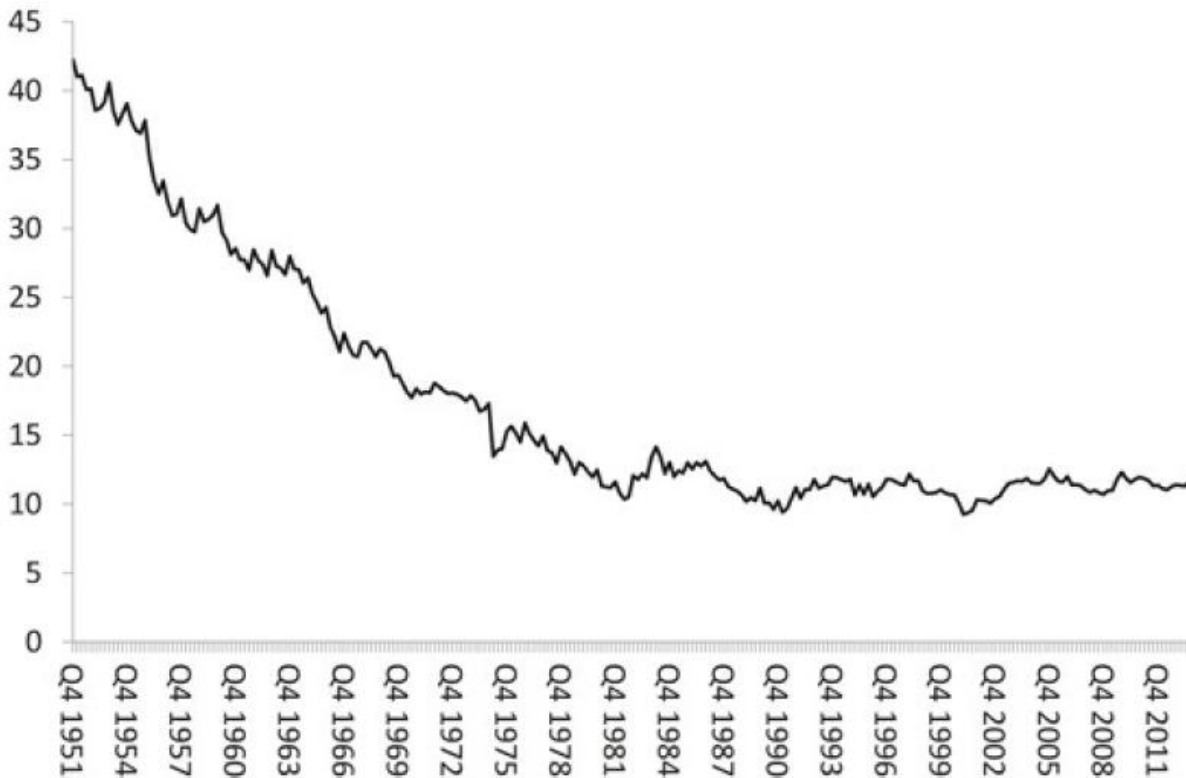
$$r_{sf} =$$

$$\frac{\text{Producto Neto} - \text{Salarios} - \text{Impuestos totales} + \text{Ingreso Financiero (real)} - \text{Costo Financiero (real)}}{\text{Capital Fijo} + \text{Inventarios} + \text{Activos Financieros} - \text{Pasivos}}$$

Las tasas de ganancia se calculan sobre el “sector corporativo no financiero restringido”, que excluye industrias tradicionalmente con alta composición orgánica de capital, tales como ferrocarriles, para las cuales no se perciben cambios tendenciales en la tasa de ganancia (generalmente más baja que la de otras ramas, pero relativamente más estable), y que además suelen tener financiamiento bajo esquemas gubernamentales de subsidio a largo plazo.

Fuente: Duménil y Lévy (2004, p.11)

Gráfica 3.21 Razón de activos líquidos a activos financieros totales en corporativos estadounidenses; 1951-2011 (porcentaje)



Fuente: Reserva Federal de los E.U. Tomado de Roberts (2018).

Al mismo tiempo, una masa creciente de capitales, ubicados principal, aunque no únicamente, en economías periféricas, renuevan constantemente una deuda cuyo principal e intereses no pueden ser cubiertos por el monto de ganancias que generan (McGowan et. al. 2017). Todo ello se ha desarrollado sobre una infraestructura financiera que posibilita una movilidad mayor de capital entre espacios nacionales en perpetua búsqueda de mayores rendimientos. Es en este contexto que la banca se ha reconfigurado para obtener ganancia de fuentes distintas al pago constante de intereses por parte del capital industrial, y que incluyen exacciones del fondo salarial de los hogares (Dos Santos 2009, Lapavitsas 2013), así como también el cobro de comisiones a la industria por servicios de intermediación y gestión de portafolios y coberturas (Guttman 2016).

Ante bajas considerables en la tasa de ganancia agregada del grueso de la economía global y el declinante ritmo de inversión como porción del capital existente, ambos indicados por las series de datos citadas en este trabajo, el papel de la banca como gestor e intermediario de fondos adquirió mayor importancia en comparación a su papel como financiador de la inversión productiva. Se acentuó así el carácter de la banca y del sistema financiero en general como ‘sistema nervioso central’ de la acumulación capitalista (Harvey 1982), dirigiendo inversiones hacia las ramas y espacios geográficos más rentables, y disciplinando a los países y corporativos que se desvíen de

los objetivos de la obtención de rentabilidad a corto y mediano plazo, a ser validada, en primera instancia, en los valores ficticios derivados de la compraventa de activos financieros.

Dicha dinámica ha facilitado, por un lado, la creación de cadenas de valor localizadas en diferentes países con el objeto de maximizar la tasa de plusvalor y recortar costos de capital constante. Por otro lado, ha llevado a una mayor acumulación de capital ficticio, y a una mayor y más prolongada desvinculación de ella con respecto a la acumulación real de capital. La explosión crediticia de las últimas décadas ha propiciado una mayor concentración y centralización de capital y, particularmente, del capital bancario, tal y como quedó plasmado en el primer capítulo. Por otro lado, ha propiciado el sostenimiento de circuitos de capital que no generan la suficiente masa de ganancia como para validar las estructuras de deuda que le sustentan.

El trabajo de Brenner (2009) da cuenta de cómo la secuencia de burbujas crediticias en Estados Unidos, desde los años noventa, ha sostenido artificialmente una estructura de demanda que no se sostendría en el nivel salarial de los hogares, cuyo consumo es, no obstante, necesario para mantener la circulación de capitales situados en otros polos de acumulación de capital, tales como el sureste asiático. La posición de Estados Unidos como emisor de dinero mundial de alto poder le permite ser el centro gestor de este tipo de burbujas crediticias dirigidas al sostenimiento de circuitos de capital que han demostrado ser insostenibles sin el refinanciamiento de un consumo masivo basado en deuda. La crisis hipotecaria del 2008 ha sido un ejemplo reciente de la ruptura de este proceso (Guillén Romo 2013). Al igual que en otros mecanismos similares, las inyecciones crediticias de los programas de rescates bancarios que siguieron a la crisis, en Estados Unidos y Europa, nunca se tradujeron en incrementos en la inversión productiva. La crisis por deflación de deudas de Japón discutida ampliamente por Koo (2014) y Sato (2018) es otro caso elocuente de una explosión monetaria que no se traduce en inversión productiva, de cara a tasas de ganancia famélicas. El auge de las empresas zombi referido en el primer capítulo y desarrollado en McGowan (2017) es una variante más de este proceso, pues reflejan una explosión crediticia que impide la destrucción de capitales, pero por otro lado es incapaz de generar circuitos rentables de producción-distribución de mercancías.

En balance, los análisis desarrollados por los autores aquí señalados, articulados desde una óptica marxista, sugieren que la banca, ante una decreciente demanda de fondos para el apalancamiento por parte del capital industrial, se ha reconfigurado para: a) gestionar una más intensa asignación del excedente existente, para su capitalización, entre los circuitos globales de capital a los que tiene acceso, bajo criterios de rentabilidad a corto-mediano plazo; b) financiar la acumulación de capital ficticio, y con ello; c) financiar el sostenimiento de circuitos de capital no rentables, sustentados en promesas de pago futuro, y cuya ruptura implica un costo susceptible de ser socializado mediante políticas de flexibilización cuantitativa.

La acumulación sin precedentes de capital ficticio en las últimas décadas plantea un problema interpretativo, puesto que, a pesar de tener un carácter eminentemente especulativo, también constituye una forma de atesoramiento. Los fundamentos del dinero según la crítica de la economía política son esclarecedores en este sentido.

c) Especulación y atesoramiento

Para Marx (1867, 1894), los recursos crediticios sólo constituyen dinero en la medida en que funcionen como medio de intercambio mercantil.¹⁷⁴ Por ello, para Norfield (2012), los derivados y productos financieros sintéticos, que no median intercambio mercantil de manera directa, no pueden considerarse dinero crediticio. Sin embargo, como se ha elaborado en la primera sección de este capítulo, el dinero endógeno en Marx (1867, 1894) no es reducible a medio de circulación, sino que requiere de un ancla en el dinero como medida de valor, y en todo caso su función como medio de circulación presupone lógicamente su función como recurso de atesoramiento (De Brunhoff 1973). En este sentido, en la medida en la que productos financieros, tales como derivados y coberturas, se configuren como activos que entran en los portafolios de inversión como recurso de atesoramiento temporal, de mayor o menor liquidez, de corporativos, gobiernos, e instituciones de provisión financiera; y que a su vez efectivamente se involucren en intercambio mercantil de cualquier clase, podrán considerarse como una de las formas que adopta el capital en su fase dineraria. En otras palabras, la evolución del sistema financiero, mediante la labor de fondos mutuos dinerarios, fondos de cobertura, fondos de riesgo, e instituciones afines, ha configurado al capital ficticio como una forma de atesoramiento de capital (Lysandrou 2005, 2015).

Para las corporaciones, la utilización de mecanismos especulativos se volvió práctica necesaria para la administración de la fracción de su capital precipitado en forma dineraria, so pena de sufrir desvalorizaciones constantes, particularmente en el entorno de volatilidad financiera desarrollado a partir del rompimiento de Bretton Woods (Goda et. al. 2011a, Lysandrou 2005, 2006, 2015, 2016, Lysandrou y Nesvetailova 2014, Nadal 2015, 2016). Este proceso crea la apariencia de que las compañías están desviando sus excedentes hacia la especulación a costa de su inversión productiva, cuando pueden estar atesorando capital y procurando coberturas contra fluctuaciones en el valor de su capital dinerario. En el sistema financiero global, dicho atesoramiento se gesta parcialmente mediante la adquisición de activos de capital ficticio –signos de valor que expresan la *expectativa* de plusvalor futuro.

Como resultado de esta forma de atesoramiento, hay una acumulación exorbitante de signos de valor que representan la expectativa de valor futuro, pero que no necesariamente adquieren respaldo en valor real. Dado que el monto nocional representa varias veces el PIB mundial, no todos los signos pueden representar valor efectivamente, ni tampoco representar valor *futuro* a ser efectivamente creado, a no ser que la economía se expanda lo suficientemente rápido como para hacerlos valederos.¹⁷⁵

En tanto esa masa de capital ficticio no tenga función de medio de intercambio que exija intercambiabilidad con mercancías realmente producidas, puede ser *atesorada en circulación*

¹⁷⁴ De Brunhoff (1973) es enfática sobre este punto.

¹⁷⁵ Cabe señalar que algunos montos estadísticos sobre la circulación de activos financieros contabilizan cada acto de compraventa, de manera que pueden sumar muchas veces el valor de un solo activo financiero, o el de varios activos financieros que se netean parcial o totalmente. Los montos de valor de activos financieros y los del PIB mundial, por ejemplo, no tendrían que coincidir necesariamente – la creciente separación entre estos agregados (tales como los que han sido presentados en el capítulo primero) es meramente indicativa.

nominal, intercambiándose por títulos que no implican intercambio mercantil alguno. Esta es una dinámica propicia para la creación de burbujas financieras, que estallarán crónicamente en la medida en que una parte del valor representado por ese capital ficticio se contraponga a valor mercantil realmente existente en alguna parte del circuito global, resultando en desvalorizaciones y rupturas de promesas de pago. En la medida en que los títulos de valor a ser destruidos se desvinculen de su función dineraria, las burbujas podrán sostenerse de manera coyuntural. Dicho proceso supone una separación cuantitativa sostenida entre la acumulación de capital ficticio y la acumulación real de capital¹⁷⁶, rasgo característico del periodo de financierización.

Desde este ángulo, la hipertrofia del sector financiero en las últimas décadas sería una expresión desarrollada de lo que De Brunhoff (1973) señala como uno de los rasgos centrales de la concepción de la moneda en Marx (1867, 1894): la contradicción dialéctica entre el dinero como medio de circulación y el dinero como medida de valor, del cual la función de medio de pago es una derivación. La economía global sería un sistema que, susceptible de burbujas y crisis financieras, desvincula y reestablece la unidad entre estas dos funciones de manera cíclica.

En tanto que el atesoramiento en el sistema financiero global exija una búsqueda de activos financieros con rendimientos confiables, y en tanto que la banca internacional y las grandes instituciones de provisión busquen brindar los mismos para sus clientes (Lysandrou 2015), se generará una masa de signos de valor que, precisamente para representar valor de manera efectiva, deben mantenerse en acelerada circulación *nominal* en los mercados financieros, sin que medie necesariamente intercambio mercantil proporcional al flujo nominal de signos de valor.

Además de hacer circular a la masa de mercancías arrojadas por la producción al mercado, estos signos de valor tienen la carga de hacerse circular ellos mismos para mantener su cotización bursátil. La creación y circulación de estos signos de valor pierde correspondencia con el valor mercantil efectivamente arrojado a la circulación, e incluso con toda proyección razonable de valor futuro a ser producido. La unidad interna entre su función como medios de circulación y su función como representantes de valor mercantil, se puede reestablecer sólo parcial y temporalmente mediante la destrucción de una porción de ellos.

Dicho proceso rara vez será total, sino más bien diferenciado por clases de capital ficticio y por región. Como se ha señalado anteriormente (Marx 1867), el trasfondo de la crisis dineraria y crediticia es la imposibilidad de producir plusvalor a una tasa suficiente para validar los compromisos de pago representados por ellos, con valor mercantil. La creciente propensión a la creación y estallido de burbujas responde a la creciente dificultad en la valorización del valor, por un lado, y por otro a las crecientes presiones para la emisión y circulación de mecanismos de capital ficticio, incluso para la mera gestión del atesoramiento en un espacio transnacional (Lysandrou 2015). Dicho proceso, a su vez, está atravesado por la distribución de la masa de ganancia entre los muchos capitales que el sistema financiero ejecuta y supone, complejizado en el plano de un mercado mundial crecientemente integrado y con polos de acumulación en constante y creciente competencia.

¹⁷⁶ Con ello no se quiere decir que uno no tenga impacto en el otro, sino que los montos y la dinámica de acumulación de valor de uno, no corresponden con la del otro.

En este entorno de incrementada competencia, crecientes problemas estructurales de rentabilidad, y una más compleja socialización de ganancias entre los muchos capitales por parte del sector financiero, no es de menor importancia el énfasis que han puesto varios autores, con diferentes formulaciones, sobre la creciente importancia del auge de la *ganancia por enajenación* frente a la ganancia por la producción de plusvalor (p. ej. Shaikh 2016, Duménil y Lévy 2011, Chesnais 2019). Sin embargo, como se ha enfatizado ya en la primer parte de este capítulo, esta no representa una función esencialmente nueva de la banca; por otro lado, se espera haber demostrado en esta segunda sección que su creciente importancia es una consecuencia de cambios trascendentes en los patrones de rentabilidad del capital en general, y no su causa.

Conclusiones

En este capítulo se han reunido varios elementos articulados con base en la crítica de la economía política para la interpretación de la financierización. Se han retomado aquí los principios de la teoría monetaria en Marx, cuya explicación del dinero está fundamentada en su teoría del valor. La existencia de un equivalente general *precede* lógicamente a la función del dinero como medio de circulación. El desarrollo de signos de dinero sin correspondencia material con el equivalente general y, particularmente, su función como medio de pago, suponen la existencia del equivalente general y la función del dinero como medida de valor. Sin embargo, al mismo tiempo carecen ellos mismos de valor, sino que sólo lo *representan*, y con base en esa representación desempeñan de manera intensiva el papel de medios de circulación.

Si se pierde el vínculo entre el circulante y el valor que representan, peligra su función como medio de circulación; pero por otro lado *la ley del atesoramiento*, según la cual todo signo excedentario emitido es retirado temporalmente de la circulación, no aplica de manera absoluta para símbolos que carecen de un mecanismo concreto que fije la proporción en que representan al equivalente general. Lo que es al circulante *la ley del atesoramiento*, lo es *la ley del reflujo* al dinero-crédito, y su vigencia es contingente a la dinámica subyacente de la producción-circulación de mercancías, gestada por la circulación y valorización de capital. La porción en que los signos de valor representan al equivalente general puede variar, según se imponga la función de medio de circulación a costa de su función como medida y depósito de valor. Con el desarrollo del crédito como dinero capitalista, que se crea sistemáticamente *ex-nihilo* para facilitar la circulación mercantil e, incluso, la circulación de meros signos de valor, se acrecienta la tensión entre las funciones del dinero como medida de valor y como medio de circulación; con ello se desarrolla una contradicción dialéctica, que se resuelve sólo parcial y temporalmente mediante crisis dinerarias y crediticias.

La expansión del sistema crediticio torna más flexible la reproducción de capital, y puede expandir la circulación más allá de los límites inmediatos de su rentabilidad, pero en la medida en que los problemas subyacentes para la rentabilidad del capital no se vean resueltos, ello sólo será a costa de suscitar una más extensa destrucción de signos de valor, con su correspondiente destrucción de capitales, a la hora en que los compromisos de pago se quiebren en cadena.

Un corolario central a todo esto es que no hay una ley mecánica en Marx que vincule cambios en la masa monetaria o crediticia con los cambios en el nivel de precios mediante los que se expresa el valor mercantil en circulación. En última instancia, los fenómenos monetarios están anclados en la circulación de capital, cuyo fin es su propia valorización y cuya existencia asume un valor mercantil imbricado en una relación social de intercambio. Por ello, dependerán en gran medida de los patrones subyacentes de rentabilidad. De manera análoga, la producción de plusvalor como fin de la producción supone un rechazo a *la ley de Say*, puesto que no es la satisfacción de valores de uso lo que motiva la producción y enajenación mercantil.

Con estas bases, se han expuesto dos corrientes de interpretación sobre la financierización. Por un lado, está la corriente que explora el desarrollo de exacciones del fondo salarial de los hogares por parte de la banca e instituciones financieras, retomando la discusión en Marx (1867) sobre la coexistencia de formas secundarias de explotación, a la par de la explotación de plusvalor por parte del capital al trabajo vivo, forma principal y definitoria en el desarrollo del capitalismo. Desde esta

corriente se abona a la comprensión del fenómeno, y se complementan los estudios realizados desde la escuela post-keynesiana.

Sin embargo, esta no es la única ni la más trascendente aportación que se puede articular desde la crítica de la economía política sobre el tema. El estudio de la financierización como causa contrarrestante a la caída tendencial de la tasa de ganancia se presta a una comprensión más profunda del fenómeno, y que además arroja serias dudas sobre algunos de los planteamientos centrales de la interpretación post-keynesiana. Particularmente, se rechaza la idea de la financierización como una de las causas primarias de la tendencia al estancamiento de la economía contemporánea, y en su lugar ésta pasa a conformarse como una adaptación del sistema financiero a los patrones cambiantes de rentabilidad del capital industrial.

Los estudios presentados en este capítulo apuntan a que la inversión como porción de la masa de ganancia, para las principales economías, no ha disminuido en las últimas décadas, y que la conceptualización de la financierización como un conjunto de estímulos perversos hacia la no-inversión de excedentes capitalizables requiere de una extensa revisión crítica. El problema subyacente, desde las herramientas analíticas de la crítica de la economía política, parece ser un problema sistémico de rentabilidad, cuya expresión se torna más compleja con las mediaciones gestadas a través de un sistema financiero global altamente desarrollado.

Por ello, el proceso de financierización modifica la expresión de las crisis; impide la destrucción de capitales a la escala que sería necesaria para restituir la tasa media de ganancia, y en el proceso pospone temporalmente su estallido, transformándolas en crisis financieras. La explosión del sector financiero encubre problemas subyacentes de rentabilidad y los socializa a través del sistema financiero global y de manera diferenciada. Los mecanismos específicos en los que sucede ésta modificación, a raíz de la mayor extensión y complejidad del sistema financiero global, pueden ser muchos y continuar mutando; sin embargo, lo que se desprende del análisis de este capítulo es que los orígenes de la tendencia de la economía global al estancamiento y a la sucesión de crisis financieras -concentradas ahora en un centro neurálgico del sector financiero, ahora en un país con crisis de deuda soberana, mañana en otro punto del circuito global – no se encuentran en la evolución del sector financiero, sino en el desarrollo de una producción capitalista que impone límites a su propia valorización.

Fundamentalmente, la financierización es una desvinculación cuantitativa sostenida entre la acumulación real de capital y la acumulación de capital ficticio. Una de sus consecuencias más notorias es la de engendrar presiones sobre las formas de atesoramiento, dirigiéndolo hacia la acumulación de capital ficticio. Al mismo tiempo, acentúa el papel del crédito como catalizador del desarrollo de las contradicciones de la acumulación de capital desarrolladas ya por Marx (1867, 1894). Al acelerar la circulación, tanto mercantil como de signos de valor, la explosión de títulos crediticios profundiza la contradicción dialéctica entre la función del dinero-crédito como medio de circulación y su función como medida de valor. Con ello se extiende la desconexión temporal entre la valorización del valor y una circulación de signos de valor ajena a la circulación mercantil.

El marco de análisis adecuado para dicho proceso es a nivel agregado y no es necesariamente visible en ramas o industrias individuales. Más aún, se presta a explicaciones aparentes en

cuanto al origen de la ganancia en estructuras financieras, debido a la creciente interpenetración del capital, gestada por medio de la banca y la banca sombra.

Por ello, resulta necesario considerar el papel sistémico de la ganancia financiera en la acumulación de capital. Si la escuela post-keynesiana lo equipara *a priori* con el gasto suntuario de una clase rentista, que constituiría con ello un consumo no productivo de una porción del fondo social de plusvalor y una traba al desarrollo de las fuerzas productivas, en cambio un estudio informado por la crítica de la economía política ubicaría a este postulado, en todo caso, como un resultado a ser demostrado, y no como un dato inicial. Más aún, no se debe confundir este postulado con la creciente interpenetración y concentración de capitales, industriales y bancarios. El sistema financiero se comprende, desde la ley del valor, como un complejo institucional que redistribuye el fondo social de plusvalor, originado en la esfera productiva, a través un mercado mundial crecientemente integrado. El valor redistribuido de esta manera no pasa por ello automáticamente a configurarse como renta, ni a extraerse del fondo social de plusvalor susceptible de ser capitalizado en acumulación posterior.

Particularmente, se resalta la necesidad de abonar a mayores estudios dirigidos a esclarecer la socialización de la masa de ganancia en el mercado mundial mediante el conjunto de transformaciones de la banca, la banca sombra, y el entramado de activos financieros comercializados por los corporativos, que forman parte del concepto de financierización.

Conclusiones Generales

Por financierización se comprende una desvinculación estructural y sostenida entre la acumulación de signos de capital ficticio y la acumulación real de capital. El auge y la extensión de este fenómeno, que a partir de la década de los años ochenta ha cobrado magnitudes no vistas previamente en la historia del capitalismo mundial, es uno de los sins de nuestra época. La mayor parte de los estudios del fenómeno se han abordado desde una óptica informada por la escuela post-keynesiana, o bien coincidente con sus principales postulados. Sin embargo, hay suficientes investigaciones y elementos para articular una interpretación alterna del fenómeno, que disputa las líneas explicativas principales de la corriente post-keynesiana, articulada desde la crítica de la economía política.

La escuela post-keynesiana plantea que la explosión del sector financiero se configura como una traba para la conformación de demanda efectiva y, por lo tanto, para el crecimiento económico. A lo interno de las corporaciones, la creciente preponderancia de los ingresos financieros estaría desplazando fondos capitalizables que podrían dirigirse de otra manera a la inversión productiva. Al mismo tiempo, los crecientes costos financieros, entre los cuales cobran predominancia los repartos de dividendos y recompras de acciones, estarían obstruyendo de manera análoga la inversión productiva, al destinar los corporativos mayores fondos a la satisfacción de lo que se concibe, desde esta corriente, como una clase *rentista* financiera, que extrae fondos capitalizables y los dirige al consumo suntuario. Por otro lado, el ‘dominio de las finanzas sobre la economía’ sería un factor detrás de la creciente desigualdad. Por un lado, constriñe el espacio de política pública, a costa de políticas expansivas que pudieran beneficiar al grueso de los trabajadores y los hogares. Por otro lado, los altos costos financieros de las industrias serían un factor detrás de políticas tendientes a deslocalizar planta productiva, tercerizar funciones, y en general gestionar disminuciones en la capacidad de negociación y en los salarios reales de la fuerza de trabajo.

Lo anterior redundaría en un régimen de crecimiento con alta volatilidad financiera, escasos márgenes para la ejercer política fiscal en pro del crecimiento, disminución de la participación del salario en el producto social y, crucialmente, índices de inversión consistentemente bajos. Todo ello estaría contribuyendo a la conformación de una demanda efectiva a todas luces insuficiente para lograr un crecimiento tendiente hacia el pleno empleo. En síntesis, se tendría algo cercano a un ‘régimen de ganancias sin inversión’ (Hein 2009), en el cual los excedentes operativos se estarían destinando a un gasto suntuario que, si bien genera demanda, es en todo caso insuficiente para suplir la carencia de demanda por la vía salarial y, principalmente, por la vía de inversión. Se concibe así a la economía contemporánea como una suerte de estado estacionario inferior al pleno empleo que, obviando la alta volatilidad del flujo financiero, se sostiene en un nivel de crecimiento mínimo al consumir improductivamente la mayor parte de su excedente productivo y fomentar la inflación de activos. Aunado a ello, la economía estaría anclada en un ciclo de retroalimentación de bajas expectativas que se ‘cumplen a sí mismas’.

Desde la óptica de la crítica de la economía política, la explicación post-keynesiana presenta una versión aparental del fenómeno, si bien puede contener elementos importantes de verdad. Un régimen capitalista de producción destinado al gasto suntuario sería, desde la óptica de Marx (1867), un sinsentido, puesto que la función social del capital es su perpetua valorización y no la satisfacción de necesidades suntuarias del capitalista. La competencia entre capitales y la dinámica misma de valorización presionan en ese sentido; el planteamiento que parecen implicar los post-keynesianos y que articula Hein (2009) como un ‘régimen de ganancias sin inversión’, sería una superposición de dinámicas precapitalistas sobre el capitalismo contemporáneo, justificada a propósito de la explosión del sector financiero. Dicha explicación es a todas luces insatisfactoria.

Por el contrario, de los análisis abordados en el tercer capítulo de este trabajo se desprende que los bajos niveles de inversión son resultado de las bajas tasas de ganancia de las últimas décadas, que a su vez responden a incrementos en la composición orgánica de capital en las principales economías, y a la carencia de una revolución técnico-productiva que suscite un nuevo auge de acumulación acelerada, tras un ciclo de destrucción y reconstrucción de capitales.

El despliegue de los capitales en el mercado mundial ha redundado en una creciente concentración y centralización de capital, que se expresa mediante una creciente interpenetración de los muchos capitales mediante el sistema financiero. Como resultado, una creciente porción de la ganancia se socializa mediante recursos financieros, sin que ello implique automáticamente una exacción del fondo social de plusvalor capitalizable hacia el consumo improductivo en gasto suntuario. El problema de fondo es, en realidad, la disminución de ese fondo social de plusvalor, frente a la masa de capitales en circulación que tiene que validar como rentables.

La conclusión, apresurada por trabajos seminales en el tema, de que una creciente porción de la ganancia de corporativos no financieros proviene de fuentes financieras, está en disputa en el ámbito del trabajo empírico. Más aún, la ganancia que se presenta como financiera: (i) no necesariamente tiene un origen ajeno a la producción; y (ii) no necesariamente es extraído de la circulación de capital para ser consumida improductivamente. Dichos resultados tendrían, en todo caso, que ser comprobados, y no tomados como supuestos iniciales. En el planteamiento post-keynesiano se pierde de vista la función del capital financiero como sector que socializa el fondo social de plusvalor entre los muchos capitales; en última instancia dicho fondo sólo puede provenir de la producción de valor materializado en mercancías.

En este sentido, la equiparación que se hace, desde la corriente post-keynesiana, de la ganancia financiera con *renta* es poco precisa, pues funcionalmente no se origina, o al menos no principalmente, en el control monopólico de recursos naturales o medios productivos no reproducibles, ni en diferenciales de productividad del trabajo entre sitios concretos, potenciados o no por inversión capital en la forma de infraestructura (Marx 1894). Sin embargo, la conflagración de términos empleada por la escuela post-keynesiana estaría equiparando al capitalista financiero con el rentista, que desde la economía política clásica (Ricardo 1817) se entiende como una clase retrógrada que frena el desarrollo de fuerzas productivas bajo su forma capitalista. Dicho recurso de exposición es ideológico, pues pretende mostrar una clase parasitaria, ajena a la dinámica propia de la acumulación de capital, sobre la cual se puede poner el peso de

los desarrollos menos afortunados de las últimas décadas, librándose así de la responsabilidad de analizar los límites del sistema de producción-distribución en su conjunto.

Como se ha argumentado en este trabajo, analizada desde la crítica de la economía política, la financierización es una adaptación del sistema financiero a las necesidades del capital en general, que enfrenta problemas sistémicos de rentabilidad a nivel global. Su función primaria es extender la circulación más allá de los límites que su propia rentabilidad impondría en un plano inmediato. Juega un papel contradictorio, pues por un lado inhibe la destrucción de capitales que sería necesaria, aunque por sí misma insuficiente, para restituir la tasa media de ganancia y suscitar un nuevo periodo de acumulación acelerada; pero, por eso mismo, sostiene circuitos de producción-circulación de mercancías que de otra manera podrían colapsar, sumergiéndose consigo la demanda y provocando crisis.

El creciente conglomerado de instituciones y actores financieros tiene la capacidad de disciplinar a gobiernos y empresas que se revelen ajenos a sus intereses, con ello modificando las posibilidades concretas de despliegue del capital social. Sin embargo, en ello no son fundamentalmente diferentes al capital en general, y haría falta un análisis más fino para revelar las contradicciones entre sectores de la clase capitalista global; la narrativa de una oposición categórica entre ‘intereses financieros’ e ‘intereses productivos’ (p. ej. Palley 2007) no necesariamente permite claridad.

Adicionalmente, la financierización ha transformado las formas de atesoramiento, creando presiones en el sentido de acumular recursos de capital ficticio más o menos estandarizados, y validarlos mediante la circulación nominal, intercambiándose por signos de valor, y que por tiempos cada vez más prolongados pueden estar disociados de intercambio mercantil realmente existente. El auge de instituciones como fondos mutuos de mercado dinerario, fondos de cobertura, o fondos de riesgo, han jugado un papel clave en este desarrollo. Dicha dinámica ha amplificado la tendencia ‘irracional’ del capital ficticio a representar montos de valor de magnitudes arbitrariamente disociadas de valor subyacente, que ya había señalado Marx (1894) a propósito de la bolsa de valores. Aunado a la función creciente del crédito como aliciente de demanda para circuitos de capital bajo problemas de reproducibilidad, esta tendencia estaría suscitando la serie de burbujas financieras y de inflación de activos que forman parte de la economía contemporánea.

Como se ve, la explicación general de la financierización, articulada desde la crítica de la economía política, disputa los puntos centrales de la explicación post-keynesiana. A grandes rasgos, la escuela post-keynesiana *describe* acertadamente las tendencias de las últimas décadas, y ubica los desarrollos en el sector financiero que han sido paralelos a la ralentización del crecimiento en las principales economías, la creciente desigualdad, el desarrollo inaudito del mercado mundial y la implementación del proyecto neoliberal, de manera diferenciada y en diferentes economías (aunque el énfasis suele ser la economía estadounidense). Sin embargo, al ubicar de manera unilateral a la financierización como una de las principales *causas* de estos otros desarrollos, obviando el papel funcional que ha desempeñado en este proceso para la acumulación de capital, y relegando la cuestión de los *orígenes* de la financierización fuera del marco de investigación, imponen un filtro sobre la apreciación del fenómeno que impide ver elementos esenciales.

En gran medida, ello responde a la intención de generar un programa de retorno a una senda de crecimiento parecida a la ‘treintena dorada’ del capitalismo, con base en la expansión del patrón industrial basado en combustibles fósiles, que combinó altas tasas de inversión con salarios reales crecientes en las principales economías. Desde la teoría que informa sus análisis, no habría nada inherente a la acumulación de capital que debiera impedir de manera radical este desenlace, y por ello al investigar las causas del estado actual de relativo estancamiento económico, se erige la financierización como un elemento novedoso, susceptible de explicar el creciente distanciamiento de la economía de una senda de crecimiento hacia el pleno empleo. En última instancia, el análisis de la escuela post-keynesiana, pese a sus valiosas aportaciones, termina siendo voluntarista, y refleja la ausencia en su cuerpo teórico de una explicación *endógena* de la propensión del capitalismo a ciclos largos de ralentización en la acumulación y eventual crisis. La explicación de la economía contemporánea, tan elocuentemente articulada en Hein (2009) como un ‘régimen de ganancias sin inversión’, sería un síntoma de esta carencia.

A pesar de las limitaciones señaladas, el trabajo seminal de autores post-keynesianos ha revelado procesos trascendentes en la economía contemporánea. Un resultado acertado del conjunto de estos autores, que no es de menor importancia, es que la expansión inaudita del sector financiero ha disminuido significativamente los espacios de política fiscal de los gobiernos en pro del crecimiento, acrecentando el sometimiento a los mercados financieros. El matiz, desde una lectura marxista, estaría en ubicar como beneficiario de este proceso, no a un capital financiero supuestamente diferenciado del capital industrial, sino a una matriz de capitales transfronterizos, industriales y bancarios, operando en el mercado mundial en búsqueda perpetua de su propia rentabilidad, mediante los recursos a su disposición.¹⁷⁷

Sin embargo, y como han revelado los experimentos de política monetaria ultra-expansiva en las últimas décadas, descritos ya en el primer capítulo, los estímulos y reformas en el ámbito de la circulación son impotentes para suscitar cambios de fondo en los patrones de inversión y crecimiento, siempre que las condiciones subyacentes para la rentabilidad del capital no se vean trastocadas. En este sentido, la articulación lógica en Marx de niveles de abstracción de progresiva concreción son una herramienta metodológica pertinente, puesto que ponen de relieve de qué manera la producción de plusvalor precede lógicamente a la repartición del fondo social de plusvalor entre los muchos capitales, y, derivado de ello, en qué medida los fenómenos restringidos a la segunda esfera pueden tener impacto en la acumulación sin trastocar la primera. Tal parece ser que, en la configuración actual, dicho impacto está más acotado de lo que se alcanzaría a ver en la literatura post-keynesiana.

¹⁷⁷ El término de ‘capital financiero’ de Hilferding (1919), retomado por Lenin (1917) iba en este sentido: una asociación monopólica entre grandes bancos e industrias, asociadas además al imperialismo económico.

Apéndice A. Condiciones para la reproducción armónica de capital (esquemas de reproducción)

Los esquemas de reproducción de capital, de la sección tercera del tomo II de *El Capital* (Marx 1885), tienen el propósito declarado de mostrar cómo es que la reproducción de capital es capaz de generar su propia demanda, así como exhibir las relaciones cuantitativas más abstractas necesarias para que se desarrolle ese proceso sin que suceda destrucción de valor en la circulación de mercancías.

El esquema de reproducción simple supone una dinámica de no-crecimiento que sería contraria a la dinámica de acumulación capitalista (Marx 1867), y se expone únicamente como una abstracción útil en la comprensión de la acumulación realmente existente, sin que se proponga su existencia en periodo o región alguna. Algo similar aplica para el esquema de reproducción ampliada, que supone una tasa de expansión armónica y constante, donde a cada periodo se capitaliza una porción fija determinada del excedente social. Ambos esquemas suponen la ausencia de cambios en las tasas de inversión y, por construcción, suponen la ausencia de destrucciones de valor en forma de quiebras, bancarrotas, desvalorizaciones, y crisis. Crucialmente, se abstrae el papel del crédito en la dinámica económica, junto con otras categorías que pertenecen a un mayor nivel de concreción en el análisis, como es el caso de la renta. En consonancia, se abstrae la existencia del capital financiero, del interés, y de la renta.

Adicionalmente, se abstrae la conformación de precios de producción y precios de mercado, suponiendo su equivalencia con valores.¹⁷⁸ Este supuesto responde a una concepción metodológica, según la cual los problemas sistémicos en la reproducción y acumulación de capital deben de tener explicación en las categorías fundamentales del *capital en general*, para la cual la competencia entre los *muchos capitales* es una fuerza motriz y acicate, más no un sustituto conceptual. En el caso específico de los esquemas, esto quiere decir que, si hubiese un problema de realización de mercancías intrínseco a la reproducción de capital *por sí misma* y que se originara en la esfera de la circulación, este tendría que ser legible incluso bajo el supuesto de que las mercancías se intercambian a su valor, abstrayendo de la repartición del plusvalor entre los muchos capitales.

Cabe señalar que la relación entre el agregado de valores y precios de producción en Marx ha sido el objeto de un largo debate al que se le refiere como *problema de la transformación* (de valores en precios de producción). Algunos de los trabajos clásicos, donde se le imputa a la teoría de Marx el carecer de capacidad para relacionar de manera tanto congruente como relevante los valores y precios de producción, han provenido de integrantes de las corrientes austriaca (Böhm-Bawerk 1949) y neo-Ricardiana (Steedman 1977). Tradicionalmente, el debate ha girado en torno a modelos insumo-producto donde se supone alguna suerte de equilibrio teórico que permita derivar expresiones para los precios de producción, por un lado, y para los valores-trabajo, por otro. Más recientemente, se han hecho incursiones en modelos de inspiración dinámica, particularmente por partidarios de la teoría del valor de Marx, que buscan evidenciar cómo esta queda

¹⁷⁸ Sobre el famoso ‘problema de la transformación’, la discusión de Moseley (2015) es cuidadosa y bien documentada; igualmente ilustrativos son los aportes compilados en Freeman y Carchedi (1995).

fundamentalmente distorsionada en modelos de ecuaciones simultáneas con una metodología implícita de equilibrios estáticos comparativos (p. ej. Moseley 2015, Freeman y Carchedi 1995). La implicación sería que una parte considerable del debate está mal planteado de origen. No se desarrolla más aquí el tema, ya que no interseca los objetivos de la presente investigación; baste señalar que sigue siendo área activa de investigación teórica.

Hay un segundo aspecto en el que enfoque de Marx (1885) para desarrollar la reproducción de capital ha sido criticado a la luz de una consideración completa de la conformación de precios de producción (Pasinetti 1984), particularmente a propósito del trabajo de Sraffa (1960)¹⁷⁹. Desde esta propuesta teórica, sería imposible definir una medida de capital adelantado sin antes definir la proporción salario-ganancia, y viceversa. Hasta qué punto y de qué manera esto subvierte las relaciones cuantitativas abstractas desarrolladas por Marx (1885), es una cuestión que requeriría un trabajo aparte. Baste señalar aquí que: (i) la fundamentación teórica del valor en Marx (1867, 1894) no necesariamente se captura en esta clase de modelos, entre otras cosas porque son modelos de intercambio físico¹⁸⁰; y (ii) la función de los esquemas dentro de la crítica de la economía política no es la de proveer de una explicación para la conformación de valores o precios, ni de la tasa de ganancia (todo ello se supone ya determinado, al momento de desarrollarse los esquemas), sino la de ilustrar las limitaciones de explicaciones sub-consumistas de la crisis, por un lado; y por otro, la de exhibir algunos de los requerimientos abstractos para la realización del valor, que presentan múltiples puntos de posibles rupturas en la circulación. En particular, los esquemas pueden leerse como una refutación de la *Ley de Say*. Esta última es la función que nos interesa recuperar en este trabajo.

Saldadas las anteriores consideraciones, se exponen los esquemas de reproducción simple y ampliada.

¹⁷⁹ Cabe señalar que Sraffa (1960) construyó su planteamiento teórico a manera de un “preludio de una crítica a la teoría económica”, tal y como indica el subtítulo de su obra. Con ello plantea un reto a la teoría neoclásica y, particularmente, a la noción de la ganancia como “contribución marginal” del capital, ya que ésta presupone una medida de capital invariante a la distribución del ingreso – una contribución, por añadido, en términos de *valor de uso*. Los supuestos de equilibrio del sistema *sraffiano* responden en buena medida a la necesidad de confrontar a la teoría neoclásica en sus propios términos. No deja de ser interesante que esta misma construcción teórica haya sido retomada por algunos de sus seguidores como una refutación de la teoría del valor de Marx, que no parte ni depende de los supuestos de equilibrio de la economía neoclásica, mucho menos para una definición del *valor*: valga recordar la máxima de que el método de estudio debe estar adaptado al objeto de estudio.

¹⁸⁰ Sraffa (1960), por ejemplo, construye a manera de métrica de valor una ‘mercancía estándar’ que es una canasta de mercancías ‘básicas’ (que están involucradas, directa o indirectamente, en la producción de toda otra mercancía) determinada como el eigenvector de una matriz no-reducible de insumo-producto. Tiene la propiedad de conservar su precio relativo con otras mercancías, de manera invariante ante cambios en la distribución del ingreso.

Reproducción Simple

En el esquema de reproducción simple se supone que la clase capitalista consume la totalidad del plusvalor y que no hay una ampliación en la producción social de un periodo a otro. Los medios de producción social se reponen, pero no se amplían.

Se consideran dos sectores generales de producción: a) el sector I produce medios de producción, mercancías cuyo valor de uso las destina a convertirse en capital constante para otro capitalista; y b) el sector II produce medios de consumo, mercancías que entran en el fondo de consumo (improductivo) tanto de la clase capitalista como de la clase trabajadora.

Como han señalado algunos autores (p. ej. Mandel 1972), introducir un sector adicional de trabajo improductivo, es decir, donde no haya generación de plusvalor, en nada modifica el problema que se trata en este esquema. Tal sector podría corresponder a un “sector servicios” donde no haya producción de valor, o al papel que jugaría el capital comercial, abstrayendo de él toda labor que efectivamente imprima valor, como el transporte o almacenamiento. La existencia de dicho sector “improductivo” introduciría pasos intermedios en la circulación de capital y posibles redistribuciones del producto global entre salario y ganancias para cubrir la manutención de un estrato improductivo, así como cambios en la distribución de capital asignado a los sectores I y II; pero más allá de estas modificaciones (que pueden asimilarse dentro del esquema básico), no introduciría complicaciones esenciales. Por lo tanto, para simplificar se toma el supuesto de que todo el producto social se consume por asalariados y capitalistas de ambos sectores I y II, y que todo el capital resuelve su reproducción a través del consumo productivo e improductivo de capitalistas y trabajadores de ambos sectores.

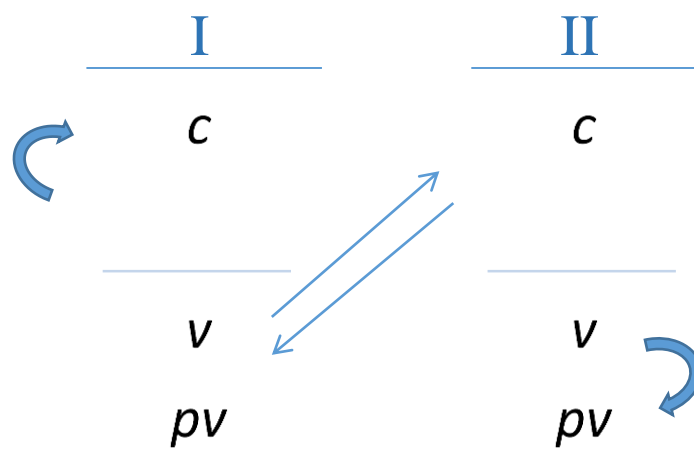
Se considera la producción dentro de un periodo arbitrario (un año), obviando que, en la práctica, diversos capitales tendrán distintos periodos de rotación debido a las distintas características de su producción material.

Dentro de cada periodo de rotación, cada capitalista individual reproduce el valor de su capital constante, de su capital variable y explota un plusvalor para sí. Bajo el supuesto de la reproducción simple, consume la totalidad de su plusvalor de manera improductiva (sin adelantarlo como inversión que expanda su capital). Se puede pensar, entonces, en la totalidad de su producto (una masa de mercancías) como dividida entre capital constante, capital variable y plusvalor, según sus diversas magnitudes – aunque cada mercancía, en particular, también posea una parte proporcional de capital variable, capital constante y plusvalor, que se realizaría en su venta.

Análogamente, para los sectores globales de la producción, I y II, la masa de mercancías que se producen se puede dividir según las respectivas proporciones de capital constante, variable y plusvalor que empleen. Indudablemente, esta proporción variará entre distintos capitales, pero se considera un promedio de la totalidad de los capitales existentes en uno y otro sector.

La gráfica A.1 muestra de manera esquemática la circulación mercantil entre los dos sectores de producción, divididos internamente según la porción de su producto que representa capital variable v , plusvalor pv y reposición de capital constante c .

Gráfica A.1 Reproducción simple, esquema básico



Se denominan a las porciones del producto social según su sector (I o II) y según la porción que representen dentro de él, de capital constante, capital variable o plusvalor, respectivamente: I_c , I_v , I_{pv} ; II_c , II_v , II_{pv} . Dada la distinción funcional cualitativa entre cada una de estas magnitudes de valor, las siguientes igualdades básicas, ilustradas en la figura A.1, son requisitos para una circulación sin destrucción de valor:

- $I = I_c + II_c$. La totalidad del capital constante reproducido en un año equivale al capital constante empleado en el sector I, más el capital constante empleado en el sector II.
- $II = I(v + pv) + II(v + pv)$. La totalidad de los medios de consumo equivale a aquellos que consumen los obreros y los capitalistas del sector I, más aquellos que consumen los obreros y capitalistas del sector II.
- Los trabajadores y capitalistas del sector I deben comprar sus medios de consumo a los capitalistas del sector II; a su vez, los capitalistas del sector II deben adquirir medios de producción de los capitalistas del sector I. Bajo el supuesto de que no hay crédito o, equivalentemente, que toda deuda se anula dentro del periodo en cuestión, todo el valor que adquieren los capitalistas en II en dinero para pagar I_c debe provenir de los adelantos de dinero que realiza I para adquirir producto de II. De manera directa, los capitalistas en I gastan I_{pv} en producto de II, y de manera indirecta, los trabajadores de I gastan su salario, I_v , en producto de II. Por lo tanto tenemos: $I(v + pv) = II_c$.

Por otro lado, $II(v + pv)$ circula dentro de sí mismo, puesto que los salarios y las ganancias de los trabajadores de II se gastan en medios de consumo.

Queda aún por explicar la realización del capital constante del sector I_c . En la reproducción simple, todos los medios de producción, producidos durante una jornada laboral social, repondrían el

desgaste y consumo de medios de producción. Dado que el resto de las partes componentes del producto social anual ya han sido realizadas en actos de compraventa, no le queda más remedio a esta parte del producto que circular dentro de sí misma. Además, por su propio valor de uso, el producto Ic está destinado a entrar al consumo productivo, pero II ya ha repuesto la totalidad de su capital constante, y por tanto Ic tiene que entrar en el consumo productivo del sector I; es decir, que debe realizarse en intercambios dentro de su propia categoría.

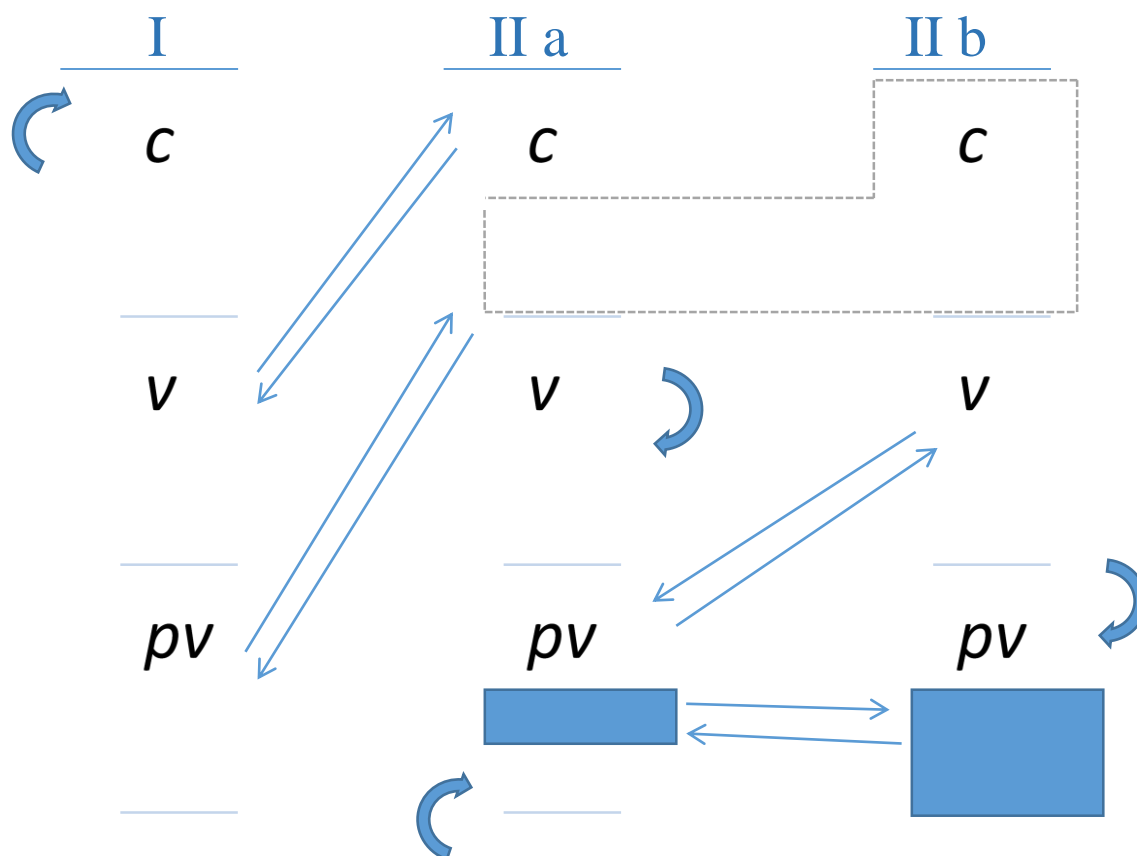
Cualitativamente, todo el producto de I consiste en medios de producción, que reponen los medios de producción desgastados durante la jornada laboral social en curso, y transmiten el valor del capital constante heredado de periodos anteriores al nuevo producto. La totalidad del valor de Ic, sin embargo, no fue producido durante la jornada laboral social, equivalente en magnitud a $I(v + pv) + II(v + pv)$, sino en periodos previos. El valor de Ic se transmite a los medios de producción finales, intercambiados durante el periodo en cuestión, entre capitalistas pertenecientes al sector I. En el capitalismo desarrollado, con una composición orgánica de capital considerable, la porción del producto social que representa Ic será la mayor – esta parte representa valor que se reproduce en el producto social en valores de uso transformados, pero que como valor se hereda de periodos de producción anteriores, donde forzosamente tuvo que haber acumulación de capital.

Para propósitos de acotar el papel de la reproducción simple, enfatizamos que ha salido a la luz aún otro supuesto fundamental, ya señalado por Luxemburgo (1913): la reproducción simple presupone como condición necesaria un periodo previo de reproducción ampliada, en el que se formase la gran masa de medios de producción de Ic que se recrean o se conservan de año en año pero que la misma reproducción simple no puede generar. Como se ha señalado, la reproducción simple no solamente presupone un periodo previo de reproducción ampliada, sino que además nunca se presenta en forma pura, sino acaso como proceso subyacente y meramente transitorio: la reproducción *real* de capital no existe sin acumulación de capital.

Desglose de la circulación en II

El esquema de reproducción simple se puede desagregar considerando dos subsectores de II: a) el que produce medios de producción necesarios, en el sentido en que entran en el consumo de la clase trabajadora y que, por su naturaleza o por su mera costumbre, han llegado a ser necesarios en el consumo de la población; y b) el que produce medios de producción suntuarios, que entran solamente en el consumo de la clase capitalista. Se denotan por IIa y IIb, respectivamente.

Gráfica A.2 Reproducción simple, esquema con consumo diferenciado



En sus rasgos generales, la reproducción se desarrolla según el diagrama en la figura A.2:

- Iv* se intercambia por una fracción de *IIa(c)*, mediada por el pago y consumo de salarios
- Ipv* se intercambia por la parte restante de *IIa(c)* y por la totalidad de *IIb(c)*
- IIa(v)* se intercambia por el valor equivalente al valor de la fuerza de trabajo empeñada en *IIa*
- Una fracción de *IIb(v)* se vende a los capitalistas de *IIa* por una fracción del monto *IIa(pv)*
- IIa(pv)* se realiza parcialmente en el salario de los trabajadores de *IIb*
- Una fracción de *IIa(pv)* se realiza en sí misma (los capitalistas también necesitan medios de sustento)
- Una fracción de *IIb(pv)* también se realiza en sí misma, en el consumo suntuario de los capitalistas del sector *IIb*
- Las fracciones restantes de *IIa(pv)* y *IIb(pv)* se intercambian recíprocamente por montos equivalentes.

El esquema podría hacerse arbitrariamente más complejo, incorporando distintos niveles de consumo, estratificación de los mercados de consumo, y un sinnúmero de consideraciones, pero con ello no se arribaría a una mejor comprensión del problema general, que es la reproducción del capital social y las posibilidades de interrupción en su circulación.

Lo que hasta ahora se ha expresado como el intercambio entre distintos sectores de la producción social, no son sino el resultado de múltiples actos individuales de intercambio. En todo este proceso, se supone que el papel del dinero como medio de circulación y como expresión de valor se mantiene constante, y que está disponible en distintos puntos de la circulación de manera que se puedan facilitar satisfactoriamente todos estos actos de intercambio.

Capital fijo

Distintos medios de producción tienen distinta duración y pueden fungir durante una o más rotaciones de capital para los capitalistas de II que los consumirán productivamente. Hasta ahora se ha supuesto que todo el capital constata es capital circulante, pero debe poder explicarse también la reposición de capital fijo. Dado que Ic se realiza dentro de sí mismo, se considera particularmente la reposición de capital fijo en el intercambio entre Ic y $I(v + pv)$.

Sea A un capitalista en II que debe ahorrar valor en forma monetaria, a fin de que después de determinada cantidad de años pueda reponer en especie el capital fijo que se le haya desgastado hasta el punto de que requiera reposición. Esta reposición la realiza A comprando a los capitalistas de I su capital fijo desgastado. Sin embargo, se presenta un problema: si A acumula dinero, entonces vende medios de consumo a I sin comprar a su vez medios de producción. Entonces habría una sobreproducción en $I(v + pv)$, pues una parte del producto anual no se puede realizar en ventas a II. Ya que se abstrae el papel del crédito, no se puede suponer que un capitalista consume sin adquirir dinero por medio de la venta de mercancías durante el año en curso, y que otro vende sin comprar, atesorando una parte de su ganancia.

Este problema tiene varias posibles soluciones esquemáticas. La primera es que los productores de capital fijo en I tengan un fondo de consumo lo suficientemente amplio como para seguir adquiriendo de Ic medios de consumo por varios años, sin vender a cambio su propio producto, hasta que A finalmente adquiera capital fijo que reponga todo ese valor desembolsado a lo largo de los años en medios de consumo. La introducción del crédito posibilitaría este flujo sin necesidad de atesoramiento. Sin embargo, en última instancia no exime de la obligación de que todo consumo se valide con la venta de un valor de cambio equivalente.

La solución que plantea Marx (1885) es más elegante y no depende de atesoramientos tan abultados, pero es también más restrictiva. Consiste sencillamente en que durante el año en curso una parte de los capitalistas en II estén aun acumulando fondos para reponer su capital fijo, mientras que otros desembolsan sus fondos acumulados para reponer su capital fijo en especie. De este modo el dinero que no refluye a I por el atesoramiento de algunos capitalistas en II, que se abstienen de adquirir de I el equivalente del valor que le han vendido, es compensado por las compras que realiza otro grupo de capitalistas en II, quienes gastan en exceso para reponer capital fijo desgastado durante años previos, comprándoles a los capitalistas de I un valor bastante mayor al que le venden ese año. Unos compran sin vender mientras que otros venden sin comprar. Para que se dé la reproducción simple, los dos procesos se deben compensar exactamente: el monto de valor que unos capitalistas de II le venden a I sin comprar debe coincidir con el monto de valor que los otros capitalistas de II le compran a I sin venderle nada a cambio, durante el año en curso y en cada año. Se arriba así a una restricción adicional de la reproducción simple.

Cabe decir que, en los esquemas, Marx (1885) no retoma la reposición de capital fijo para la reproducción ampliada, pero el mismo recurso se puede aplicar de manera directa. Sin embargo, quedaría pendiente resolver si en la acumulación ampliada existen otras formas de resolver la reposición de capital fijo. Aunque no carezca de interés en sí misma, esta cuestión es mayormente irrelevante para los objetivos del presente trabajo. Como se verá en breve, dicha cuestión es subsumida por el papel del crédito.

Reproducción ampliada

El esquema de reproducción ampliada supone que, cada año, una parte del plusvalor es capitalizado para ampliar la producción.

Para hacer esta acumulación congruente con los supuestos mencionados en el comienzo de este capítulo, es necesario comenzar con proporciones distintas de las partes integrantes del producto social de las que se supusieron para la reproducción simple. Si se parte del esquema de reproducción simple y se supone, adicionalmente, que los capitalistas del sector II, por ejemplo, capitalizan una parte de su plusvalor, se presentarían algunas dificultades. Para que un capitalista A del sector II capitalice una parte de su plusvalor, en primer lugar, tendría que acumular valor en forma dineraria, sin adquirir con él medios de consumo – para después invertirlo en capital constante. Esto dejaría varado una parte de los fondos de consumo Ipv, en manos de otros capitalistas, en su forma mercantil, e impediría la mera reproducción simple de ese capital. Por otro lado, una vez acumulado un monto de valor en forma dineraria, A tendría que encontrar disponible en el mercado una masa adicional de medios de producción cuyo valor de uso les haga adecuados para entrar en la producción de II y, en particular, de A. Por lo tanto, I tendría que aumentar su producción de tal manera que fuera posible arrojar al mercado una cantidad adicional de mercancía destinada al consumo productivo del sector II. Es decir, tendría que darse una acumulación simultánea en el sector I. Pero, entonces, el mismo problema se presentaría dentro del sector I: un capitalista B del sector I tendría que vender una parte de su producto a capitalistas en II, sin retirar de la circulación una parte equivalente en valor de medios de consumo. Entonces, se quedaría varada, una vez más, una parte del producto mercantil de II, impidiendo nuevamente la mera reproducción simple de esta parte del capital social.

Como acertadamente señala Luxemburgo (1913, capítulos 7 y 9), Marx no resuelve este problema, que él mismo plantea (1885, pp. 196-211), pero el problema no es tan general como quiere ver Luxemburgo. En realidad, el crédito permite a los capitalistas mantener su consumo mientras realizan inversiones nuevas en capital, que esperan sean validadas en ventas posteriores: la capitalización no implica estancamiento en la circulación previamente establecida ni la inversión requiere de atesoramiento previo equivalente. Sin embargo, dicha solución nos saca del marco conceptual de los esquemas, en el que se abstrae del crédito. En los esquemas, no se explicita una transición lógica de un estado de reproducción simple a uno de reproducción ampliada, como tampoco entre distintas trayectorias de reproducción ampliada (con diferentes tasas de inversión). Simplemente son ‘estados de equilibrio’ aislados. La transición entre ellos no es tema de investigación en Marx (1885).

No obstante, en el esquema general de reproducción ampliada de capital no hay un problema permanente de la realización de una parte del plusvalor global, como plantea Luxemburgo (1913). Los esquemas de reproducción ampliada son consistentes dentro de sus propios supuestos, si bien

parten de condiciones iniciales distintas. Se sitúan en otra situación hipotética, donde la composición del capital social es sustancialmente distinta. Marx no explica cómo se transita de una composición a otra dentro de la lógica de los esquemas, sino que se limita a explicar cómo, una vez situados en la nueva configuración, es posible la reproducción ampliada del capital social, de manera coherente con todos los supuestos relevantes.

Pudiera ser, incluso, que la transición entre un estado de reproducción simple y un estado de reproducción ampliada no fuese posible dentro de los supuestos en que se desarrollan los esquemas. Esto no contravendría la consistencia interna de cada uno de los esquemas por separado, pero sí recalcaría que su función no es explicar la dinámica evolutiva de la acumulación: las transiciones se darían por mecanismos externos a los supuestos en que se desarrollan los esquemas, tales como crisis, auges productivos, revoluciones de valor, destrucción de capitales, o simplemente la intervención del crédito.

Cabe enfatizar que la dificultad señalada ilustra la importancia del crédito en la acumulación de capital, pues éste facilitaría la acumulación simultánea en los sectores I y II en espera de que el producto mercantil se realice en actos de compraventa y con ello se restituyan las deudas adquiridas. Puesto que no es el objetivo formalizar este proceso, baste aquí hacer algunas observaciones sobre la reproducción ampliada.

La nueva configuración esquemática que permite una reproducción ampliada de capital social, de manera coherente y respetando los respectivos supuestos, es como sigue:

- a) El producto total de la sección I es mayor que el capital constante de los sectores I y II;
 $I > I_c + II_c$.
- b) El producto del sector II, por el contrario, es menor que la suma de capital variable y plusvalía de ambos sectores; $II < I(v + pv) + II(v + pv)$
- c) El producto neto anual de la jornada laboral social del sector I tiene un valor mayor al capital constante que requiere el sector II, pero menor al valor del capital constante utilizado más el plusvalor apropiado en el sector II;
 $II(c + pv) > I(v + pv) > II_c$.

Bajo estos supuestos, es posible trazar una ruta de acumulación. Supóngase, siguiendo a Marx (1885), que el sector I capitaliza una fracción k de su plusvalor (Marx toma $k=1/2$); en este caso, el sector II sigue los pasos de la acumulación del sector I, como señala Luxemburgo (1913, p. 85). El plusvalor que el sector I convierte en capital nuevo consiste en capital variable y capital constante. Ya que se supone una composición orgánica de capital invariante, por cada unidad de capital invertida se invierte x en capital variable y y en capital constante, con

$$x + y = I.$$

Entonces, se tiene que $x * k * Ipv$ se invierte en Iv , y que $y * k * Ipv$ se invierte en Ic . La segunda inversión es un intercambio de mercancías ya existentes entre los capitalistas de I; la primera es un desembolso adicional en salarios, que sin embargo requiere la existencia en el mercado de medios de subsistencia por un monto equivalente de valor. Ya sea que aumente la jornada laboral de los trabajadores existentes, o que se contraten trabajadores del ejército industrial de reserva, se parte del supuesto de que los salarios se gastan en medios de subsistencia, y a un aumento de salarios tendría que corresponder un aumento equivalente en el fondo de consumo que produce II y, en particular, IIa.

Es ahí donde el sector II ‘sigue los pasos’ del sector I. Dado que $I(v + pv)$ es mayor que IIc , se consideran tres casos: a) tras la capitalización de la fracción k de Ipv , lo sigue siendo; b) tras la capitalización de la fracción k de Ipv , $I(v + pv) = IIc$; y c) tras la capitalización de la fracción k de Ipv , $I(v + pv) < IIc$.

En el primer caso, se tiene que una parte de $IIpv$ debe capitalizarse en IIc para satisfacer la demanda de bienes de subsistencia para el nuevo monto salarial de I (para los nuevos obreros contratados).

La capitalización de una parte de $IIpv$ implica una mayor compra de medios de consumo producidos en I (y que de hecho ya estaban en el mercado, pues el valor de la jornada anual de I excedía IIc), pero también requiere de fuerza de trabajo que ponga en movimiento ese capital constante. Entonces un monto adicional de Ipv deberá ser capitalizado en salarios, equivalente a la fracción x del monto original. Sobre esta base el producto del año entrante será mayor en ambos sectores, dada la capitalización en ambos de ellos.

En el segundo caso, después de capitalizar $k * Ipv$, no es necesario que II capitalice una parte de su plusvalor, pues ahora son iguales los montos de valor de los medios de producción que necesita adquirir, y el de los medios de consumo que exigen los trabajadores y capitalistas del sector I. El siguiente año, si el sector I continúa acumulando capital, se verificaría entonces una producción incrementada en el sector I, pero no en el sector II; con ello estaríamos para el siguiente año dentro del primer caso. En caso contrario, de frenar el sector I la acumulación de capital, se podría arribar a un estado de reproducción simple.

En el tercer caso, una vez capitalizado $k * Ipv$, tendríamos que II no puede vender una parte de su producto contenido en IIc , pues los salarios desembolsados en I y la plusvalía apropiada en I son insuficientes para absorber el abasto de IIc . “Esto significaría una superproducción en II, que sólo podría compensarse mediante un gran crac que hiciese pasar capital de II a I” y con ello nos situara en uno de los dos casos anteriores (Marx 1885, p. 234). En otras palabras, el tercer caso nos saca de los supuestos dentro de los cuales se desarrollan los esquemas de reproducción.

Lo anterior nos explica por qué la acumulación en el sector I precede, o al menos es simultánea, a la de II. Capitalizar una fracción de Ipv sólo es posible porque el sector I produce medios de producción, y no es necesario intercambiar $k * Ipv$ con el sector II, antes de capitalizarlo en la producción del sector I. Suponemos que esta fracción del sector I es propicia de entrar en el consumo productivo tanto del sector I como del sector II, o en su defecto que no exigiría grandes cambios modificar el valor de uso de ese producto, a manera que entrara en el consumo productivo del sector I. Por eso es posible capitalizar una fracción arbitraria de Ipv , sin necesidad de intercambiarla por un equivalente en II. Por ello se puede suponer que $II(c + pv) > I(v + pv) > IIc$. La primera desigualdad posibilita que $I(v + pv)$ pueda realizarse capitalizando la parte necesaria de $IIpv$; la segunda posibilita la expansión de capital en II.

Pero, a la inversa, no se puede suponer que $IIc > I(v + pv)$, porque IIc sólo puede realizarse mediante intercambio con $I(v + pv)$, y esto nos deja en la situación de superproducción anteriormente descrita.

Lejos de representar una dinámica realmente existente en la reproducción de capital, lo esquemas permiten tener una noción más precisa de los alcances de un problema “intrínseco” de demanda para la reproducción de capital. En síntesis, el capital tendría la capacidad de crear toda la demanda necesaria para su propia reproducción, pero sólo suponiendo una serie de condiciones que son más

bien arbitrarias en el curso de la acumulación realmente existente. Dichas condiciones son trasgredidas de manera sistemática en el modo capitalista de producción, al grado de que la destrucción recurrente de una fracción del valor producido en una jornada laboral social es parte del curso normal de una economía capitalista, tanto en periodos de auge como en recesión.

Apéndice B. Teoría de las crisis por sobreacumulación relativa de capital

No se producen demasiados medios de producción para ocupar a la parte de la población capaz de trabajar; por el contrario. En primer lugar, se produce una parte demasiado grande de la población que de hecho no es capaz de trabajar, que por sus circunstancias se ve reducida a la explotación del trabajo ajeno o a ejecutar trabajos que sólo pueden considerarse tales dentro de un modo miserable de producción. En segundo lugar no se producen suficientes medios de producción como para que toda la población capaz de trabajar pueda hacerlo bajo las condiciones más productivas, es decir como para que su tiempo absoluto de trabajo resulte abreviado por la masa y la eficiencia del capital constante empleado durante el tiempo de trabajo.

Pero periódicamente se producen demasiados medios de trabajo y de subsistencia como para hacerlos actuar en calidad de medios de explotación de los obreros a determinada tasa de ganancia. Se producen demasiadas mercancías para poder realizar el valor y el plusvalor contenidos o encerrados en ellas, bajo las condiciones de distribución y consumo dadas por la producción capitalista y reconvertirlo en nuevo capital, es decir para llevar a cabo este proceso sin explosiones constantemente recurrentes.

No se produce demasiada riqueza. Pero periódicamente se produce demasiada riqueza en sus formas capitalistas, antagónicas.

Marx (1894, p. 331)

La sobreacumulación relativa de capital¹⁸¹ (Marx 1894, pp. 323-324) es consecuencia de la dinámica de acumulación descrita en la *ley general de acumulación capitalista* (Marx 1867). A saber, la búsqueda de rentabilidad (motivo específicamente capitalista de la producción) y la competencia entre capitales imponen incrementos en los montos de capital a ser adelantados y, al mismo tiempo, incrementos en la proporción de capital constante frente al capital variable; ello redundará en un incremento en la masa de valores de uso producidos, y simultáneamente una pérdida tendencial en el poder adquisitivo de la clase trabajadora, a veces en términos absolutos, pero siempre en términos relativos como porción del producto social. Con la creciente composición orgánica de capital (razón de capital constante a capital variable), la acumulación de capital desarrolla para sí un ejército industrial de reserva que sirve para absorber las oscilaciones en la demanda de fuerza de trabajo y para mantener un nivel salarial que satisfaga las necesidades de valorización del capital existente.

Otra implicación central de este proceso es una creciente dificultad para la valorización de capital, de cara a la decreciente porción de trabajo vivo impregnado durante cada jornada laboral social, frente al trabajo previamente acumulado y materializado en medios de producción, y que se busca que transfieran su valor al producto final para reproducirle *como capital*.

Por ello, la *ley general de acumulación capitalista* está íntimamente emparentada con la *ley general de la caída tendencial de la tasa de ganancia*, que explica la necesidad de crisis en el

¹⁸¹ Para evitar confusiones, valga la aclaración de que por sobreacumulación relativa de capital se apela al término original de Marx y no al término tal y como lo emplea la llamada teoría subconsumista de la crisis, proveniente de la teoría de Baran y Sweezy del Capital Monopolista de Estado. Para una apreciación crítica sobre la relación entre esta escuela y la teoría del valor de Marx, ver Weeks (2015), quien hace un señalamiento preciso y conciso de incompatibilidad entre las dos teorías.

modo capitalista de producción, como resoluciones temporales a los problemas de rentabilidad que genera el capitalismo *por su propio desarrollo*.

La sobreacumulación relativa de capital, consecuencia de esta ley, es una situación en la que la masa de plusvalor producida por la masa de capital en existencia es igual o mayor que la que produciría una masa incrementada de capital. Si se expresa la masa de plusvalor anual como función de la masa de capital en existencia, se tendría en este caso

$$pv(C + \Delta C) \leq pv(C)$$

donde ΔC es el incremento en la masa de capital.

En otras palabras, se tiene sobreacumulación de capital cuando cualquier acumulación adicional, en lugar de producir una mayor masa de plusvalor, produce la misma masa que antes, o incluso una menor.

¿Cómo es que se produce semejante situación? Se pueden delimitar dos procesos básicos, con sus respectivos mecanismos, mediante los cuales la propia acumulación de capital conduce a este resultado, y ambos tienen que ver con el desarrollo de fuerzas productivas bajo un eje específicamente capitalista, y el aumento en la composición orgánica media de capital que ésta conlleva. Sin embargo, el primero de los dos procesos expuestos a continuación es el proceso fundamental, por razones que serán señaladas en breve.

Primer proceso: Disminución en la producción de plusvalor

Si la motivación específicamente capitalista para producir valores de uso es la producción de plusvalor, cualquier capital que no consiga valorizarse a una tasa satisfactoria deviene en improductivo, desde el punto de vista de la función social del capital. La *ley general de la caída tendencial en la tasa de ganancia* no implica automáticamente que el capital deje de valorizarse. De hecho, los periodos de acumulación más vigorosa son también los periodos de mayor disminución en la tasa de ganancia. En estos periodos, la caída en la *tasa* de ganancia se compensa con el aumento en la masa de capital, de manera que la *masa* de ganancia sigue en aumento. La sobreacumulación de capital sucede cuando incluso la *masa* de ganancia deja de aumentar con una mayor acumulación de capital. Sin embargo, antes de ello puede surgir una ralentización en la acumulación de capital, cuando la *masa* de ganancias no aumenta a un ritmo satisfactorio para la masa de capitales existente.

Ahora bien, ¿por qué existiría una situación tal, que una mayor acumulación disminuiría la tasa de ganancia más allá de lo que puede compensar con una mayor masa de capital, disminuyendo incluso la *masa* de ganancias? Aquí caben dos posibilidades.

i) Disminución neta del trabajo vivo impregnado durante la jornada laboral social.

La primera y más evidente es que la composición orgánica de capital aumente a tal grado, que el trabajo vivo gastado en cada ciclo productivo disminuya, no solamente en términos relativos, con relación al capital constante que pone en movimiento, sino también en términos absolutos. Se estaría hablando de un desarrollo de fuerzas productivas tal, que cualquier acumulación significativa adicional amenazaría con desplazar, a través de un aumento adicional en la productividad del trabajo, más fuerza de trabajo que aquella que emplearía en la expansión.

ii) Disminución del trabajo excedentario (correspondiente a producción de plusvalor) frente al trabajo necesario (que repone valor de la fuerza de trabajo) en la jornada laboral social, que induce una disminución neta del plusvalor.

Una segunda posibilidad es que la situación sea tal, que un aumento adicional en el monto de capital en funciones induzca un nivel salarial mayor, debido a la competencia entre capitales por atraer fuerza de trabajo. Con esto disminuiría la tasa anual de plusvalor y la tasa de ganancia, por encima de la disminución inducida por el mero incremento en la composición orgánica de capital. Tomando como supuesto que la misma población obrera se mantiene ocupada y con la misma jornada social, antes y después de la acumulación descrita, el resultado final sería una masa menor de plusvalor, dado que la parte de la jornada social correspondiente al tiempo de trabajo necesario para la reposición de la fuerza de trabajo ha aumentado, a costa del tiempo de plustrabajo.

¿Bajo qué circunstancias es plausible este segundo mecanismo? No se está hablando de una situación de pleno empleo, como en la teoría de Keynes (1936), quien describe un mecanismo similar de disminución de las ganancias al disminuir la “escasez relativa” de capital frente al trabajo.¹⁸² En la situación que aquí se señala, hay exceso de capital al mismo tiempo que hay un exceso de población. En efecto, la *ley general de acumulación de capital* explica que la existencia permanente de una población excedentaria es una necesidad productiva del capitalismo (Marx 1867). Sucede que una porción de los capitales en pie es rentable sólo a una tasa determinada de plusvalor que, al disminuir, impide su valorización.

En este contexto, resulta necesario mantener a una sobrepoblación relativa que permita mantener un nivel salarial de acorde con la necesidad de valorización del capital existente. Un aumento en la acumulación que reduzca el ejército industrial de reserva e induzca mayor competencia entre capitales por atraer fuerza de trabajo puede socavar estas condiciones, sin que ello implique un estado de ‘pleno empleo’ ni mucho menos.

Mientras más acelerado sea el incremento en la composición orgánica de capital, más necesario será para el capital en movimiento mantener una alta tasa de plusvalor, como mecanismo de compensación contra la caída en la tasa de ganancia. Ya sea por medio del abaratamiento de la canasta de consumo de la clase trabajadora, consecuencia de la mayor productividad del trabajo; o bien, ya sea mediante reducciones en el salario real de los trabajadores, la clase capitalista

¹⁸² En realidad, tal concepción la retoma Keynes de quienes llama “los clásicos”.

buscará imponer incrementos en la tasa de plusvalor como mecanismo de ajuste. En la medida en que este objetivo resulte exitoso, la acumulación podrá prolongarse coyunturalmente, más allá de lo que sería posible sin aumentos en la tasa de plusvalor.

Sin embargo, hay límites evidentes para la extensión de la tasa de plusvalor como mecanismo de ajuste. Además del límite absoluto de la jornada de 24 horas y los límites convencionales en torno a la reglamentación y regulación de la jornada laboral, las condiciones de trabajo y el salario social, la creciente composición orgánica de capital implica también que los cambios en la tasa de plusvalor tendrán menores efectos sobre la tasa de ganancia, dado que el capital variable es una porción menor del capital productivo total adelantado.

A todo lo anterior, es importante señalar que la categoría de capital variable relevante es la que se adelanta para adquirir trabajo productivo, es decir trabajo asalariado que produce mercancías y por lo tanto plusvalor. Como se señala en el tercer capítulo, la distinción entre trabajo productivo e improductivo cobra relevancia en la interpretación de la tendencia al estancamiento y crisis recurrentes en las economías centrales, según se vuelve legible por medio de las categorías de sus cuentas nacionales (ver, p. ej. Carchedi y Roberts 2009).

Segundo Proceso: Desajuste permanente de demanda por amortización de capital fijo

Puesto que el fin del capital no es la satisfacción de las necesidades, sino la producción de las ganancias, y puesto que sólo logra esta finalidad en virtud de métodos que regulan el volumen de la producción con arreglo a la escala de la producción, y no a la inversa, debe producirse constantemente una escisión entre las restringidas dimensiones del consumo sobre bases capitalistas y una producción que tiende constantemente a superar esa barrera que le es inmanente.

Marx (1894, p. 329)

Como consecuencia de la creciente concentración de capital –concentración de mayor masa de capital y fuerzas productivas bajo un mismo proceso productivo–, aumenta la escala de producción, y cualquier adelanto de capital –especialmente capital fijo (ver Marx 1894, capítulo XIII)¹⁸³ – exige una producción masiva, progresivamente mayor, de valores de uso, y de valor, que justifique la inversión inicial. Por otro lado, los adelantos que corresponden a capital variable son menores en proporción al capital global adelantado, y por lo tanto el valor que puede ser realizado en el consumo de la mayor parte de la población –la clase trabajadora–, es progresivamente menor con relación al valor del capital constante fijo que debe ser adelantado para toda nueva empresa que busque conseguir una productividad media. Algo similar sucede con la masa de plusvalor susceptible de ser consumida en rédito por los capitalistas, puesto que la composición orgánica impone una caída en la tasa de ganancia, y puesto que hay exigencias mayores sobre cualquier inversión productiva. En conjunto, lo anterior supone un problema para la acumulación de capital por dos razones.

¹⁸³ Harvey (1982) enfatiza la pertinencia de los grados de “fijación” del capital en el tiempo y el espacio, haciendo de ello un concepto central en su explicación de las crisis capitalistas.

a) Se extiende el tiempo de rotación del capital

Con una creciente predominancia del capital constante y, particularmente, del capital fijo en el producto social, crecen los tiempos de rotación del capital y, con ello, disminuye la tasa anual de ganancia. Con ello, se acentúa la tendencia a la sobreacumulación de capital.

Debido a la creciente productividad del trabajo, una misma inversión en capital fijo transfiere su valor a una creciente cantidad de valores de uso y, para ser amortizada, debe de aguardar más tiempo a ser consumida. En su defecto, se destruye una porción del valor de ese capital fijo, puesto que no transfiere su valor al producto final realizado en ventas.¹⁸⁴

Para abreviar el tiempo de rotación, el capital procurará acortar el tiempo en el que se transfiere el valor del capital fijo a las mercancías finales, aumentando el precio de su producto. Estos intentos tienen límites impuestos por la competencia entre capitales y por la demanda solvente de una jornada laboral social que, como porción del producto anual social, va a la baja (debido a la creciente porción de capital constante en el producto). Más aún, en la medida en que resulten exitosos, estos mecanismos de ajuste pueden ser entendidos como un aumento en los costos de subsistencia y por ello, una reducción en el salario real. Con ello, se solventa temporalmente un primer problema, pero a costa de agravar el segundo.

b) Sistemática y creciente ruptura de las proporciones “armónicas” de reproducción ampliada

En términos llanos, las nuevas empresas generan una demanda, por pagos y adelantos de capital constante, por un valor menor a aquél que arrojan a la circulación. Más formalmente, los esquemas de reproducción (Apéndice A) muestran que, para una reproducción ampliada de capital sin destrucción ni desvalorización de capitales, se requiere de una determinada relación entre el capital variable y el capital constante capitalizado en cada periodo de reproducción. Dicha relación, que por regla general no se satisface en la acumulación real de capital, puede diferir más o menos de la realidad, imponiendo un mayor o menor grado de destrucciones y desvalorizaciones de capital.¹⁸⁵ No hay razón alguna para suponer que la división del ingreso social, determinada en gran medida por las tensiones entre las exigencias de las clases sociales, coincida con las proporciones técnicas que requiere la producción de valores de uso cualitativamente destinados a formar parte del salario, del plusvalor gastado en uso suntuario, o del plusvalor a ser capitalizado en acumulación.

Cuando la acumulación de capital difiere enormemente de las relaciones armónicas de reproducción, arroja una masa de mercancías por un valor excedentario por encima del que se puede realizar en ventas y completar el ciclo de reproducción. Por otro lado, cuando la escala de

¹⁸⁴ Algo similar sucede cuando el capital fijo existente deviene obsoleto por innovaciones técnicas. Por ello, el cálculo de mediante cuántos valores de uso se debe realizar el valor del capital fijo, se basa en estimaciones de la duración de determinado método productivo como método vigente de productividad mayor o igual a la media (Marx 1867). En todo esto hay un gran elemento de incertidumbre, como bien señala Keynes (1936).

¹⁸⁵ En Estados Unidos, Shaikh (2015) estima que el 70 por ciento de las empresas se van a la quiebra.

producción está condicionada por las necesidades técnicas de productividad, crónicamente arroja los niveles de producción por encima de lo que una reproducción armónica requeriría, y por otro lado tampoco podría ajustarse adecuadamente la acumulación real a las proporciones que respetan la reproducción armónica de los valores. Se trata, en otras palabras, de una tendencia estructural a la crisis de desproporcionalidad, gestada y acentuada por la misma acumulación de capital.¹⁸⁶

En lo que respecta al capital fijo, los esquemas de reproducción dejan entrever que su amortización impone condiciones a la reproducción que son más bien restrictivas. En ausencia de crédito, lo que la amortización del agregado de capital fijo supondría para la reproducción de capital sería la condición arbitraria de que lo que, en un periodo, unos capitalistas ahorran para la renovación de su capital fijo, reduciendo su demanda de mercancías, otros lo gastan, usando para ello fondos acumulados de periodos previos y excedentarios por sobre su producción mercantil del periodo en curso. Para evitar desvalorizaciones de capital, ambos procesos tendrían que compensarse exactamente (ver Apéndice A).

La existencia de crédito flexibiliza estas compensaciones, de manera que los gastos excedentarios de un capitalista durante un periodo pueden ser compensados con ahorros en periodos posteriores, sin que se requiera una compensación por parte de otros capitalistas durante el periodo en curso. Sin embargo, si la generalidad de capitales aumenta o repone sus acervos de capital fijo por ciclos más o menos nítidamente distinguidos, bien puede darse el caso en el que el valor de la jornada laboral social (el valor de la fuerza de trabajo más plusvalor producido en un periodo) sea insuficiente para hacer circular los medios de consumo producidos durante el periodo en cuestión, considerando el sobrecargo que implica la amortización del capital fijo. Si el desajuste es ocasional, bien podría ser cubierto con mecanismos crediticios o redistributivos (p. ej. por medio de política fiscal), pero si el desajuste se acumula a lo largo de varios periodos productivos, la desvalorización de capital fijo en busca de amortización es latente. Con ello, se agrava la tendencia a la sobreacumulación de capital, puesto que una mayor acumulación de capital amenaza con desvalorizar una parte significativa del capital acumulado existente. En ausencia de una destrucción de capital correspondiente, el resultado sería una tendencia al estancamiento.

La relevancia del mecanismo descrito ha sido analizada con datos del último siglo, particularmente por autores interesados en los ciclos de la coyuntura económica (Mandel 1972, 1980a). El propio Marx (1867) asoció los ciclos de inversiones en Inglaterra que surgieron de la Revolución Industrial, con los ciclos de renovación y obsolescencia del capital fijo, aproximadamente de 10-15 años. Si bien la existencia de ciclos de destrucción de capitales asociadas a las inversiones en capital fijo no son equivalentes a una tendencia general y prolongada al estancamiento económico, tal y como la que se pretende explicar en este trabajo y que inicia a partir de la década de los setenta, es un factor relevante por dos razones: a) la predominancia de capital constante sobre el capital variable, y del capital fijo frente al capital circulante, ha cobrado niveles mayores en el capitalismo de la posguerra, a aquellos que se observaron en tiempos de Marx, de manera que el problema se acentúa y puede explicarse una prolongación de los ciclos de ajuste; pero de manera

¹⁸⁶ Harvey (1982) expone ideas fecundas en torno a la necesidad de tasas de innovación técnica, ritmos de rotación y tasas de explotación que sean armónicas entre sí y que permiten la reproducción de capital, en cuya ausencia se suscitarían crisis de mayor o menor envergadura. Desafortunadamente, reduce la teoría de las crisis de Marx a una teoría de la desproporción.

más notoria para el presente trabajo; b) uno de los rasgos centrales de la llamada financierización de la economía global es que expande los mecanismos de emisión de deuda en una escala sin precedente en la historia del capitalismo, de manera que se pierde recurrentemente el referente básico con la rentabilidad *real* del capital, y con ello se inhibe la destrucción de capitales que sería necesaria para renovar el ciclo de inversiones en capital fijo.

El desajuste permanente entre demanda solvente y capacidad productiva instalada, señalado en esta sección, está enmarcado dentro del incremento de la composición orgánica de capital, y corre en paralelo a la caída tendencial en la tasa media de ganancia. Es, en este sentido, un factor agravante de mayor o menor magnitud, puesto que, *además* de que la porción de trabajo vivo creador de plusvalor disminuye frente al capital constante que pone en movimiento, una parte del valor contenido en el capital constante está destinado a no realizarse, castigando con ello el margen de ganancia capitalizable.

La tendencia de la tasa de ganancia a caer no tiene una expresión mecánica en respuesta a incrementos en la composición orgánica de capital, sino que esta mediada por una serie de factores que atenúan y revierten parcialmente su expresión. Las más relevantes se detallan a continuación.

Contratendencias a la caída tendencial de la tasa de ganancia

No toda competencia asume la forma de desarrollos técnicos que liberan fuerza de trabajo y aumentan la masa de capital constante con relación al capital variable. También hay otros elementos en la competencia capitalista que no generan, al menos de manera directa, un aumento en la composición orgánica de capital. Hay formas de extracción de plusganancia¹⁸⁷ que no se reducen a aumentos de productividad mediante una mayor composición orgánica de capital, y que subsisten y se desarrollan en el capitalismo avanzado (Mandel 1972)¹⁸⁸. Más aún, existen periodos durante los cuales la expansión y acumulación de capital es mayor que el incremento en la composición orgánica de capital; incluso, es concebible que ésta se mantenga estable o disminuya temporalmente debido a la apertura o expansión de ramos productivos cuya producción aún no ha sido revolucionada; o que por limitaciones técnicas no pueda ver un aumento de productividad a la par de otras ramas industriales¹⁸⁹; o bien, por la apertura de nuevos mercados. En resumen, hay periodos con acumulación de capital sin aumentos significativos, o al menos proporcionales, en la composición orgánica de capital.¹⁹⁰

¹⁸⁷ Una ganancia por encima de la tasa media.

¹⁸⁸ Por ejemplo, la lucha por el control del mercado y por extraer plusganancias mediante posiciones monopólicas (Marx 1894, capítulo X; Mandel 1972), recurrir al comercio internacional para extraer ventajas de las mayores tasas de ganancia en economías menos desarrolladas, o los menores precios de insumos, y del valor de fuerza de trabajo, entre otras cosas (Marx 1894, capítulo XIV; Marini 1973; Mandel 1972); el intercambio desigual (Marini 1973); la mayor o menor cercanía a centros neurálgicos de producción e intercambio, la disponibilidad de centros de comunicación, o las ventajas productivas derivadas de recursos naturales y posiciones geográficas no reproducibles, mismas que generan renta (Marx 1894; Harvey 1982), por mencionar algunos aspectos.

¹⁸⁹ En Ricardo (1817) la agricultura desempeña semejante papel, y forma parte de una explicación de la caída en la tasa de ganancia que apela a límites naturales. La misma es criticada en Marx (1894).

¹⁹⁰ La relación entre los periodos de acumulación sin incremento proporcional en la composición orgánica de capital, y aquellos en los que se revierte esta tendencia, forma parte de la interpretación que hace Mandel

Por otro lado, concediendo el eventual incremento de la composición orgánica de capital mediante incrementos en la productividad del trabajo, éste mismo proceso genera sus propias ‘contratendencias’. Se pueden agrupar en tres apartados; a) las que aumentan la tasa de plusvalor; b) las que inhiben el aumento en la composición orgánica de capital; y c) las que flexibilizan la reproducción de capital.

En el primer apartado, las causas principales (Marx 1894, pp. 297-307) son las siguientes: i) el aumento en la productividad de trabajo abarata al mismo tiempo los insumos que entran en el consumo del proletariado y, por lo tanto, el valor de la fuerza de trabajo; ii) el incremento en la composición orgánica de capital libera fuerza de trabajo, de manera que aumenta la población desempleada y con ello aumenta la oferta de fuerza de trabajo frente a su demanda, debilitando su posición de negociación, por lo que; iii) se reduce el salario por debajo del valor de la fuerza de trabajo. El impacto de estos factores está acotado de antemano. Aunque toda la jornada social se convirtiera en tiempo de trabajo excedentario y los salarios tendieran a cero, cosa que es por cierto imposible, mientras que la proporción entre el trabajo pretérito y el trabajo vivo que entra en el producto social se incrementa, la tasa de ganancia tenderá a la baja.

En el segundo apartado, la causa más importante es la reducción en el valor de los elementos de capital constante, de manera que el valor de la masa de los medios de producción que se trabajan en cada jornada laboral no aumenta de manera proporcional a la masa de valores de uso que éstos representan. La importancia de esta contratendencia se elabora ampliamente en Marx (1894).

En el tercer apartado entra el comercio mundial, que por cierto incide sobre los primeros dos apartados, pero que además permite la expansión del capital de manera que se solventa la sobreacumulación en una economía determinada. La relación entre la expansión geográfica del capital, la conformación del mercado mundial, y el aplazamiento y resolución temporal de la crisis de sobreacumulación es un amplio tema que no se desarrolla aquí, pero que ha recibido un tratamiento serio por varios autores (p. ej. Marx 1867, 1894, Marini 1982, Mandel 1972 capítulo 2, Harvey 1982).

De interés central para el presente trabajo, entre los factores que flexibilizan la reproducción de capital se encuentra capital financiero y accionario. Marx (1894, p. 307) plantea de manera extremadamente concisa (en un párrafo), usando el ejemplo de la inversión por acciones en los ferrocarriles, que el capital por acciones posibilita a una fracción del capital, invertido en empresas con un largo periodo de rotación (generalmente productoras de capital fijo), apropiarse intereses en lugar de apropiarse la tasa media de ganancia. Con ello, esa fracción del capital no participa de la conformación de la tasa media de ganancia, y la masa corriente de plusvalor se puede repartir entre un menor monto de capital, posibilitando un menor decrecimiento en la tasa de ganancia para los demás capitales. Dicha mención del papel de las finanzas como causa contrarrestante, poco más que una sugerencia en Marx (1894), es uno de los temas abordados en este trabajo.

(1980a), siguiendo la teoría de las crisis de Marx, del planteamiento original de Kondratiev (1926) de las ondas largas de la coyuntura económica.

Apéndice C. Código para análisis tipo *bootstrap* ‘ingenuo’

El siguiente código es para MATLAB®, pero puede ser fácilmente adaptado a otro lenguaje de programación de ‘alto nivel’ como Python o R. La función ‘`Sampler`’ elige de manera aleatoria conjuntos de datos a partir de un conjunto original, del mismo tamaño, de manera equiprobable para cada dato, y con reposición. La función ‘`linearRegression2`’ corre una regresión lineal y regresa sus parámetros de ajuste. Finalmente, la función ‘`bootstrapRegression`’ llama a las otras dos de manera iterada y regresa los parámetros de ajuste para cada muestra aleatoria de los datos.

```
function [stats,samples] = bootstrapRegression(X,Y,nSamples)

stats=zeros(nSamples,3);
M=[X,Y];
samples=Sampler(M,nSamples);

for s=1:nSamples
    datos=cell2mat(samples(s));
    [intercept,slope,R] = linearRegression2(datos(:,1),datos(:,2));
    stats(s,:)=[intercept,slope,R];
end

end
```

```
function [intercept,slope,R] = linearRegression2(prod1,prod2)
    mdl = fitlm(prod1,prod2);
    intercept = table2array(mdl.Coefficients(1,1));
    slope = table2array(mdl.Coefficients(2,1));
    R=mdl.Rsquared.Ordinary;
end
```

```
function samples = Sampler(M,nSamples)

[nDatos,m]=size(M);
samples =cell(nSamples,1);

bootstrapIndices = unidrnd(nDatos,nDatos,nSamples);

sample_s=zeros(nDatos,m);
for s=1:nSamples
    for d=1:nDatos
        sample_s(d,:)=M(bootstrapIndices(d,s),:);
    end
    samples(s)={sample_s};
end

end
```


Glosario de términos

ABS: ver *títulos respaldados por activos*

ABCP: ver *títulos comerciales respaldados por activos*

Activos financieros: Contrato u objeto contractual enajenable, propiedad de un individuo o empresa y sujeto a operaciones de compraventa, que le da al dueño el derecho a recibir pagos de interés, dividendos u otros, 14, 15, 19, 23, 26, 27, 28, 29, 30, 32, 33, 34, 37, 42, 46, 47, 48, 49, 51, 52, 59, 65, 66, 67, 81, 83, 89, 101, 113, 131, 134, 136, 150, 154, 155, 163, 165, 166, 167, 168, 172, 204, 206

Acuerdo de recompra (repo): Acuerdo contractual donde una parte le vende un activo financiero a la otra, generalmente un monto de bonos o títulos gubernamentales, y se compromete a comprarle de vuelta el mismo activo a un precio más alto, en un plazo corto de tiempo (no más de unos días); durante el plazo del contrato, el activo vendido funge como garantía de pago; del inglés *repurchase agreement*, 29, 48, 72

Apalancamiento: Utilizar deuda para aumentar el nivel de inversión o de emisión bancaria, 5, 12, 19, 20, 25, 28, 65, 86, 163, 166

Atesoramiento: 116

Banca central: Institución bancaria con el monopolio legal sobre la emisión de dinero de alto poder; encargada de la política monetaria de un país o economía; comisionada con un mandato constitucional y con un grado de autonomía garantizada por ley, 17, 23, 26, 28, 29, 84, 86, 87, 88, 89, 126

Banca sombra: 5, 15, 21, 24, 25, 26, 28, 29, 35, 36, 37, 38, 105, 172, 204

Banking school: Grupo de economistas británicos del siglo XIX que escribieron sobre temas monetarios y, en particular, en oposición a la legislación de 1844 que restringía la emisión de notas bancarias a su nivel de reservas, 120, 122

Ben Bernanke: 33, 66

Bolsa de valores: Institución pública gubernamental que promueve y regula el mercado bursátil, 175

Bonos del tesoro: Títulos de deuda emitido por el Tesoro estadounidense con madurez mayor a treinta años, 27

Bootstrap: Método general que evalúa qué tan robusto es un modelo como explicación de datos históricos, utilizando muestras aleatorias de los mismos, 6, 145, 146, 149, 160, 197, 206

Bretton Woods: Acuerdos internacionales de control cambiario firmados en 1944; incluyeron un compromiso de paridad dólar estadounidense-oro, 21, 24, 25, 27, 28, 76, 97, 98, 104, 119, 167

Capital: en Marx (1867 capítulos III-IV), valor que se valoriza a sí mismo; relación social de producción-intercambio historicamente situada; forma historicamente específica de propiedad sobre medios de producción social, circulación e intercambio; inversión del ciclo de la circulación mercantil simple Mercancía-Dinero-Mercancía en el ciclo Dinero-Mercancía-Dinero, con el fin específico del incremento cuantitativo del valor; implica la existencia de trabajo asalariado y la explotación de plusvalor (Marx 1853, 1863, 1865, 1867, 1885, 1894); en otros autores, puede referirse al capital constante o al dinero en manos de empresarios.

Capital dinerario: Capital en su fase dineraria, ver Marx (1885), 26, 111, 134, 163, 167

Capital ficticio: 109, 110, 130, 131, 132, 134, 163, 166, 167, 168, 171, 173, 175

Capital financiero: 20, 25, 97, 105, 109, 111, 112, 174, 176, 178, 196

Capital industrial: Capital que atraviesa las fases dineraria, mercantil y productiva; capital productor de plusvalor, 12, 25, 32, 72, 97, 111, 112, 113, 121, 138, 139, 141, 163, 165, 166, 171, 176

Capital mercante: Capital que atraviesa fases mercantil y dineraria, 111

Capital usurero: Capital que apropia ganancia mediante el cobro de intereses y comisiones, 111

CDO: ver *obligaciones de deuda respaldada con garantía*

CDS: ver *intercambios de incumplimiento crediticio*

Centralización: Refiere a la apropiación de una mayor cantidad de capitales en manos de una menor cantidad de capitalistas, no implica necesariamente una transformación del proceso productivo (ver *concentración*), 5, 12, 14, 15, 20, 38, 63, 64, 112, 131, 155, 166, 174

Commercial paper: ver *títulos comerciales respaldados por activos*

Composición orgánica: Composición de valor, razón de capital constante a capital variable, en tanto que resulta determinada por su composición técnica, ver Marx (1867), 23, 63, 64, 143, 144, 145, 146, 147, 148, 149, 164, 174, 182, 186, 189, 190, 191, 192, 195, 196, 206

Concentración: Refiere a un mayor número de volúmenes y funciones gestionadas por una menor cantidad de capitales, ver Marx (1867), 12, 14, 20, 38, 63, 64, 111, 112, 131, 139, 155, 166, 172, 174, 192

Conductos: Institución financiera no bancaria que toma préstamos a corto plazo para financiar la compra de activos con madurez a mediano y largo plazo, 26, 36, 37

Contradicción dialéctica: 6, 110, 116, 124, 125, 128, 168, 170, 171

Corto plazo: Plazo temporal de unos pocos días o, alternativamente, supuesto metodológico de acervos de capital fijo constantes, 17, 26, 29, 30, 32, 35, 37, 52, 84, 90, 92, 95, 98, 121

Crédito: Relación contractual de acreedor y prestamista, a saldarse con medio de pago, 5, 11, 15, 16, 20, 25, 27, 43, 47, 48, 49, 55, 56, 59, 66, 68, 69, 72, 74, 86, 87, 88, 109, 110, 111, 112, 118, 123, 124, 125, 126, 127, 129, 130, 135, 139, 155, 170, 171, 175, 178, 181, 184, 185, 186, 194, 203

Crisis financiera: Cese repentino y generalizado en la circulación de títulos de deuda, con la correspondiente destrucción de capitales que implica, 27, 28, 30, 32, 33, 40, 107, 129, 140

Déficit fiscal: Gasto de un gobierno en exceso de sus ingresos, 23, 66

Déficits públicos: ver *déficit fiscal*, 22

Demanda agregada: Suma de demanda de bienes y servicios en una economía y momento determinado, ver Keynes (1936), 5, 25, 27, 33, 42, 61, 62, 76, 78, 79, 84, 89, 92, 93, 94, 95, 96, 100, 101, 102, 103, 104, 105, 107, 117

Demanda efectiva: Planes de gasto *ex ante* por parte de empresarios y público en general, de acuerdo con el nivel de actividad económica realmente existente, 5, 76, 77, 85, 89, 93, 96, 98, 102, 105, 116, 173

Derechos especiales de giro: Cartera de monedas consideradas 'fuertes' por el Fondo Monetario Internacional, y que se utiliza por esta y otras organizaciones internacionales como divisa, 17

Derivados: Contratos, productos financieros que comprometen a las partes a un pago dependiente de eventos futuros, tales como la cotización de un activo que ninguna de las dos partes posee necesariamente, 18, 20, 27, 30, 33, 34, 36, 37, 39, 83, 120, 166, 167

Dinero de alto poder: Dinero bajo control de la Banca Central; moneda en circulación más la suma de depósitos bancarios en la Banca Central, 16, 28, 86, 87, 88, 126

Dinero endógeno: Crédito que funge como medio de circulación, 5, 85

Eficiencia marginal de capital: Tasa interna de retorno esperada sobre nuevas inversiones de capital, ver Keynes (1936), 84, 85, 95

Eigenvector: también llamado vector propio; vector que al sufrir una transformación lineal determinada, se multiplica por un escalar, 179

Equivalente general: 108, 110, 114, 115, 116, 118, 124, 128, 170

Esquemas de reproducción: de Marx (1885), 6, 109, 117, 129, 178, 179, 185, 187, 193, 194

Eurodólares: Dólares depositados en bancos fuera de Estados Unidos, a menudo filiales europeas de bancos estadounidenses, con el incentivo de evadir restricciones bancarias de la Reserva Federal estadounidense, 21

Extra-bursátil: Refiere a acuerdos de compra y gestión de productos financieros, emitidos de manera discrecional por instituciones bancarias para sus clientes; del inglés *over the counter*, 28

Financierización: definiciones existentes, 72

Finanzas sintéticas: Productos financieros diseñados para emular la estructura de flujos y posición de riesgo de algún activo realmente existente, sin necesidad de tener propiedad sobre él, 27, 30, 132

Flexibilización cuantitativa: del inglés *quantitative easing*, 66, 67, 69, 71, 84, 166

Flujos de efectivo: Ingresos menos costos operativos menos costos de capital de una empresa o proyecto determinado, 150

Fondos de cobertura: Fondos que ofrecen productos financieros riesgosos con rendimientos atractivos, 36, 45, 167, 175

Fondos de pensiones: Fondos privados comisionados con la gestión de los ahorros de los trabajadores, posicionándolos en portafolios de inversión, y regresándoles a los hogares una fracción de los rendimientos generados, junto con el principal, quedándose otra fracción de los rendimientos como comisión, 22, 26, 34, 45

Fondos mutuos: de mercado, también fondos mutualistas, 30, 48, 134, 135, 138, 167, 175, 206

Forma extendida de valor: 115

Forma general de valor: 115

Forma simple de valor: 115

Hank Paulson: 33

Hipótesis de inestabilidad financiera: de Minsky (1992), 105, 216

Hipótesis del desplazamiento: 150, 152, 154

Hipótesis de rentismo financiero: ver *rentismo financiero*

Ideología: 73

Incertidumbre: vs. riesgo, 31

Individuos de alto valor neto: Personas en altos percentiles de ingreso mundial, con activos comparables a corporativos internacionales o países pequeños, 27

Intercambios de incumplimiento crediticio (CDS): Contrato derivado que transfiere a una tercera persona el riesgo de no pago de un título crediticio; en inglés *credit default swaps*, 37

Ley de Say: 5, 77, 110, 116, 179

Ley del atesoramiento: 120, 122, 170

Ley del reflujo: 120, 121, 122, 170

Ley general de acumulación: de capital, ver Marx (1867, capítulo XXIII); dinámica de acumulación de capital que, tendencialmente y junto con una mayor productividad, genera incrementos en la composición orgánica de capital, en el ejército industrial de reserva, en las tasas de explotación; y, simultáneamente, una menor participación relativa de la fuerza de trabajo en el producto social, coyuntural y recurrentemente (que no permanentemente) acompañada de periodos de empobrecimiento absoluto de la fuerza de trabajo 130, 145, 189

Liquidez: Propiedad de un activo financiero de ser fácilmente intercambiable por moneda o utilizable para redimir obligaciones financieras, de manera expedita y sin impactos desfavorables en su cotización, 5, 17, 18, 21, 25, 26, 28, 29, 30, 37, 46, 47, 57, 66, 68, 69, 72, 79, 81, 84, 86, 89, 94, 163, 167

Madurez: Plazo en el que vence un contrato, 26, 29, 32

Marxismo ortodoxo: 8, 214

Medida de valor: función del dinero, ver Marx (1867), 114, 115, 116, 123, 125, 126, 128, 170, 171

Medio de circulación: función del dinero, ver Marx (1867), 6, 21, 22, 87, 110, 112, 114, 115, 116, 117, 120, 122, 123, 125, 126, 128, 129, 167, 168, 170, 171, 184

Medio de pago: función del dinero, deriva de su función como medida de valor, 118, 123, 124, 126, 129, 168, 170

Mercado bursátil: Conjunto de instituciones y personas, físicas o morales, que compran y venden activos financieros que se pueden cotizar en la Bolsa de Valores, 18, 49, 52, 105

Mercado nocturno: Mercado de préstamos a corto plazo (uno a tres días) entre instituciones bancarias para saldar requisitos de reservas, 88

Mercados de dinero: 25, 26, 29, 30, 32, 38, 51

Modo de producción: 27, 73, 108, 125

Neoliberal: Refiere a un conjunto de políticas económicas asociadas al Consenso de Washington, 97, 175

Netear: Compensar activos y pasivos de determinada unidad de análisis financiero, 163

Neutralidad del dinero: Refiere a la idea de que los fenómenos monetarios afectan solo variables nominales, sin incidir en la economía real, 78

Niveles de abstracción: 108, 155, 176

Notas reales: "notas reales de corto plazo", 121

Obligaciones de deuda garantizadas con garantía (CDO): Producto financiero complejo que toma como garantía de pago una cartera de préstamos y otros activos, que generalmente involucran a terceras personas, del inglés *collateralized debt obligations*, 35-37

Offshore money markets: Mercados de dinero 'costa afuera', operados por entidades bancarias fuera de la reglamentación de autoridades monetarias estadounidenses, 25

Over the counter: ver *extra-bursátil*

Pasivos: Obligaciones contractuales que obligan al tenedor a pagar con medios líquidos cierta cantidad en un plazo determinado, 21, 28, 32, 35, 86, 87, 163, 204

Petróleo, 22, 24

Plusvalor: Diferencia entre el valor de la fuerza de trabajo y el valor creado por ella, objetivo específico de la producción capitalista; ver Marx (1867), 6, 39, 99, 107, 109, 110, 111, 112, 117, 121, 124, 131, 132, 133, 138, 139, 140, 145, 146, 148, 150, 155, 161, 163, 167, 168, 169, 170, 172, 174, 176, 178, 180, 181, 185, 186, 187, 189, 190, 191, 192, 193, 194, 195, 196, 206

Ponzi: Célebre defraudador italiano, emigrado en Estados Unidos a principios del siglo XX, que le dio nombre a las 'posiciones tipo Ponzi', término acuñado por Minsky en la formulación de su *hipótesis de inestabilidad financiera*, 33, 132

Preferencia por la liquidez: Propensión de inversionistas a preferir la tenencia de activos más líquidos aunque aporten menores rendimientos, de acuerdo con la percepción del riesgo y expectativas de rentabilidad vigentes, 79, 80, 81, 84, 85, 86, 92

Préstamos hipotecarios no preferentes: Préstamos hipotecarios con proespectos pobres de repago y, a menudo, cláusulas ocultas de incrementos repentinos en tasas de interés; del inglés *subprime mortgage loans*, 18

Procíclica: Medidas tendientes a profundizar periodos de auge y recesión del crecimiento económico, 24

Prosperidad compartida: frase de Thomas Palley (2007, 2009a), 105, 107

Régimen de crecimiento: ver *regímenes de acumulación*, 5, 76, 102, 103, 105, 113

Regímenes de acumulación, 102

Rentabilidad: Capacidad que tiene una inversión para aportar ganancia; se usan varios índices para medir la rentabilidad, tales como el índice de rentabilidad o la tasa interna de retorno, ver *rentabilidad del capital*, 24, 30, 31, 46, 51, 52, 59, 63, 65, 71, 72, 79, 86, 87, 88, 96, 97, 99, 107, 109, 110, 111, 125, 127, 128, 129, 130, 131, 132, 134, 140, 141, 146, 150, 155, 166, 169, 170, 171, 175, 176, 189, 190, 195

Rentabilidad del capital: en la teoría del valor, la razón de plusvalor a capital; en un plazo temporal que a menudo es implícito; ver *tasa de ganancia*, 24, 107, 111, 128, 129, 132, 170

Rentismo financiero: hipótesis de, 51, 152 -154

Reserva Federal: o Sistema de la Reserva Federal Estadounidense ('la Fed'); sistema de la banca central estadounidense; determina la política monetaria; tiene el 'triple' mandato constitucional de promover el empleo y la estabilidad de precios, y moderar tasas de interés a largo plazo, 16, 20, 23, 26, 44, 67, 68, 162, 165, 205

Repo: también *repurchase agreement* o *repo loan*, ver *acuerdo de recompra*

Retornos: Flujos netos asociados a una inversión o gestión financiera, 22, 25, 26, 28, 30, 34, 57

Riesgo de liquidez, 32

Rotación de capital: Transición recurrente del capital por sus fases dinerario, productiva y mercantil, ver Marx (1885), 131

Señoreaje: Ingresos por pago de intereses a un emisor de dinero mundial, 64

Signos de valor: en Marx (1867, 1894), representación simbólica del equivalente general, 88, 113, 114, 116, 120, 121, 123, 124, 126, 127, 128, 132, 167, 168, 170, 171

SIV: ver *vehículos de inversión estructurada*

Sobreacumulación relativa de capital: 6, 8, 107, 109, 117, 130, 140, 141, 143, 189

Subprime: ver *préstamos hipotecarios no preferentes*

Tasa de fondos federales: Tasa de préstamos en el mercado de dinero 'nocturno', ver *mercado nocturno*, 88

Tasa de ganancia: en Marx (1867, 1885, 1894), razón de plusvalor a capital, implica una ventana de tiempo determinado, ver tasa anual de ganancia, 6, 8, 24, 61, 62, 63, 65, 71, 103, 107, 133, 139, 140, 141, 142, 143, 144, 145, 146, 147, 148, 149, 154, 155, 158, 159, 160, 162, 163, 164, 165, 171, 179, 189, 190, 191, 192, 195, 196, 206

Tasa de plusvalor: Razón de plusvalor a capital variable, ver Marx (1867, capítulos V-XVII), 103, 143, 144, 145, 146, 148, 166, 191, 192, 196, 206

Tasa natural de interés: Precio de equilibrio entre oferta y demanda de fondos prestables, ver *teoría de fondos prestables*, 79, 80, 82

Teoría anti-cuantitativa del dinero (TACD): 5, 110, 118, 120, 122

Teoría cuantitativa del dinero (TCD): 5, 108, 110, 118, 119, 123

Teoría cuantitativa discrecional del dinero (TCDD): 120

Teoría de fondos prestables: Teoría anterior a Keynes sobre los determinantes de la tasa de interés, asume la existencia de un mercado de fondos prestables sujeto a condiciones de oferta y demanda mercantil, 6, 79, 80, 81, 85, 88, 108, 110, 112, 122, 128, 129, 130

Teoría del valor: de Marx (1853, 1867, 1885, 1894), 108, 118, 119, 179

Tesoro estadounidense: Departamento de la Tesorería de Estados Unidos, encargado de recolectar impuestos, regular y fiscalizar el sistema financiero y emitir moneda circulante, 27, 33, 35, 65

Titularización: Conformación de un producto derivado complejo a partir de muchos otros diferentes productos, mediante cláusulas de pago diferenciado y mecanismos de aseguramiento; del inglés *securitization*, 30, 33

Títulos comerciales respaldados por activos (ABCP): Títulos de deuda que usan corporativos para obtener fondos líquidos, generalmente sancionados por algún banco, y con una madurez de entre 90 días y un año, respaldados por activos fijos o por ingresos programados del corporativo que se consideren relativamente seguros, tales como repagos de préstamos emitidos por el corporativo a sus consumidores; del inglés *asset-backed commercial paper*, o simplemente *commercial paper*, 35

Títulos crediticios: Documentos que otorgan a su poseedor derecho sobre obligaciones de pago, 19, 127, 171,

Títulos de deuda: ver *títulos crediticios*, 26, 29, 118, 131

Títulos respaldados por activos (ABS): Productos financieros compuestos por una multiplicidad de contratos crediticios, tales como préstamos estudiantiles, préstamos hipotecarios, entre otros, mediante métodos de titularización; se utilizan para obtener fondos líquidos mediante la venta de promesas de pagos futuros provenientes de múltiples fuentes; del inglés *asset-backed securities*, 34, 35, 37

Totalidad concreta: Metodología de análisis de la realidad de Marx (1863, prólogo), 110, 116

Valor: en Marx (1867), trabajo abstracto socialmente necesario materializado en mercancía; ver también "forma simple de valor", "forma extendida de valor" y "forma general de valor"

Valor de uso: capacidad de un objeto de satisfacer necesidades humanas concretas, 115, 116, 117, 123, 126, 179, 180, 182, 185, 187

Vehículos de inversión estructurada (SIV): Institución financiera no bancaria que recibe capital de institución matriz (típicamente un banco o corporación) y está diseñada para aprovechar diferenciales entre tasas a corto y mediano-largo plazo, 37

Zombi: Empresa no rentable, dependiente de inyecciones recurrentes de crédito, 56, 57, 58, 71, 166, 205

Lista de figuras

Tablas

Capítulo 1

Tabla 1.1 Número de bancos y activos totales por categoría: E.U., tendencias 1984-2017, p. 13

Tabla 1.2 Deuda del sector financiero como porción del monto total de deuda en los Estados Unidos, p. 20

Tabla 1.3 Balanza de pagos de la OCDE y de la OPEP, 1972-1979 (miles de millones de dólares EU), p. 24

Tabla 1.4 Deuda de los hogares como porción del PIB y Deuda corporativa no financiera como porción del PIB, por cima de los ciclos de negocios; 1948-2007 (miles de millones de dólares EU), p. 42

Tabla 1.5 Composición de la deuda doméstica no financiera en los Estados Unidos; 1973-2004 (miles de millones de dólares EU), p. 44

Tabla 1.6 Tasas anuales de crecimiento en el ingreso per cápita, 1960-2004, p. 60

Tabla 1.7 Crecimiento del acervo real de capital no residencial, sector privado, 1960-2005, p. 63

Tabla 1.8 Descomposición del déficit comercial estadounidense en 2007; miles de millones de dólares, p. 64

Capítulo 3

Tabla 3.1 Ingresos bancarios por tarjeta de crédito y otros servicios de manejo de cuenta, por monto y porcentaje de ingresos; 2006-7, 9 bancos, p. 135

Tabla 3.2 Ingresos bancarios por manejo de fondos y comisiones y tarifas relacionadas, por monto y porcentaje de ingresos; 2006-7, 8 bancos, p. 135

Tabla 3.3 Ingresos bancarios por manejo de fondos y comisiones y tarifas relacionadas, por monto y porcentaje de ingresos; 2006-7, 11 bancos, p. 136

Gráficas

Capítulo 1

Gráfica 1.1 Participación porcentual por categoría en el número de bancos y en el total de activos: E.U., tendencias 1984-2017, p. 13

Gráfica 1.2 Activos financieros en posesión del sector financiero como porcentaje del PIB; Estados Unidos, Japón, Alemania, Reino Unido, p. 15

- Gráfica 1.3** Promedio mundial del crédito nacional otorgado por la banca al sector privado (% del PIB), p.16
- Gráfica 1.4** Reservas en EU por año (incluyendo oro); miles de millones de dólares actuales, p. 17
- Gráfica 1.5.** Reservas líquidas de la banca como porcentaje de activos bancarios, p. 18
- Gráfica 1.6.** Acciones intercambiadas como porcentaje del Producto Bruto Mundial, 1975-2015, p. 19
- Gráfica 1.7** Composición de pasivos de la banca comercial y de capital patrimonial, 1970-2009; EU, p. 21
- Gráfica 1.8** Índice de la porción de ingresos netos ajenos al cobro de intereses, OCDE, p. 31
- Gráfica 1.9** Instituciones clave de la banca sombra: Entidades de propósitos especiales, p. 35
- Gráfica 1.10** Instituciones clave de la banca sombra: Vehículos de inversión estructurada, p. 36
- Gráfica 1.11** Instituciones clave de la banca sombra: Conductos, p. 38
- Gráfica 1.12** Valor agregado por Finanzas, Seguros y Bienes Raíces (FIRE) como porcentaje del valor agregado total; Estados Unidos, Japón, Alemania, Gran Bretaña, p. 40
- Gráfica 1.13** Ganancia financiera como proporción de la ganancia total; EU, p. 41
- Gráfica 1.14** Composición de los activos financieros de la banca comercial, 1950-2009; EU, p. 42
- Gráfica 1.15** Deuda de los hogares como porción del ingreso, p.43
- Gráfica 1.16** Composición de activos de la banca comercial, 1979-2009; Japón, p. 44
- Gráfica 1.17** Composición de los préstamos de la banca doméstica como porción del total de activos bancarios, 1981-2010; Alemania, p. 45
- Gráfica 1.18** Activos de la banca comercial como porción de los activos del sector financiero y del total de activos financieros de la economía; EU, p. 46
- Gráfica 1.19** Fondos netos externos como porcentaje del capital adelantado; EU, p. 47
- Gráfica 1.20** Composición del total de activos financieros en manos de corporaciones no financieras, 1975-2008; EU, p. 48
- Gráfica 1.21** Composición del total de activos financieros en manos de corporaciones no financieras, 1987-2008; Gran Bretaña, p. 49
- Gráfica 1.22** Fuentes netas de financiamiento como porcentaje de gastos de capital, EU, p. 50
- Gráfica 1.23** Fuentes netas de financiamiento como porcentaje de la formación bruta de capital, Gran Bretaña, p. 50
- Gráfica 1.24** Activos financieros como porcentaje de activos tangibles totales; Corporaciones no financieras, E.U. 1952-2003, p. 52
- Gráfica 1.25** Razón de Dividendos en Efectivo y Recompras Accionarias a Ingreso Neto, y Medias de Pago de Dividendos y Recompras Accionarias, 1981-2007, entre 292 Compañías del Índice S&P en enero del 2008; dólares EU, p. 53

Gráfica 1.26 Nuevos préstamos de las corporaciones no financieras y emisión neta de acciones como porcentaje de la inversión no residencial, 1959-2006; EU, p. 54

Gráfica 1.27 Ingresos por pago de intereses y dividendos como porción de fondos propios; Corporaciones no financieras, E.U. 1952-2003, p. 55

Gráfica 1.28 Diferencia en puntos porcentuales en crecimiento de acervos de capital entre empresas de alta y baja productividad, p. 56

Gráfica 1.29 Porción de capital inmovilizado en empresas zombi, 2013; 13 países de la OCDE, p. 57

Gráfica 1.30 Porción de empresas zombi por tamaño según el número de empleados, p. 58

Gráfica 1.31. Porción de empresas zombi por categoría de edad, p. 58

Gráfica 1.32. Salarios reales por hora y productividad, Sector de Negocios, 1947-2010; EU, p. 61

Gráfica 1.33. Tasas netas de ganancia en la manufactura, 1949-2001; EU, Alemania, Japón, p. 62

Gráfica 1.34. Activos de la Reserva Federal de Estados Unidos: Fechas Clave, p. 67

Gráfica 1.35. Valor total de activos, banca estadounidense, p. 68

Gráfica 1.36. Deuda de los hogares como porción del PIB; E.U. 1965-2019, p. 69

Gráfica 1.37. Base monetaria de Japón, 1978-2019, p. 70

Gráfica 1.38. El desendeudamiento de Japón bajo la política de tasas de interés a cero (10 años). Fondos Recaudados por el Sector Corporativo No-Financiero, p. 71

Capítulo 2

Gráfica 2.1 Teoría de fondos prestables y teoría de preferencia por la liquidez, representación esquemática, p. 82

Gráfica 2.2 Conformación de ganancia y producto agregado; ciclo discreto de producción, p. 91

Gráfica 2.3 Salario como porción del ingreso (porcentaje del PIB como costos de los factores de producción), E.U. 1960-2007, p. 102

Gráfica 2.4 Inversión, ganancias, y precios de acciones; EU, 1960-2006, p. 104

Capítulo 3

Gráfica 3.1 Cambio anual en el gasto gubernamental como porción del PIB previo a cada recesión; EU, 1949-2009, p. 108

Gráfica 3.2 Caída en masa de ganancia, real y financiera; EU, 1961-2009, p. 114

- Gráfica 3.3** Índice de ingresos bancarios por cobros de gestión a los hogares; 2006-7, 11 bancos, p. 137
- Gráfica 3.4** Tenencias de fondos mutuos y fondos de pensión en manos de los hogares, como porción del PIB; E.U., 1946-2007, p. 138
- Gráfica 3.5** Tasa de ganancia y tasa de acumulación de corporaciones estadounidenses; 1970-2010, p. 142
- Gráfica 3.6** Tasa de ganancia mundial y tasa promedio en países centrales y periféricos; 1869-2010, p. 143
- Gráfica 3.7** Composición orgánica de capital y tasa de plusvalor, E.U.; 1945-2017, p. 144
- Gráfica 3.8** Evolución de la tasa de ganancia y composición orgánica de capital; Países del G20; 1954-2017, p. 147
- Gráfica 3.9** Composición orgánica de capital, tasa de ganancia y tasa de plusvalor; países del G20, p. 148
- Gráfica 3.10** Análisis *bootstrap* ‘ingenuo’ de ajuste lineal; composición orgánica de capital y tasa de ganancia; países del G20; 1954-2017, p. 149
- Gráfica 3.11** Razón de ingresos de portafolio a flujo de efectivo; corporaciones no financieras de Estados Unidos, 1950-2001, p. 151
- Gráfica 3.12** Ganancia neta financiera como porcentaje de ganancias totales; corporaciones no financieras, E.U. 1955-2012, p. 152
- Gráfica 3.13** Ingresos financieros como porción de ingresos totales; Corporaciones no financieras, E. U. 1955-2012, p. 153
- Gráfica 3.14** Masa de ganancias, inversión bruta doméstica, e inversión bruta privada; E.U. 1947-2010, p. 156
- Gráfica 3.15** Relación lineal entre ganancias e inversiones; E.U. 1947-2010, p. 157
- Gráfica 3.16** Evolución de la tasa de ganancia y la tasa de inversión; Países del G20; 1954-2017, p. 158
- Gráfica 3.17** Relación lineal entre tasa de ganancia y tasa de inversión; Países del G20; 1954-2017, p. 159
- Gráfica 3.18** Tasa de ganancia e inversión como porción de masa de plusvalor; G20; 1954-2017, p. 161
- Gráfica 3.19** Tasa de acumulación, tasa de ganancia después de impuestos, y porción de ganancias invertidas después de impuestos de corporativos estadounidenses; diferencias porcentuales con respecto a valores de 1948, p. 162
- Gráfica 3.20** Efecto del financiamiento en la tasa de ganancia, E.U., p. 164
- Gráfica 3.21** Razón de activos líquidos a activos financieros totales en corporativos estadounidenses; 1951-2011 (porcentaje) , p. 165

Apéndice A

Gráfica A.1 Reproducción simple, esquema básico, p. 181

Gráfica A.1 Reproducción simple, esquema con consumo diferenciado, p. 183

Bibliografía

- Adalet McGowan, Müge, Dan Andrews y Valentine Millot. 2017. “The Walking Dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries,” *OECD Economics Department working papers*, No. 1372.
- Albertazzi, Ugo y Gambacorta, Leonardo. 2009. “Bank profitability and the business cycle”, En *Journal of Financial Stability* Vol. 5, pp. 393-409.
- Albertazzi, Ugo y Gambacorta, Leonardo. 2010. “Bank profitability and taxation”, En *Journal of Banking & Finance*, Vol. 34, No. 11.
- Appelbaum, Binyamin. 2019. “Blame Economists for the Mess We’re In”, En *The New York Times*, 24 de agosto del 2019.
- Bacon, Robert y Eltis, Walter. 1976. *Britain’s Economics Problem: Too Few Producers*. Londres: Palgrave Macmillan.
- Banco Mundial. Catálogo de datos en línea. Disponible en [https://datacatalog.worldbank.org/search?sort by=field wbddh modified date&sort_order=DESC&f%5B0%5D=field license wbddh%3A1335](https://datacatalog.worldbank.org/search?sort%20by=field%20wbddh%20modified%20date&sort_order=DESC&f%5B0%5D=field%20license%20wbddh%3A1335) [Consulta: octubre 2019].
- Bateman, Heather y McAdam, Katy (editores). 2003 [2006]. *Dictionary of Economics*. Londres: A & C Black Publishers.
- Bates, Thomas, Kathleen Kahle y René Stulz. 2009. “Why do U.S. Firms Hold So Much More Cash than They Used To?”, En *The Journal of Finance*, Vol. 64, No. 5. Disponible en línea en <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1540-6261.2009.01492.x> [Consulta: mayo 2019].
- Bellamy Foster, John y Magdoff, Fred. 2009. *The Great Financial Crisis: Causes and Consequences*. Nueva York: Monthly Review Press.
- Bellamy Foster, John y McChesney, Robert. 2012. *The Endless Crisis: How Monopoly-Finance Capital Produces Stagnation and Upheaval from the USA to China*. Nueva York: Monthly Review Press.
- Benetti, Carlo. 1990. *Moneda y teoría del valor*. México: Universidad Autónoma Metropolitana y Fondo de Cultura Económica.

- Black, John. 1997. *A Dictionary of Economics*. Oxford University Press.
- Bolívar Echeverría. 1986 [2017]. *El discurso crítico de Marx*. México: Ítaca/Fondo de Cultura Económica.
- Boyer, Robert. 2000. “Is finance-led growth a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis”, En *Economics and Society*, Vol. 29, No. 1, pp. 111-145.
- Böhm-Bawerk, Eugen. 1949. *Karl Marx and the Close of His System*. Nueva York: Augustus M. Kelley.
- Brenner, Robert. 2006. *The Economics of Global Turbulence, The Advanced Capitalist Economies from Long Boom to Long Downturn, 1945-2005*. Londres: Verso.
- Brenner, Robert. 2007. *Prosperity and Crisis in the World Economy: Yesterday, Today and Tomorrow*. México: IIEc-UNAM. Disponible en línea en <https://ciclosycrisis.wordpress.com/2015/10/30/robert-brenner-prosperity-and-crisis-in-the-world-economy-yesterday-today-and-tomorrow/> [Consulta: septiembre 2018].
- Brenner, Robert. 2009. *What is Good for Goldman Sachs is Good for America: The Origins of the Present Crisis*. UC Los Angeles: Center for Social Theory and Comparative History. Disponible en línea en <http://escholarship.org/uc/item/0sg0782h> [Consulta: junio 2015].
- Bullock, Paul y Yaffe, David. 1975. “Inflation, the crisis and the post-war boom”, En *Revolutionary Communist*, Vol. 3/4, pp. 5-45.
- Cámara Izquierdo, Sergio y Mariña Flores, Abelardo. 2018. “The Neoliberal Financialization of the US Economy”, En *World in Crisis*, Guglielmo Carchedi y Michael Roberts (eds.), Haymarket Books, pp. 342-354.
- Campbell, Martha. 2005. “Marx’s Explanation of Money’s Functions: Overturning the Quantity Theory”, En *Marx’s Theory of Money*, coord. Fred Mosley, pp. 143-159. Londres / Nueva York: Palgrave Macmillan.
- Carchedi, Guglielmo. 2018. “The old is dying but the new cannot be born On the exhaustion of the present phase of western capitalism”, En *World in Crisis*, Guglielmo Carchedi y Michael Roberts (eds.), Haymarket Books, pp. 44-84. Disponible en línea en <https://thenextrecession.files.wordpress.com/2017/09/carchedi-the-old-and-the-new.pdf> [Consulta: septiembre 2018].
- Carchedi, Guglielmo y Roberts, Michael. 2018. *World in Crisis*. Chicago: Haymarket Books.

- Castillo Díaz, Deni. 2020. *Malthus y el concepto de escasez natural absoluta*. Tesis para obtener el grado de licenciatura, Facultad de Economía, UNAM.
- Chesnais, François. 2019. “Financialization and the impasse of capitalism”, En *The Japanese Political Economy*, Vol. 45, No. 1-2. Disponible en línea en el sitio: <https://doi.org/10.1080/2329194X.2019.1612255> [Consulta: mayo 2021].
- Chick, Victoria. 1983. *Macroeconomics after Keynes: A Reconsideration of the General Theory*. Cambridge: MIT Press.
- Chick, Victoria. 1988a. “The Evolution of the Banking System and the Theory of Monetary Policy”, En *Monetary Theory and Monetary Policy: New Tracks for the 1990s*, ed. Stephen Frowen. Londres: Macmillan.
- Chick, Victoria. 1988b. “Sources of Finance, Recent Changes in Bank Behaviour and the Theory of Investment and Interest”, En *Money and Banking Issues for the Twenty-First Century*, ed. Philip Arestis. Londres: Macmillan.
- Chick, Victoria. 1990 [1993]. “Keynes’ monetary theory: a partial survey”, En *Revista de Economía Política*, Vol. 13, No. 4(52), octubre-diciembre.
- Chick, Victoria. 1986 [1992]. “The Evolution of the Banking System and the Theory of Saving, Investment and Interest”, En *On Money, Method and Keynes*, eds. Philip Arestis y Sheila Dow. Londres: Macmillan.
- Christophers, Brett. 2015. “The limits to financialization”, En *Dialogues in Human Geography*, Vol 5, No. 2, pp. 183-200.
- Cockshott, Paul, Allin Cottrell y Greg Michaelson. 1995. “Testing Marx: Some new results from UK data”, En *Capital & Class*, Vol. 19, No. 1., pp. 103-129.
- Cordonnier, Laurent. 2006. “Le profit sans l’accumulation: la recette du capitalisme dominé par le finance”, En *Innovations. Cahiers d’Economie de l’Innovation*, No. 23, pp. 51-72.
- Davidson, Paul. 2004. “The future of the international financial system”, En *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 26, No. 4, pp. 591-605.
- De Brunhoff, Suzanne. 1973 [1976]. *Marx On Money*. Nueva York: Unizen Books.
- De Brunhoff, Suzanne. 1974. *La política monetaria Un ensayo de interpretación marxista*. México: Siglo XXI editores.
- Dobb, Maurice. 1937 [1974]. *Economía Política y Capitalismo*. México: Fondo de Cultura Económica.

- Dobbs, Richard, Susand Lund, Tim Koller y Ari Shwayder. 2013. *QE and ultra-low interest rates: Distributional effects and risks*. McKinsey Global Institute (noviembre 2013).
- Dos Santos, Paulo. 2009. "On the Content of Banking in Contemporary Capitalism", En *Historical Materialism*, Vol. 17, pp. 180-213.
- Duménil, Gérard y Lévy, Dominique. 2002. "The profit rate: where and how much did it fall? Did it recover? (USA 1948-2000)", En *Review of Radical Political Economics*, Vol. 34, No. 4, pp. 437-461.
- Duménil, Gérard y Lévy, Dominique. 2004. "The Real and Financial Components of Profitability (USA 1948-2000)", En *Review of Radical Political Economics*, Vol. 36, No. 1, pp. 82-110.
- Duménil, Gérard y Lévy, Dominique. 2011. *The Crisis of Neoliberalism*. Harvard University Press.
- Efron, Bradley y Tibshirani, Robert. 1993. *An Introduction to the Bootstrap*. Berlin: Springer Science + Business Media.
- Engels, Friedrich. 1894 [1968]. *Anti-Dühring*. México: Editorial Grijalbo.
- Epstein, Gerald, editor. 2005. *Financialization of the World Economy*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- Feenstra, Robert C., Robert Inklaar y Marcel P. Timmer. (2015). "The Next Generation of the Penn World Table", En *American Economic Review*, Vol. 105, No. 10, pp. 3150-3182. Disponible en línea en www.ggdc.net/pwt [Consulta: junio 2019].
- Ferguson, Charles. 2008. *Inside Job*. Nueva York: Sony Pictures Classics.
- Foley, Duncan. 1982. "Realization and accumulation in a Marxian model of the Circuit of Capital", En *Journal of Economic Theory*, Vol. 28, No. 2, pp. 300-319.
- Foley, Duncan. 1986. *Understanding Capital*. Cambridge: Harvard University Press.
- Freeman, Alan y Carchedi, Guglielmo (eds.). 1995. *Marx and Non-Equilibrium Economics*. Aldershot/Brookfield: Edward Elgar Publishing.
- Gaulard, Myléne. 2018. "The Chinese Economic Crisis: A Marxist Approach", En *World in Crisis*, Guglielmo Carchedi y Michael Roberts (eds.), Haymarket Books, pp. 301-318.
- Goda, Thomas, Photis Lysandrou y Chris Stewart. 2011a. "The Contribution of US Bond Demand to the US Bond Yield Conundrum of 2004 to 2007: An Empirical

Investigation”, En *Center for Research in Economics and Finance (CIEF), Working Papers*, No. 11-13. Disponible en línea en el sitio SSRN <https://ssrn.com/abstract=2411474> [Consulta: enero 2019].

Goda, Thomas; y Lysandrou, Photis. 2011b. “The Contribution of Wealth Concentration to the Subprime Crisis: A Quantitative Estimation”, En *Center for Research in Economics and Finance (CIEF), Working Papers*, No. 11-14. Disponible en línea en el sitio SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2407208> [Consulta: enero 2019].

Godley, Wynne y Lavoie, Marc. 2007. *Monetary Economics An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth*. Hampshire / Nueva York: Palgrave Macmillan.

Gómez Uribe, Ricardo Edmundo. 2015. “*Crisis tequilera*”: *borrachera y trasfondo*. Ensayo de investigación para la Maestría en Economía, Facultad de Economía-UNAM. Disponible bajo solicitud.

Gräber, David. 2011. *Debt: The First 5000 Years*. Nueva York: Melville House Publishing.

Guillén Romo, Héctor. 2013. *Las crisis. De la Gran Depresión a la primera gran crisis del siglo XXI*. México: Ediciones Era.

Guttman, Robert. 2016. *Finance-Led Capitalism Shadow Banking, Re-Regulation, and the Future of Global Markets*. Hampshire / Nueva York: Palgrave Macmillan.

Harman, Chris. 2009. *Zombie Capitalism and the relevance of Marx*. Londres: Bookmarks Publications.

Harvey, David. 1982 [2007]. *The Limits to Capital*. Nueva York: Verso Books.

Harvey, David. 2016. “Crisis theory and the falling rate of profit”, En *The Great Financial Meltdown Systemic, Conjunctural or Policy Created?*, ed. Subasat, Turan. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.

Hull, John. 2010. *Risk Management and Financial Institutions, Second Edition*. Boston: Prentice Hall.

Hull, John. 2018. *Risk Management and Financial Institutions, Fifth Edition*. Nueva Jersey: Wiley & Sons.

Hilferding, Rudolph. 1919 [2006]. *Finance Capital: A study of the latest phase of capitalist development*. Londres: Routledge & Kegan Paul.

Hein, Eckard. 2008a. *Money, Distribution Conflict and Capital Accumulation. Contributions to Monetary Analysis*. Basingstoke: Palgrave Macmillan.

Hein, Eckard. 2008b. “Rising shareholder power: effects of distribution, capacity utilization and capital accumulation in Kaleckian/Post-Kaleckian models”, En Hein, Eckard, Torsten Niechoj, Peter Spahn, y Achim Truger (editores), *Finance-led Capitalism? Macroeconomic Effects of Changes in the Financial Sector*, vol. 11, Hans Boeckler Foundation, Macroeconomic Policy Institute.

Hein, Eckhard. 2009. *A (Post-)Keynesian perspective on 'financialisation'*. Düsseldorf: Macroeconomic Policy Institute at Hans Böckler Foundation.

Hein, Eckhard y Stockhammer, Engelbert. 2007. *Macroeconomics policy mix, employment and inflation in a Post-Keynesian alternative to the New Consensus Model*. Vienna: Department of Economics Working Paper Series, Vienna University of Economics and Business.

Hein, Eckard, y van Treeck, Till. 2007. “Financialisation’ in Kaleckian/Post-Keynesian models of distribution and growth”, IMK Working Paper 7/2007, Hans Boeckler Foundation, Macroeconomic Policy Institute.

Husson, Michel. (2014) “La teoría de las ondas largas y la crisis del capitalismo contemporáneo”, En *Viento Sur*, No. 135.

Jones, Peter. 2013. “The Falling Rate of Profit Explains Falling US Growth”, artículo para la XII Conferencia de la Sociedad Australiana de Economistas Heterodoxos. Disponible en línea en <https://thenextrecession.files.wordpress.com/2013/12/jones-the-falling-rate-of-profit-explains-falling-us-growth-v2.pdf> [Consulta: junio 2019].

Kalecki, Michael. 1954 [1956]. *Teoría de la dinámica económica: ensayo sobre los movimientos cíclicos y a largo plazo de la economía capitalista*. México: Fondo de Cultura Económica.

Kelleher, John y MacCormack, Justin. 2005. “Internal rate of return: A cautionary tale”, En *McKinsey Quarterly 2005 Special edition: Value and performance*. Disponible en línea en <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/internal-rate-of-return-a-cautionary-tale> [Consulta: noviembre 2019].

Keynes, John Maynard. 1921. *A Treatise on Probability*. Londres: Macmillan and Co.

Keynes, John Maynard. 1930 [2013]. *A Treatise on Money in Two Volumes: 1 The Pure Theory of Money & 2 The Applied Theory of Money*. Cambridge: Cambridge University Press.

Keynes, John Maynard. 1936 [2013]. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Cambridge: Cambridge University Press.

Kliman, Andrew. 2011. *The Failure of Capitalist Production Underlying Causes of the Great Recession*. Londres: Pluto Press.

Kliman, Andrew y Williams, Shannon. 2014. “Why ‘Financialisation’ Hasn’t Depressed US Productive Investment”, En *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 39, No. 1, pp. 67-92.

Kondrátiev, Nikolai. 1926 [1992]. *Los ciclos largos de la coyuntura económica*. México: Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM.

Koo, Richard. 2014. *The Escape from Balance Sheet Recession and the QE Trap: A Hazardous Road for the World Economy*. Singapur: Wiley.

Krippner, Greta. 2004. *What is Financialization?* UCLA Department of Sociology, mimeo.

Krippner, Greta. 2005. “The financialization of the American economy”, en *Socio-Economic Review*, Vol. 3, No. 2, pp. 173-208.

Lavoie, Marc. 2006. *Introduction to Post-Keynesian Economics*. Hampshire / Nueva York: Palgrave Macmillan.

Lapavistas, Costas. 2013. *Profiting Without Producing How Finance Exploits Us All*. Nueva York: Verso Books.

Lazonick, William. 2013. “*The Financialization of the U.S. Corporation: What Has Been Lost, and How It Can Be Regained*,” En *Seattle University Law Review*, Vol. 36, No. 2, p. 857.

Leyshon, Andrew y Thrift, Nigel. 2007. “The capitalization of almost everything: The future of finance and capitalism”, En *Theory, Culture & Society*, Vol. 24, No. 7-8, pp. 97-115.

Lenin, Vladimir Illich. 1916 [s/f]. “*El imperialismo y la escisión del socialismo*”, originalmente publicado en *Sotsial Demokrat*, Num. 2. Moscú: Editorial Progreso.

Lenin, Vladimir Illich. 1917. *El Imperialismo, Fase Superior del Capitalismo (esbozo popular)*. Disponible en línea en

<http://archivo.juventudes.org/textos/Vladimir%20Ilich%20Lenin/EI%20Imperialismo,%20fase%20superior%20del%20capitalismo.pdf> [Consulta: enero 2019].

Likitkijsonboon, Pichit. 2005. “Marx’s Anti-Quantity Theory of Money: A Critical Evaluation”, En *Marx’s Theory of Money*, coord. Fred Mosley, pp. 160-174. Londres / Nueva York: Palgrave Macmillan.

Lysandrou, Photis. 2005. “Globalization as Commodification”, En *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 29, No. 5, pp. 769-797.

Lysandrou, Photis. 2006. “Capital Market Trading Volume: An Overview and Some Preliminary Conclusions”, En *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 30, No. 6, pp. 955-979. Disponible en línea en el sitio SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1098600> [Consulta: enero 2019].

Lysandrou, Photis. 2011. “Global inequality as one of the root causes of the financial crisis: a suggested explanation”, En *Economy and Society*, Vol. 40, No. 3, pp. 323-344.

Lysandrou, Photis y Nesvetailova, Anastasia. 2014. “The role of shadow banking entities in the financial crisis: a disaggregated view”, En *Review of International Political Economy*, Vol. 22, No. 2, pp. 257-279. Disponible en línea en el sitio de la University of London

<http://openaccess.city.ac.uk/11684/1/lysandrou%20and%20nesvetailova%20shadow%20banking%202014.pdf> [Consulta: enero 2019].

Lysandrou, Photis. 2015 [2016]. “The Colonisation of the Future: An Alternative View of Financialisation and its Portents”, En *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 39, No. 4, pp. 444-472.

Lysandrou, Photis. 2016 [2018]. “The explosive growth of the ABCP market between 2004 and 2007: A ‘search for yield’ story”, En *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 41, No. 4, pp. 526-546.

Lysandrou, Photis. 2018a. “The causal primacy of global inequality in the financial crisis”, En *Theory & Struggle*, Vol. 119, pp. 24-34.

Lucáks, Georg. 1919 [1970] “¿Qué es el marxismo ortodoxo?”, En *Historia y conciencia de clase*. La Habana: Editorial de Ciencias Sociales del Intituto del Libro. Disponible en línea en: <https://www.marxists.org/espanol/lukacs/1923/hcc.pdf> [Consulta: mayo 2020].

Luxemburgo, Rosa. 1913 [2003]. *The Accumulation of Capital*. Londres/Nueva York: Routledge Classics.

Mădălina Doroftei, Irina. 2013. “The Lessons of the Currency School-Banking School Dispute for the Present Post-Crisis Economy”, En *Procedia Economics and Finance*, Vol. 6, pp. 48-56.

Maito, Esteban Ezequiel. s/f. *The historical transience of capital The downward trend in the rate of profit since [sic] XIX century*. Argentina: Universidad de Buenos Aires. Disponible en línea en <https://thenextrecession.files.wordpress.com/2014/04/maito-esteban-the-historical-transience-of-capital-the-downward-tren-in-the-rate-of-profit-since-xix-century.pdf> [Consulta: julio 2019].

Mandel, Ernest. 1972 [1979]. *El capitalismo tardío*. México: Ediciones Era.

Mandel, Ernest. 1980a [1986]. *Las ondas largas del desarrollo capitalista: una interpretación marxista*. Madrid: Siglo XXI editores.

Mandel, Ernest. 1980b. *La crisis 1974-1980*. México: Ediciones Era.

Maniatis, Thanasis y Passas, Costas. 2018. “Surplus Value, Profit, and Unproductive Labor in the Greek Economy, 1958-2013”, En *World in Crisis*, Guglielmo Carchedi y Michael Roberts (eds.), Haymarket Books, pp. 242-269.

Marini, Ruy Mauro. 1973 [1974]. *Dialéctica de la dependencia*. México: Ediciones Era.

Mariña, Abelardo. 2011. “La crisis mexicana de 2008-2010 en perspectiva histórica y en el contexto de la crisis mundial”, En *Estudios sobre México en la crisis mundial: escenario nacional tras dos décadas de apertura y desregulación*, coordinado por García Castro, María Beatriz. México: Universidad Autónoma Metropolitana Unidad Azcapotzalco.

Mariña Flores, Ableardo. 2003. “Crisis estructural capitalista y globalización neoliberal: una perspectiva desde México”, En *Estado versus mercado ¿Ruptura o nueva forma de regulación?*, editado por Soto Reyes Garmendia, Ernesto, Jaime Aboites Aguilar y Etelberto Ortiz Cruz. México: Universidad Autónoma Metropolitana Unidad Xochimilco.

Marx, Karl. 1853 [2011]. *Elementos Fundamentales para la Crítica de la Economía Política (Grundrisse) 1857-1858*. México: Siglo XXI editores.

Marx, Karl. 1863 [1975]. *Teorías sobre la Plusvalía*. Buenos Aires: Editorial Cartago.

Marx, Karl. 1865 [2009]. *El Capital Libro I capítulo VI (inédito) Resultados del proceso inmediato de producción*. México: Siglo XXI editores.

Marx, Karl. 1867 [2007]. *El Capital Crítica de la Economía Política Tomo I*. México: Siglo XXI editores.

- Marx, Karl 1885 [2007]. *El Capital Crítica de la Economía Política Tomo II*. México: Siglo XXI editores.
- Marx, Karl. 1894 [2007]. *El Capital Crítica de la Economía Política Tomo III*. México: Siglo XXI editores.
- Mateo, Juan Pablo. 2018. “The Long Depression in the Spanish Economy: Bubble, Profits, and Debt”, En *World in Crisis*, Guglielmo Carchedi y Michael Roberts (eds.), Haymarket Books, pp. 213-241.
- McKay, Adam. 2015. *The Big Short: Inside the Machine Doomsday*. Hollywood: Paramount Pictures.
- Melo, Jimmy. 2012. “La hipótesis de inestabilidad financiera de Minsky en una economía abierta”, En *Ensayos de Economía*, Vol. 22, No. 41, pp. 65-88.
- Minsky, Hyman. 1986 [2008]. *Stabilizing and Unstable Economy*. Nueva York: McGraw-Hill.
- Minsky, Hyman. 1992 [1993]. “The Financial Instability Hypothesis”, En *Handbook of Radical Political Economy*, eds. Philip Arestis y Malcom Sawyer. Cheltenham: Edward Elgar Publishing. Disponible en línea en <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf> [Consulta: enero 2019].
- Mishel, Lawrence, Jared Bernstein y Sylvia Allegretto. 2007. *The State of Working America*. Nueva York: Cornell University Press.
- Moseley, Fred. 1998. *A critique of Benetti's critique of Marx's derivation of the necessity of money*. Disponible en línea en <https://www.mtholyoke.edu/~fmoseley/working%20papers/BENETTI.pdf> [Consulta: septiembre 2018].
- Moseley, Fred. 2015. *Money and Totality A Macro-Monetary Intepretation of Marx's Logic in Capital and the End of the 'Transformation Problem'*. Brill.
- Nadal, Alejandro. 2017. *Política macroeconómica infructuosa*, presentación de diapositivas para curso. Correspondencia personal.
- Nadal, Alejandro. 2015. “Macroeconomic Policies and Environmental Sustainability”, En *Handbook of Ecological Economics*, eds. Martínez-Alier, Joan, y Muradian, Roldan. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.

- Nadal, Alejandro. 2016. “Recovering Macroeconomic Policy for Development”, En *Development for the XXIst Century*, eds. Sunna, Claudia, y Gualerzi, Davide. Londres: Routledge.
- Nersisyan, Yeva y Dantas, Flavia. 2007. “Rethinking liquidity creation: Banks, shadow banks and the elasticity of finance”, En *Journal of Post-Keynesian Economics*, Vol. 40, No. 3.
- Norfield, Tony. 2014. “Capitalist Production Good, Capitalist Finance Bad”, En *Economics of Imperialism*, blog en línea disponible en <https://economicsofimperialism.blogspot.com/2014/01/capitalist-production-good-capitalist.html> [Consulta: junio 2019].
- Norfield, Tony. 2016. *The City: London and the Global Power of Finance*. Nueva York: Verso.
- Orhangazi, Özgür. 2008. “Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973-2003”, En *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 32, No. 6, pp. 863-886.
- Palley, Thomas. 2007. “Financialization: What it is and Why it Matters”, *Levy Economics Institute Working Paper*, No. 525. Disponible en línea en <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1077923> [Consulta: noviembre 2018].
- Palley, Thomas. 2009a. *America’s Exhausted Paradigm: Macroeconomic Causes of the Financial Crisis and The Great Recession*. Washington, DC: New America.
- Palley, Thomas. 2009b. *The Limits of Minsky’s Financial Instability Hypothesis as an Explanation of the Crisis*. Washington DC: New America Foundation.
- Palley, Thomas. 2014. *The theory of global imbalances: mainstream economics vs. structural Keynesianism*. Washington DC: AFL-CIO. Disponible en línea en http://www.thomaspalley.com/docs/research/theory_of_global_imbalances.pdf [Consulta: septiembre 2018].
- Panico, Carlo, Antonio Pinto y Matín Puchet Anyul. 2012. “Income distribution and the size of the financial sector: a Sraffian analysis,” *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 1.
- Panico, Carlo, Antonio Pinto, Martín Puchet Anyul y Marta Vázquez Suárez. 2016. “A Sraffian approach to financial regulation,” *Economic Theory and its History Essays in Honour of Neri Salvadori*, coords. Guiseppe Freni, Heinz D. Kurz, Andrea Mario Lavezzi y Rodolfo Signorino. Nueva York: Routledge.

- Panico, Carlo y Antonio Pinto. 2017. “Income Inequality and the Financial Industry”, *Metroeconomica International Review of Economics*: 1-21.
- Pasinetti, Luigi. 1975 [1984]. *Lecciones de Teoría de la Producción*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Pasinetti, Luigi. 1999. “Economic Theory and Technical Progress”, Artículo escrito para la *Royal Economic Society Annual Conference*, Nottingham, 31 de marzo de 1999.
- Pearce, David (editor). 1981 [1992]. *The MIT Dictionary of Modern Economics*. Cambridge: The MIT Press.
- Rabinovich, Joel. 2017. “The financialisation of the nonfinancial corporation. A critique to the financial rentierization hypothesis”, En *Document de travail CNRS*, No. 7234, 2017-22. Centre d'économie de l'Université Paris Nord.
- Ricardo, David. 1817 [2001]. *The Principles of Political Economy and Taxation*. Ontario: Batoche Books.
- Roberts, Michael. 2009. *The Great Recession Profit cycles, economic crisis A Marxist view*. Londres: © Michael Roberts.
- Roberts, Michael. 2014. “Monomania and crisis theory – a reply to David Harvey”, disponible en línea en <https://thenextrecession.files.wordpress.com/2014/12/reply-to-harvey.pdf> [Consulta: junio 2019].
- Roberts, Michael. 2015. “Revisiting a world rate of profit”, artículo escrito para la *2015 Conference of the Association of Heterodox Economists*. Southampton Solent University. Disponible en línea en <https://thenextrecession.files.wordpress.com/2017/09/revisiting-a-world-rate-of-profit-june-2015.pdf> [Consulta: julio 2019].
- Roberts, Michael. 2016a. *The Long Depression How it happened Why it happened and What happens next*. Chicago: Haymarket Books.
- Roberts, Michael. 2016b. “Debating the rate of profit”, En el blog *The next recession*, disponible en línea en <https://thenextrecession.wordpress.com/2016/11/10/debating-the-rate-of-profit/> [Consulta: septiembre 2018].
- Roberts, Michael. 2017. “US rate of profit update”, En blog en línea *The next recession*, disponible en <https://thenextrecession.wordpress.com/2017/11/18/us-rate-of-profit-update/> [Consulta: septiembre 2018].

- Roberts, Michael. 2018. “Debt Matters”, En *World in Crisis*, Guglielmo Carchedi y Michael Roberts (eds.), Haymarket Books, pp. 320-341.
- Roberts, Michael. 2019. Series de datos compartidos por correspondencia personal.
- Rodríguez Vargas, José de Jesús. 1999. *El liberalismo y el monetarismo en las economías avanzadas. Teoría y Desarrollo*. Tesis de Licenciatura, Facultad de Economía, Universidad Nacional Autónoma de México.
- Rojas González, Raúl. 1987. “¿Era Marx un monetarista?”, En *Investigación Económica*, Vol. 46, No. 179 (enero marzo 1987), pp. 29-84.
- Rutherford, Donald. 1992 [2002]. *Dictionary of Economics*. Londres / Nueva York: Routledge.
- Sánchez Vázquez, Adolfo. 1983. “La ideología de la ‘neutralidad ideológica’ en las ciencias sociales,” En *Ensayos marxistas sobre filosofía e ideología*, pp. 138-164. Barcelona: Océano.
- Sánchez Vázquez, Adolfo. 1995. “La crítica de la ideología en Luis Villoro”, En *En torno a la obra de Adolfo Sánchez Vázquez*, Gabriel Lozano Vargas (editor), pp. 593-612.
- Sandoval Ramírez, Luis. 2015. *Los ciclos económicos largos Kondratiev. Algunas observaciones sobre el tema*. Disponible en línea en el sitio de Tiempos Críticos, <https://tiemposcriticos.wordpress.com/> [Consulta: septiembre 2018].
- Say, Jean-Baptiste. 1821[1971]. *A Treatise on Political Economy or The Production, Distribution and Consumption of Wealth*. Nueva York: Augustus M. Kelley.
- Sato, Takuya. 2018. “Japan’s ‘Lost’ Two Decades: A Marxist Analysis of Prolonged Capitalist Stagnation”, En *World in Crisis*, Guglielmo Carchedi y Michael Roberts (eds.), Haymarket Books, pp. 168-192.
- Shaikh, Anwar. 2011 “The First Great Depression of the 21st Century”, En *Socialist Register 2011: The Crisis This Time*, Vol. 47, pp. 44-63.
- Shaikh, Anwar. 2016. *Capitalism: Competition, Conflict and Crises*. Nueva York: Oxford University Press.
- Shaikh, Anwar y Tonak, Ahmet. 1996. *Measuring the wealth of nations The political economy of national accounts*. Cambridge University Press.
- Schleifer, Andrei y Vishny, Robert. 1990. “The Takeover Wave of the 1980s”, En *Science*, Vol. 249, No. 4970, pp. 745-749.

Smith, Adam. 1776 [1981]. *An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. Indianapolis: Liberty Classics.

Smith, Tony. 2005. "Towards a Marxian Theory of World Money", *En Marx's Theory of Money*, coord. Fred Mosley, pp. 222-236. Londres / Nueva York: Palgrave Macmillan.

Snowdon, Brian y Vane, Howard. 2005. *Modern Macroeconomics Its Origins, Development and Current State*. Cheltenham / Northampton: Edward Elgar Publishing.

Sraffa, Piero. 1960. *Production of Commodities by Means of Commodities: Prelude to a Critique of Economic Theory*. Cambridge University Press.

Steedman, Ian. 1977 [1980]. *Marx, Sraffa y el Problema de la Transformación*. México: Fondo de Cultura Económica.

Steuart, Sir James. 1767 [2018]. *An Inquiry Into the Principles of Political Oeconomy: Being an Essay on the Science of Domestic Policy by Free Nations*. Londres: Creative Media Partners.

Stockhammer, Engelbert. 2004. "Financialisation and the slowdown of accumulation", *En Cambridge Journal of Economics*, Vol. 28, No. 5, pp. 719-779.

Stockhammer, Engelbert. 2012. "Financialization, income distribution and the crisis", *En Investigación Económica*, Vol. 87, No. 279, pp. 39-70.

Sweezy, Paul y Baran, Paul. 1966. *Monopoly Capital*. Nueva York: Monthly Review Press.

Tapia, José. 2018. "Investment, Profit and Crises: Theories and Evidence", *En World in Crisis*, Guglielmo Carchedi y Michael Roberts (eds.), Haymarket Books, pp. 85-138.

Thornton, Daniel. 2012. "How Did We Get Inflation Targeting and Where do We Need to Go Now? A Perspective from the US Experience", *En Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 94, No. 1 (enero/febrero 2012), pp. 65-81.

Tily, Geoff. 2007. *Keyne's General Theory, the Rate of Interest and 'Keynesian' Economics Keynes Betrayed*. Hampshire / Nueva York: Palgrave Macmillan.

Treen, Mike. 2014. "A critique of crisis theory", *En International Journal of Socialist Renewal*, disponible en línea en <http://links.org.au/node/4156> [Consulta: junio 2019].

Van Treeck, Till. 2008. “Reconsidering the investment-profit nexus in finance-led economies: an ARDL-based approach”, En *Metronomica*, Vol. 59, No. 3, pp. 371-404.

Veraza U., Jorge. 2010. “Crisis Económica y Crisis de la Forma Neoliberal de Civilización (o de la Subordinación Real del Consumo Bajo el Capital Específicamente Neoliberal)”, En *Argumentos*, Vol. 23, No. 63, pp. 123-157. México: UAM-X.

Veraza U., Jorge. 2013. “Vigencia de la ley marxista de la tasa decreciente de ganancia”; conferencia impartida en el *Encuentro de reflexión y discusión sobre la crisis actual. Homenaje a los 40 años de la publicación de El Capitalismo Tardío de Ernest Mandel*. México: Facultad de Economía e Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM. Disponible en línea en <https://www.youtube.com/watch?v=bH7ADNhm8Bc> [Consulta: junio 2015].

Villoro, Luis. 1995. “El concepto de ideología en Sánchez Vázquez”, En *En torno a la obra de Adolfo Sánchez Vázquez*, Gabriel Vargaz Lozano (editor), pp. 577-592.

Weeks, John. 1982. “A Note on Underconsumptionist Theory and the Labor Theory of Value”, En *Science & Society*, Vol. 46, No. 1 (primavera, 1982), pp. 60-76.

Wray, Randall. 1993. *The Origins of Money and the Development of the Modern Financial System*. Nueva York: The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.