

‘Financiarización’, o la búsqueda de beneficios en la esfera de la circulación

98

La *financiarización* de las economías capitalistas avanzadas durante las últimas tres décadas representa la expansión en la esfera de la circulación, mientras la esfera de la producción ha continuado enfrentándose a dificultades en el crecimiento de la rentabilidad y la productividad. En el transcurso de la *financiarización* las relaciones entre el capital industrial/comercial, los bancos y los trabajadores se han reconfigurado en perjuicio de estos últimos. El sector financiero ha conseguido extraer beneficios directamente del capital industrial/comercial y de los salarios, un proceso denominado «expropiación financiera». Las instituciones financieras se han hecho adeptas a la obtención de beneficios procedentes de la intermediación de transacciones en mercados financieros abiertos, esto es, la banca de inversión. La combinación de la expropiación financiera y la banca de inversión son los catalizadores de la crisis que comenzó en 2007.

Ekonomia kapitalista aurreratuen azken hiru hamarkadetako finantzazioak zirkulazioaren eremuan izandako hedapena azaltzen du; aldiz, ekoizpenaren eremuak errentagarritasunaren eta produktibilitatearen hazkuntzan egondako zaitasunei aurre egiten jarraitu du. Finantzazioa egon bitartean, kapital industrial/komertzialaren, bankuen eta langileen arteko harremanak azken horien kalterako birkonfiguratu dira. Finantza-sektoreak zuzenean eskuratu ahal izan ditu onurak kapital industrial/komertzialek eta soldatetatik; prozesu horrek «finantza-desjabetza» du izena. Finantza-erakundeak finantza-merkatu irekietako transakzioen bitartekotzatik —hau da, inbertsio-bankutik— eratorritako onurak eskuratzearren jarraitzaile egin dira. Finantza-desjabetzearen eta inbertsio-bankaren nahasketea da 2007an hasi zen krisiaren katalizatzailea.

Financialisation of advanced capitalist economies during the last three decades represents expansion of the sphere of circulation, while the sphere of production has continued to face difficulties of profitability and productivity growth. In the course of financialisation, relations between industrial/commercial capital, banks and workers have been put on a different footing. The financial sector has become capable of extracting profit directly out of wages and salaries, a process called financial expropriation. Financial institutions have also become adept at profit-making through mediating transactions in open financial markets, that is, investment banking. The combination of financial expropriation and investment banking catalysed the crisis that began in 2007.

ÍNDICE

1. El análisis de la ‘financiarización’: enfoque, método e hipótesis
2. La ‘financiarización’ y el cambiante equilibrio entre producción y circulación
3. La ‘financiarización’ como proceso económico
4. Conclusión

Referencias bibliográficas

Palabras clave: ‘financiarización’, banco, industria, salario, expropiación.

Keywords: financialisation, bank, industry, salary, expropriation.

N.º de clasificación JEL: E44, E58.

1. EL ANÁLISIS DE LA ‘FINANCIARIZACIÓN’: ENFOQUE, MÉTODO E HIPÓTESIS

La *financiarización* ha tenido un gran atractivo entre los economistas en los años recientes, la cual se acrecentó cuando la crisis estalló y comenzó a expandirse mundialmente (2007-2009). No hay un uso generalmente aceptado del término, aunque ciertamente se refiere al crecimiento extraordinario de las finanzas durante los dos o tres últimos decenios. En la literatura al respecto se pueden encontrar varias aproximaciones analíticas, algunas de las cuales se mencionan más abajo. A pesar de sus diferencias, estos enfoques tienen un punto en común, la asociación de la *financiarización* con un cambio en el equilibrio entre producción y circulación. Este es el punto de partida de este artículo.

Gran parte de las ideas originales sobre la *financiarización* provienen de los trabajos

publicados en la revista de Economía marxista *Monthly Review* que, dirigida por Sweezy y Magdoff, comenzaron ya en los años setenta a prestar atención al crecimiento de las finanzas¹. Para Sweezy (1997) la *financiarización* se debe a la transformación de la acumulación capitalista que comenzó a finales del siglo XIX. La *financiarización* es una de las tres tendencias subyacentes del desarrollo capitalista en el siglo XX junto con el descenso de la tasa de crecimiento y el ascenso de las multinacionales monopolistas. Hay un claro motivo para la *financiarización* en el marco teórico desarrollado por Baran y Sweezy (1966): que en el capitalismo maduro la esfera de la producción es incapaz de absorber en forma de nueva inversión el creciente excedente generado por los monopolios.

¹ Ver Magdoff y Sweezy (1987). Bellamy Foster (2007, 2008) ofrece un esclarecedor registro del uso y significado del término para la *Monthly Review*. Pollin (2004) ha reconocido su deuda con Sweezy por su temprana consideración de la *financiarización*.

Por eso la producción se estanca y el capital busca refugio en la esfera de la circulación, en particular en las actividades especulativas de carácter financiero.

La observación incluida en la obra *Capital monopolista* de Sweezy y Baran (1966) del cambio en el equilibrio entre producción y circulación es particularmente relevante habida cuenta de la relativa ausencia de las finanzas en el *corpus doctrinal* económico actual. El efecto —directo e indirecto— de su argumento puede observarse en innumerables economistas académicos, sean de la escuela marxista, postkeynesiana u otros. De hecho, el argumento no depende en última instancia, de la teoría de la continua expansión del excedente que inunda la esfera productiva. Más bien, resulta ser coherente con varias teorías que identifican disfunciones persistentes en la esfera de la producción. No es sorprendente que la idea de que el capital ha encontrado una válvula de escape en la circulación a raíz de la caída de la producción a mediados de los setenta se haya convertido en moneda de cambio común entre los economistas heterodoxos.

Esta noción está presente, por ejemplo, aunque a veces tácitamente, en la obra de Crotty (1990), Pollin (2007) y Epstein (2005). Además, para estos escritores la *financiarización* está asociada también con la resurrección de la figura del rentista, lo que exacerba la crisis de producción. Los beneficios financieros han aumentado a expensas de los beneficios industriales, y los rentistas son un lastre para los capitalistas industriales. Consecuentemente, la *financiarización* ha inducido unos rendimientos bajos de la inversión, y éstos unas bajas tasas de inversión y de crecimiento en los países desarrollados en años recientes. Recientemente ha surgido una consi-

derable investigación empírica al respecto². Estos trabajos se solapan con el análisis post-keynesiano sobre los problemáticos efectos macroeconómicos de la acumulación impulsada por las finanzas³.

Ahora bien, desde una perspectiva marxista diferente, Brenner (2002) también comparte la noción de que el capital ha buscado refugio en la circulación al estancarse la producción. Brenner, aunque evita la *financiarización* como categoría organizadora, sugiere que las actividades financieras en la esfera de la circulación han crecido como respuesta directa a los problemas de rentabilidad en la esfera de la producción. Por otro lado, el análisis marxista de Dumenil y Levy (2004) también hace hincapié en la búsqueda intensiva de beneficios en la esfera de las finanzas debido al auge del neoliberalismo y a que la rentabilidad en la producción ha sido problemática.

Desde una diferente (y más amplia) perspectiva histórica, la misma idea forma la base del análisis de la *financiarización* de Arrighi (1994). En un análisis histórico, Arrighi argumenta en esencia que las finanzas y la circulación prosperan cuando la producción se estanca. Para él, la *financiarización* representa la decadencia en la larga y cíclica alternancia de las formaciones capitalistas dominantes. La obra de Arrighi es una de las motivaciones del estudio empírico de Krippner (2005) sobre la *financiarización* de la economía norteamericana. Krippner pone de manifiesto la creciente importancia de los beneficios financieros para las corporaciones no financieras durante los últimos cinco decenios.

² Es de destacar Stockhammer (2004) y Orhangazi (2008).

³ Ver Hein, Niechoj, Spahn y Truger (2008).

De forma parecida, la idea de que la circulación ha florecido y se ha expandido a medida que la producción entraba en un periodo problemático también está presente en los trabajos recientes de la escuela de la regulación⁴. Explicando brevemente, se trataría de que, al desintegrarse el «fordismo» la búsqueda de un nuevo régimen de regulación se desplazó a la esfera de las finanzas. El nuevo régimen ha empezado aemerger a través de los mercados financieros, en particular de la bolsa. El enfoque regulacionista entraña con el voluminoso trabajo relativo a los cambios de la gobernanza corporativa desde los años setenta. El principio de «valor de los accionistas» y el correspondiente corporativismo de las corporaciones han sido extensamente analizados y documentados por economistas, escritores de las escuelas de negocios y sociólogos economistas⁵.

La crisis del 2007-09 ha confirmado el énfasis de los economistas en la *financiarización*, ya que aquella ha emanado de la esfera de las finanzas y se ha trasladado a la producción parcialmente a través de mecanismos financieros. Pero la crisis ha mostrado tener también unos desarrollos inesperados arrojando nueva luz sobre la *financiarización* e invitando a repensar la relación entre producción y circulación. Por eso, sus causas más próximas se deben encontrar en el crédito *subprime* en los EE.UU., exacerbado por la ingeniería financiera dentro del sector financiero. No hay precedentes de una crisis de esta magnitud que haya surgido de las transacciones financieras con los grupos más pobres de la clase trabajadora.

⁴ Ver Aglietta (2000), Boyer (2000) y Aglietta y Breton (2001). Ver también Grahil y Teague (2000).

⁵ Lazonick y O'Sullivan (2000) son particularmente relevantes. El «valor de los accionistas» ha sido extremadamente importante en el trabajo del grupo CRESC sobre *financiarización*: ver Savage y Williams (2008) sobre estudios recientes acerca de la *financiarización* y las élites.

dora. Además, su extensión global se debe, en primera instancia, a la titulización asociada con la adopción por la banca comercial de funciones propias de los bancos de inversión. En resumen, la *financiarización* desde el año 2000 ha estado estrechamente relacionada con los ingresos personales de los trabajadores, lo que ha llevado a una transformación del negocio bancario. Esta combinación se ha mostrado letal para ambos sectores, el productivo y el financiero.

Un enfoque marxista que tenga en cuenta estos aspectos de la crisis actual puede ofrecer nuevas visiones sobre la *financiarización*. Como así lo constataron Sweezy y Magdoff, el equilibrio entre la producción y la circulación se ha desplazado a favor de ésta; ahora bien, las causas de ese desplazamiento tienen que ser reconsideradas en términos de las relaciones fundamentales de la acumulación capitalista. Como se indica más adelante, las raíces más profundas de la *financiarización* hay que buscarlas en la relación elemental entre las entidades económicas clave de la acumulación capitalista: las empresas industriales (y comerciales), los trabajadores y las instituciones financieras. Desde este punto de vista, y aún de forma más general si cabe, la *financiarización* se debe a los cambios en las fuerzas y relaciones de producción, combinadas con la transformación del marco institucional y legal de la acumulación capitalista en años recientes.

El enfoque sobre *financiarización* que se propone en este artículo está explícitamente basado en los debates marxistas clásicos sobre el imperialismo y el capital financiero de finales del siglo XIX. La cuestión debatida entonces era la transformación del capitalismo durante el último cuarto del siglo XIX, que se caracterizaba por la emergencia de corporaciones monopolísticas gi-

gantes organizadas con frecuencia en cárteles que operaban en zonas comerciales exclusivas. Entonces, las finanzas globales, dominadas por los bancos monopolísticos, estaban en pleno ascenso. Al mismo tiempo, el predominio británico de los mercados mundiales estaba siendo contestado por Alemania y EE.UU. La contrapartida política de estas tendencias subyacentes eran el militarismo y el imperialismo entre las potencias principales.

Varias teorías marxistas debatían estos fenómenos, pero el análisis de Rudolf Hilferding (1981) destacó sobre las demás. Hilferding, como es bien sabido, sostenía que la transformación del capitalismo se debía al aumento del capital financiero. Se trataba de una amalgama de capital industrial y bancario, creado a medida que las corporaciones monopolísticas se apoyaban cada vez más en la banca para la financiación de su inversión. El capital financiero es dirigido por los bancos y «organiza» la economía de acuerdo a sus intereses, formando bloques comerciales exclusivos y exportando capital monetario. Por tanto, el capital financiero trata de establecer imperios movilizando la ayuda política y militar del Estado. Lenin (1964) adoptó el análisis de Hilferding, añadió el concepto de «rentistas parásitos», hizo mayor hincapié en el monopolio y estableció así la teoría marxista definitiva sobre el imperialismo del siglo XX.

Está claro que la teoría de Hilferding en su forma original encaja mal con los fenómenos del capitalismo contemporáneo. Pero, por varias razones, su teoría es sólida y puede ser una guía para el análisis de la *financiarización*⁶. Primero, porque Hilferding

busca las causas de la gran transformación de su tiempo en las relaciones fundamentales de la acumulación, más que en el cambio político o institucional. Más concretamente, plantea que, a medida que el tamaño de la producción aumenta, los monopolios empiezan a depender fuertemente de la inversión a crédito de los bancos. En su opinión, ello implica una relación más estrecha entre la industria y la banca y, en consecuencia, la emergencia del capital financiero. Segundo, porque Hilferding es perfectamente consciente de las implicaciones organizativas de este proceso. Por eso, el capital financiero se basa en una densa conexión entre finanzas e industria, por medio de nombramientos compartidos, intercambio de información y la toma de decisiones conjunta.

Tercero, aunque se centra en el auge de las finanzas, Hilferding nunca opta por la oposición entre industriales «activos» y financieros «pasivos». No hay sugerencia alguna en su teoría sobre el rentista que presiona al capitalista industrial reduciendo las tasas de inversión y de crecimiento. Más bien al contrario, el capital financiero es una amalgama y por eso el capital industrial tiene un interés directo en la rentabilidad de las operaciones financieras. Cuarto, el imperialismo no es un resultado arbitrario de la opción política, sino que tiene sus raíces en los procesos económicos. En el mismo sentido, el imperialismo tiene un contenido histórico específico y no es el resultado de, digamos, la propensión humana hacia el engrandecimiento y la dominación de otros.

Para decir la verdad, Hilferding también trata algunos fenómenos económicos de forma intuitiva, mientras que exagera su manipulación en otros aspectos. En concreto, su punto de vista de que los grandes

⁶ Hay que tener en cuenta que el sucinto análisis de Hilferding de la esfera de la producción está basado en una evidencia empírica inadecuada.

monopolios dependen crecientemente de los bancos para su inversión financiera es simplemente incorrecto y probablemente el resultado de centrarse excesivamente en las economías alemana y austriaca de su tiempo. Asimismo, la noción de que el capital financiero «organiza» la economía es inverosímil y encaja mal con la gigantesca crisis que tuvo lugar en los años veinte y treinta. Lenin fue más cuidadoso en este punto. Sin embargo, el enfoque y los resultados de Hilferding marcaron el camino y fueron un modelo para el análisis posterior de la *financiarización*.

La *financiarización* tiene analogías evidentes con la transformación del capitalismo al comienzo del siglo XXI: las corporaciones multinacionales dominan actualmente la economía mundial, las finanzas están de nuevo en ascenso global, la exportación de capital ha crecido sustancialmente y un cierto tipo de imperialismo además del clásico se ha consolidado. Pero al mismo tiempo, no hay una fusión de los bancos con la industria, los bancos no son dominantes frente a la industria; y no existen zonas comerciales exclusivas estrechamente relacionadas con imperios territoriales. Sin embargo, el presente periodo sí se caracteriza por la interpenetración de las finanzas y la industria y, más en general, de las finanzas con las actividades de los trabajadores, lo que convierte la obra de Hilferding en un instrumento analítico indispensable.

En el resto del artículo la *financiarización* se discute sobre esta base, a la vez que se recurre a los trabajos teóricos y empíricos más recientes⁷. Se muestra que la *fi-*

nanciarización hunde sus raíces, en primer lugar, en los cambios profundos de las relaciones entre capital financiero e industrial. Más específicamente, las grandes corporaciones industriales y comerciales se han hecho menos dependientes de los bancos para su financiación. Los mercados financieros abiertos han crecido y se han globalizado, y las corporaciones se han financiarizado en el sentido de que han adquirido activos financieros y emitido pasivos financieros comercializables en grandes proporciones.

Por consiguiente, las instituciones financieras se han visto forzadas a cambiar profundamente durante los tres últimos decenios. Sobresalen dos entre los muchos cambios acaecidos: primero, los bancos se han dirigido hacia las rentas de los particulares como fuente de beneficios; y segundo, los bancos han adoptado métodos de la banca de inversión generando beneficios por la vía de las tasas, comisiones y negociando por cuenta propia en los mercados financieros. La *financiarización* de los ingresos de los trabajadores en general es el resultado de la conversión de las rentas individuales en objeto del negocio bancario, lo que a su vez ha supuesto un acicate para el fenomenal desarrollo de las actividades de mercado (fondos de inversión, fondos de pensiones, tarjetas de crédito, etc.) de la banca. Los trabajadores se han visto fuertemente implicados en las actividades del sistema financiero formal tanto en términos de crédito (hipotecario y al consumo) como en términos de activos (fondos de pensiones y seguros). Estos desarrollos se deben en gran medida a la eliminación de las provisiones públicas de bienes y servicios que forman parte del salario real: vivienda, sanidad, educación, pensiones, etc. En consecuencia, las instituciones financieras, han

⁷ Ver especialmente toda la literatura incluida en las referencias bibliográficas sobre la *financiarización* según el enfoque del materialismo histórico.

sido capaces de extraer beneficios directa y sistemáticamente de las rentas del trabajo (remuneración de asalariados). A este proceso se le denomina la «expropiación financiera».

La *financiarización* ha significado ciertamente la búsqueda de beneficios en la esfera de la circulación. No obstante, como se intentará probar en el resto del artículo, éste ha sido un proceso estructural y profundamente enraizado. Finalmente, tiene que hacerse alusión aquí a que la *financiarización* ha sido también de cambios en las instituciones y en los mecanismos de toma de decisiones de política económica, incluyendo al Banco Central. Además la *financiarización* ha supuesto una transformación de las finanzas internacionales –típicamente relacionadas con el papel del dólar como moneda mundial– que ha afectado, globalmente a las relaciones de distribución de poder y del excedente a escala planetaria. Estos desarrollos sin embargo quedan fuera del alcance de este artículo, que se centra en los aspectos nacionales subyacentes de la *financiarización*.

En la segunda parte, se concibe la *financiarización* en términos del equilibrio entre producción y circulación. Se presta una atención especial al cambio tecnológico y a su impacto en la productividad. La tercera parte versa sobre el contenido económico de la *financiarización* y considera: en primer lugar, las relaciones entre las instituciones financieras y las corporaciones industriales y comerciales; en segundo lugar, el giro de las instituciones financieras hacia los ingresos de los trabajadores; y, tercero, el giro de las instituciones financieras hacia las actividades de intermediación en los mercados financieros abiertos. Finalmente, en la cuarta parte se recogen las conclusiones.

2. **LA ‘FINANCIARIZACIÓN’ Y EL CAMBIANTE EQUILIBRIO ENTRE PRODUCCIÓN Y CIRCULACIÓN**

2.1. **La asimetría en el desarrollo de la producción y la circulación**

En algunos aspectos, la *financiarización* de los principales países desarrollados durante las tres últimas décadas es evidente hasta el punto de resultar trivial. El sector financiero ha crecido en relación al resto de la economía, incluso en relación con la mano de obra empleada; los activos financieros se han convertido en una gran parte de los activos de las corporaciones no financieras; el préstamo personal para la vivienda, el consumo, la educación y la sanidad ha crecido de forma sustancial, así como los activos particulares mantenidos para las pensiones, los seguros, etc.; los mercados financieros globales se han integrado crecientemente; los flujos de dinero y capitales han alcanzado niveles sin precedentes, y la lista podría alargarse fácilmente.

De forma simple y sumaria, desde los años setenta la esfera de la circulación (en particular, el sector financiero) ha exhibido un mayor dinamismo que la esfera de la producción. No hay duda de que el sector productivo de los países desarrollados ha tenido unos magros resultados durante este periodo, como así lo ponen de manifiesto los menores ratios de crecimiento en comparación con el periodo anterior a 1973. En los países capitalistas desarrollados parece haberse desarrollado una producción renqueante y una vigorosa circulación, en particular, unas finanzas boyantes. Si bien las características particulares de la asimetría varían entre los países desarrollados (también entre países desarrollados y

en desarrollo) su existencia no da lugar a dudas.

Esta asimetría es fundamental para la *financiarización* y forma un punto de partida natural para el análisis. ¿Cuáles son las razones de su surgimiento? Desde una perspectiva marxista, si el equilibrio entre las esferas constituyentes de la economía capitalista se ha alterado significativamente, las causas más profundas tienen que buscarse en los desarrollos de las fuerzas y relaciones de producción. Estos darían cuenta de los diferentes patrones de crecimiento en la producción y la circulación, incluyendo la aparición de nuevos campos de rentabilidad.

A partir de aquí las raíces de la *financiarización* durante los tres últimos decenios hay que encontrarlas, por un lado, en la revolución tecnológica de las telecomunicaciones y la información y, por otro, en la desregulación de los mercados de trabajo y financieros, contando con la ayuda de la intensificación de la explotación del trabajo. Estos factores materiales subyacentes parecen haber impactado en la esfera de la circulación, incluidas las finanzas, con una fuerza especial. Establecer y analizar su funcionamiento con detalle histórico es, por supuesto, una labor enorme, muy lejos del alcance de este artículo. Pero algunas pistas del efecto del cambio tecnológico se pueden adivinar por la trayectoria del crecimiento de la productividad del trabajo durante este periodo. Esto se discute en el apartado 2.2, mientras que el efecto de la desregulación se considera brevemente en el apartado 2.3.

2.2. El cambio tecnológico y el crecimiento de la productividad

La productividad ha continuado creciendo en los EE.UU., Japón y otros países de-

sarrollados desde mediados de los años setenta. Sin embargo, el dinamismo de la expansión capitalista depende de la tasa de crecimiento de la productividad. A este respecto, la asimetría entre la producción y la circulación en décadas recientes tiene que ver con la inestabilidad de la tasa de crecimiento de la productividad y, por tanto, con naturaleza del cambio tecnológico subyacente.

Pero antes de discutir este punto hay problemas conceptuales que afrontar. La productividad en la esfera de la producción es un concepto claro (el *output* físico por trabajador) y depende del progreso tecnológico, de la cualificación de la mano de obra, la organización de la producción, etc. Pero la productividad en la esfera de la circulación es mucho más problemática. Las empresas que se especializan en la circulación son con frecuencia intermediarios (por ejemplo, las instituciones financieras) y por eso no producen *output*. Además, desde una perspectiva marxista no producen realmente valor.

La ausencia de creación de valor en la circulación no es directamente relevante para medir la productividad porque en el caso de ésta se trata del *output* físico por trabajador. Sin embargo, la ausencia de creación de valor limita el impacto económico del crecimiento de la productividad en la esfera de la circulación. El crecimiento de la productividad es importante, en última instancia, porque altera el valor del *output* por unidad de trabajo y, por tanto, tiene un efecto sobre los costes y la rentabilidad en la economía. No obstante, los intermediarios que operan en la circulación tienen un volumen cuantificable de actividades, el volumen de negocio. Además, tienen un gran número de empleados que suponen el grueso de los costes. Por eso, una medida

del volumen de las actividades relativa al trabajo empleado podría ser un indicador válido de cómo movilizan recursos los intermediarios.

A estos problemas conceptuales se añaden dificultades insuperables de cuantificación porque la productividad se refiere a agregados cuantitativos de valores de uso muy heterogéneos. Pero estos conocidos problemas no son una cuestión a tratar en este trabajo. Es suficiente para nuestros propósitos referirnos a las medidas de productividad convencionales, independientemente del método empleado. A este respecto, incluso el concepto y la medida de la productividad total de los factores puede ser de utilidad, aun tratándose de una medida residual de la productividad, cuya definición positiva y medición es claramente problemática. La productividad total de los factores se ha utilizado sistemáticamente y puede proporcionar a pesar de todo una idea del dinamismo del cambio de la productividad⁸.

En esta línea, la literatura convencional ha demostrado que el crecimiento de la productividad para el conjunto de la economía ha sido deficiente desde finales de los años setenta entre los países desarrollados. El crecimiento de la productividad manufacturera ha sido débil, pero la productividad de los servicios ha sido aún más débil. Los EE.UU. son una excepción, durante el breve periodo de finales de los noventa a

⁸ El método de medición de la productividad ha cambiado drásticamente en los EE.UU. durante las dos últimas décadas con la adopción de «índices o precios hedónicos», que son profundamente insatisfactorios. Pero esto, de nuevo, no tiene relevancia para el propósito de este artículo. A los precios hedónicos se les acusa de ser los «causantes» del superior crecimiento de la productividad por trabajador que del global de la economía norteamericana, una productividad puramente contable.

principios de 2000⁹. Pero, durante la burbuja del 2001-07 el crecimiento de la productividad del trabajo parece haber descendido de nuevo¹⁰. Es importante advertir que el crecimiento de la productividad también ha tenido problemas en las finanzas. Un bajo crecimiento de la productividad en las finanzas encaja bien con la literatura que examina directamente el coste de los bancos y que pone de manifiesto que los intermediarios financieros han sido ineficientes en los últimos años¹¹. En resumidas cuentas, las nuevas tecnologías y las prácticas laborales asociadas no han conseguido durante las tres últimas décadas situar a la economía capitalista en una senda de crecimiento sostenido y rápido de la productividad, incluido el sector financiero.

Por qué es así no está claro, pero evidentemente tiene que ver con la naturaleza de las tecnologías de la información y la comunicación así como con las prácticas que exigen y promueven. Al margen de las razones para ello, el tímido crecimiento de la productividad no contribuye a la expansión de la esfera de la producción. A largo plazo las ganancias de productividad reducen los costes y generan un aumento en el valor del excedente (relativo) expandiendo la acumulación capitalista. El mediocre crecimiento de la productividad en los últimos decenios está asociado a unos resultados escasos en el sector de la producción, incluyendo una débil rentabilidad. El fortalecimiento de la rentabilidad en la esfera de la producción durante estos últimos decenios

⁹ La literatura es amplia. Ver de forma muy selectiva Gordon (1999), Jorgenson y Stiroh (2000), Oliner y Sichel (2000), Triplett y Bosworth (2003).

¹⁰ La Oficina de Estadísticas Laborales de EE.UU. ha registrado un descenso constante de la tasa de crecimiento de la productividad del trabajo desde 2002.

¹¹ Ver Berger y Mester (1997, 2003).

se ha debido principalmente al estancamiento de los salarios a la vez que se ha intensificado el empleo de mano de obra, permitiendo así a los capitalistas extraer los beneficios de los aumentos de la productividad laboral que hayan podido tener lugar. La recuperación de la rentabilidad no ha sido, por tanto, el resultado de mejoras dinámicas de productividad mediante el progreso tecnológico, la mejora del capital humano, o las mejoras organizativas.

Al mismo tiempo, el impacto de las nuevas tecnologías en la esfera de las finanzas, ha sido espectacular. Las finanzas pueden no haber sido más eficientes ni productivas en términos de intermediación por empleado, pero han sido capaces de llevar a cabo operaciones antes imposibles. Los cambios son evidentes en el ámbito de la organización interna de las instituciones financieras, la velocidad de las transacciones, la habilidad de la ingeniería financiera, los enlaces entre los mercados financieros, las técnicas de estimación y gestión del riesgo, etc.¹². Y, por último, las finanzas han sido técnicamente capaces de negociar con un gran número de prestatarios.

Estos cambios están en el núcleo de la asimetría entre la producción y la circulación. Frente a un crecimiento renqueante de la productividad, la esfera de las finanzas, estimulado por la nueva tecnología y la cualificación en el laboral, ha sido capaz de expandirse más rápidamente que la producción. De esta manera, las finanzas han generado nuevas fuentes de rentabilidad para el conjunto de la clase capitalista. Estas nuevas vías de realización del beneficio es, una característica vital de la *financiarización*, son particularmente importantes en

un contexto de crecimiento débil de la productividad.

2.3. La desregulación

Las fuerzas y las relaciones de producción no operan en el vacío sino dentro de complejos sistemas institucionales, políticos, de costumbres, etc. Por usar la sintética frase de Trotsky (1923), se trata de «condiciones externas a través de cuyos canales fluye el desarrollo capitalista»¹³. Respecto a la *financiarización*, este «canal» se formó debido a las profundas transformaciones institucionales y legales asociadas con el neoliberalismo desde finales de los años setenta. Destacaremos dos.

La primera es la desregulación de los mercados de trabajo, con el desplazamiento consiguiente de las relaciones de poder en detrimento de la mano de obra organizada. La desregulación del mercado de trabajo incluye una menor protección del empleo y el uso del desempleo y de las reservas de la mano de obra inmigrante como un mecanismo disciplinario. La composición de la fuerza de trabajo también ha cambiado mediante la entrada en el mercado de trabajo de la mujer y del empleo a tiempo parcial, que han coincidido frecuentemente. La flexibilidad en el empleo, la invasión del tiempo privado por el trabajo, el trabajo no remunerado y un trabajo más intensivo han caracterizado este periodo. Entre tanto, los salarios reales se han prácticamente estancado en todos los países capitalistas desarrollados. Los cambios en los procesos de trabajo y en el marco institucional y legal del mercado de trabajo, junto con el estancamiento de los salarios reales, ha contribuido a una

¹² Esto se discute en Lapavitsas y Dos Santos (2008).

¹³ De paso criticaba brevemente la teoría de las ondas largas de Kondratieff.

recuperación parcial de la rentabilidad después de 1982¹⁴.

La segunda es la desregulación de los mercados financieros, un proceso que comenzó a finales de los años sesenta. La liberalización financiera supuso inicialmente medidas para eliminar los controles a los tipos de interés y a los volúmenes de crédito concedidos por las instituciones financieras, principalmente a los bancos de los países desarrollados. La desregulación del límite cuantitativo y del precio del crédito sigue siendo el núcleo de la liberalización financiera. No obstante, a comienzos de los años setenta, la tendencia liberalizadora también se extendió hacia los países en vías de desarrollo, en donde fue adquiriendo gradualmente el carácter de nuevo paradigma del desarrollo.

Una vez puesta en movimiento, la liberalización financiera adquirió un conjunto de nuevas características, como la formación y promoción de mercados de capital, la eliminación de prácticas no competitivas entre *brokers* de mercado, la canalización de los ahorros privados hacia los mercados de capital en forma de fondos de pensiones y seguros, la eliminación de los controles a los flujos de fondos prestables internacionales, promoviendo operaciones transfronterizas entre instituciones financieras, etc. De esta compleja manera la desregulación financiera se convirtió en una parte integral del Consenso de Washington que ha dominado el pensamiento sobre el desarrollo y la política macroeconómica desde finales de los años ochenta.

Brevemente, y de forma general, la *financiarización* es el resultado del desarrollo en

las fuerzas y las relaciones de producción junto con los cambios en el marco institucional y legal de la acumulación. Representa una transformación sistémica de la economía capitalista y como tal ha tenido implicaciones profundas en la vida social. La asunción completa de esta transformación ha emergido gradualmente, en parte porque la retórica y la práctica del neoliberalismo han dirigido la atención hacia la liberalización general de los mercados. Pero el neoliberalismo ha actuado como comadrona del capitalismo financiero.

3. LA ‘FINANCIARIZACIÓN’ COMO PROCESO ECONÓMICO

La *financiarización* representa, por tanto, un cambio en el equilibrio entre la producción y la circulación que se deriva de los cambios en las fuerzas y relaciones de producción así como en el contexto institucional y legal de la acumulación. Esta sección entra en mayor profundidad en las raíces económicas específicas de la *financiarización*, ubicándolas en las relaciones económicas entre las empresas industriales y comerciales, las instituciones financieras y los trabajadores. Como ya se discutió en la primera sección, el enfoque analítico adoptado aquí se deriva de los debates marxistas clásicos sobre el capital financiero y el imperialismo. Siguiendo el espíritu del análisis de Hilferding, las raíces de la *financiarización* van a ser buscadas en las relaciones profundas entre industria, banca y trabajadores.

3.1. El capital industrial y el financiero

El desarrollo del mercado mundial durante los tres últimos decenios presenta dos

¹⁴ Ver Dumenil y Levy (2005) en relación con la senda de la rentabilidad y los factores que la afectan.

tendencias significativas aunque parezcan contradictorias a primera vista. Por un lado, la competencia se ha intensificado a lo largo y ancho de los mercados globales desregulados; por otro lado, la economía mundial ha acabado siendo dominada por las corporaciones multinacionales (CMN). En definitiva, el periodo de *financiarización* representa una elevadísima concentración del poder en manos de las CMN en relación con el comercio mundial y la inversión extranjera directa¹⁵. Sin embargo, el surgimiento de las CMN no ha llevado a la emergencia de bloques comerciales exclusivos, aun a pesar de que el proteccionismo está presente y se emplea frecuentemente contra los países en vías de desarrollo.

Antes al contrario, la competencia en los mercados mundiales parece haberse intensificado sin el control monopolístico de precios y cantidades. Las nuevas CMN también han emergido en los países en vías desarrollo como Brasil, China, Corea, Malasia, India. Incluso han retado a las CMN de los países desarrollados, con frecuencia en los propios mercados de estos, pero también en nuevos mercados de los países en desarrollo¹⁶. Este fenómeno es sintomático del desplazamiento gradual de la capacidad productiva desde los centros tradicionales de la acumulación industrial en el Oeste, hacia Asia, principalmente.

La *financiarización* se ha basado en los cambiantes requerimientos y prácticas de las empresas corporativas dominantes, CMN incluidas. Al contrario de lo que postulaba Hilferding, las corporaciones industriales de gran tamaño se han acostumbrado

a financiar sus necesidades de inversión recurriendo en menor medida a los bancos. El principal mecanismo es la reinversión de sus propios beneficios, como ya lo planteó Sweezy (1942: p. 267), en las décadas posteriores a la segunda guerra mundial. Hay varios estudios empíricos que así lo constatan a escala agregada¹⁷. Las razones de este fenómeno no están totalmente claras, pero probablemente tengan que ver con la estructura organizativa interna de las CMN así como con el tipo de tecnología que ha predominado en el periodo de la postguerra.

Por otro lado, en cuanto a la financiación externa, las CMN han recurrido crecientemente a los mercados de bonos, la bolsa de valores e instrumentos relacionados. La experiencia de las pasados cuatro o cinco decenios no deja lugar a la duda en relación a las tendencias seculares entre los países principales desarrollados¹⁸. El ejemplo más contundente son las corporaciones japonesas, que solían recurrir de forma masiva a la financiación bancaria durante los años del *boom* posteriores a la guerra, pero que han ido diversificando su financiación de manera creciente hacia los mercados mundiales. Las razones más profundas de este desplazamiento no están, una vez más, claras, pero probablemente tengan que ver con que las corporaciones mismas se encontraron con enormes fondos ociosos bajo su control durante un tiempo a medida que sus beneficios no distribuidos han ido haciéndose significativos. Inevitablemente, las corporaciones han buscado formas rentables para prestar esos fondos cortocircuitando a los intermediarios financieros (bancos).

¹⁵ Ver Morera y Pojas (2009).

¹⁶ Las tendencias recientes se resumen en UNCTAD (2006).

¹⁷ Ver, por ejemplo, Corbett y Jenkinson (1997).

¹⁸ Para algunos datos relevantes ver Lapavitsas (2009).

Los cambios en las necesidades financieras de las grandes corporaciones han favorecido el crecimiento de los mercados de capital (bonos, renta fija en general) a los que las corporaciones pueden acceder como prestamistas y prestatarios. La flexibilidad y el bajo coste hicieron que esos mercados fueran más atractivos en relación a los bancos, impulsando a las corporaciones a diversificar sus fuentes de financiación y dirigirse hacia el mercado. A medida que el cambio hacia los mercados abiertos se ha consolidado, las corporaciones han sido capaces de desarrollar sus propias capacidades para realizar operaciones financieras independientes. Tales capacidades incluyen el tradicional crédito comercial –al que las corporaciones han recurrido siempre de manera importante pero adoptando cada vez formas más complejas– pero también la negociación de títulos valores y divisas.

La sofisticada tecnología de las corporaciones financieras ha sido decisiva en el curso de las sucesivas olas de fusiones y adquisiciones durante los tres últimos decenios. Además de haber captado pequeñas cantidades de fondos financieros netos de los mercados abiertos, las corporaciones se han involucrado intensamente en los mercados de valores, emitiendo y adquiriendo acciones¹⁹. Los activos financieros mantenidos por el sector empresarial han aumentado de forma sustancial entre los países desarrollados. La importancia de este fenómeno para la *financiarización* no se puede exagerar. En lugar de haber conseguido una mayor independencia de los bancos, las corporaciones industriales se han implicado más

¹⁹ La tendencia es particularmente clara en los EE.UU.; ver Dos Santos (2009)

en las actividades financieras. La moderna CMN está «financiarizada» en el sentido de que las transacciones financieras son una parte sustancial de sus actividades y de los beneficios realizados²⁰.

Finalmente, el impulso dado a los mercados financieros por la participación de las corporaciones ha socavado las regulaciones financieras. «El arbitraje en la regulación» (es decir, sortear la regulación) fue muy importante ya en los sesenta y setenta a medida que las corporaciones norteamericanas y otras empezaron a poseer y negociar fondos prestables en los mercados europeos, mercados extraterritoriales más allá del control sobre precios y cantidades que existía por entonces. Este proceso preparó el terreno para la desregulación financiera que tomó carta de naturaleza en los años setenta y ochenta. La desregulación financiera se encontró con el terreno abonado por el espontáneo desarrollo de las fuertes vinculaciones entre las corporaciones industriales y las instituciones financieras (bancos y mercados).

Para recapitular, y usando el léxico de Hilferding y Lenin, durante los tres últimos decenios el capitalismo monopolista se ha hecho más independiente de los bancos, pero también más fuertemente implicado en transacciones financieras. Se ha «financiarizado» en la medida en que ha adquirido funciones que previamente pertenecían a las instituciones financieras. Pero también se ha hecho más autónomo en relación con la esfera de las finanzas. El capital monopolista en la era de la *financiarización* no está dominado por los bancos.

²⁰ Así se puso de manifiesto para las corporaciones del Reino Unido en la obra previamente mencionada de Kippner (2005)

3.2. Las instituciones financieras y los ingresos de los trabajadores

Estos procesos han tenido implicaciones complejas para los bancos comerciales en los principales países desarrollados y llevado a su gradual transformación. Las oportunidades de realizar beneficios con los préstamos concedidos a las grandes corporaciones se han reducido en la medida en que crecían los mercados de capital abiertos. Este es el núcleo de la desintermediación financiera que emergió como el principal problema para los bancos en los años ochenta y noventa. La desregulación financiera exacerbó la presión sobre los bancos para la eliminación de los controles sobre los tipos de interés. Los depósitos bancarios se hicieron más costosos y, a medida que crecían los mercados financieros, dejaron de ser una forma de captar liquidez. Por los motivos que se discuten más adelante, los ahorros individuales encontraron otras salidas más rentables. El resultado fue el fin de la intermediación financiera tradicional de la postguerra en los países desarrollados, esto es, recabar depósitos seguros para conceder préstamos a la industria y las familias.

Los bancos comerciales han buscado en consecuencia otras vías de obtención de beneficio y en ese proceso se han reinventado a sí mismos. Han buscado toda una variedad de actividades, incluyendo en los años setenta y principios de los ochenta el préstamo masivo a los países en desarrollo, la negociación a gran escala de divisas, las transacciones monetarias en el mercado mundial, las remesas de emigrantes, los préstamos sindicados a CMN, las fusiones y absorciones de empresas, etc. No obstante, destacan dos «innovaciones» que caracterizan la era de la *financiarización*: la

primera, el préstamo a los particulares para hipotecas y consumo; la segunda, haberse metido de lleno en la intermediación financiera para cobrar tasas y comisiones así como para intermediar por cuenta propia (banca de inversión). Ambos han sido determinantes para el desarrollo de la burbuja del periodo 2001-2007 y su consiguiente pinchazo. El primero se trata brevemente en esta sección, el segundo en la siguiente.

El crédito a los trabajadores y a otros individuos no es un fenómeno nuevo; las casas de empeño (e incluso instituciones formales que prestaron a particulares) precedieron al capitalismo industrial. Pero durante el transcurso del siglo XX el préstamo al consumo así como las operaciones financieras más complejas que involucraban la renta personal se convirtieron en operaciones permanentes de las finanzas formales. La *financiarización* desde finales de los años setenta ha sido testigo de una profunda agudización de estos fenómenos. Los ingresos personales de los trabajadores y otros se han «financiizado». Con esto nos referimos al préstamo para la vivienda, para el consumo, la educación, la salud, etc. También nos referimos a los activos financieros, incluyendo (de nuevo) la vivienda, pensiones, seguros, fondos del mercado monetario, etc.²¹.

La preponderancia del préstamo personal se debe a los desarrollos que conectan la *financiarización* a los cambios en la producción y en la economía en general. Destaca por encima de todos que los salarios reales se han estancado desde los años setenta en adelante en varios países capitalistas desarrollados. En este contexto, el

²¹ Se puede encontrar evidencia relevante para estas tendencias en la edición especial de *Historical Materialism* mencionada más arriba.

consumo se ha visto crecientemente mediatisado por las finanzas. Este fenómeno ha convertido el aplazamiento del pago de bienes adquiridos con los salarios, en una práctica socialmente extendida y aceptada en la mayoría de los países desarrollados. De hecho, los bienes de la cesta salarial se han consumido de forma creciente mediante el descuento de los ingresos salariales futuros. El sistema financiero se ha insertado él mismo en este proceso, extrayendo beneficios directamente de los sueldos y salarios.

Sin embargo existe una contradicción evidente en el núcleo de este fenómeno: la deuda individual ha estado creciendo mientras los salarios reales se han estancado lo que causa a su vez que los medios para garantizar el crédito personal sean si cabe más escasos. Las implicaciones son claras. Dado que el grueso de este endeudamiento ha sido empleado en la adquisición de vivienda, se han creado las condiciones ideales para la generación de burbujas en los países desarrollados (y, en algunos casos, en desarrollo). Las hipotecas parecían estar válidamente respaldadas durante breves períodos de tiempo a través del aumento continuo de los precios de la vivienda, pero esto se ha debido sobre todo al fácil acceso al crédito. La explosión de la burbuja tiene lugar entonces inevitablemente cuando los salarios reales se muestran incapaces de afrontar la devolución del principal y el pago de intereses crecientes de unos préstamos cuyo volumen global crece desmesuradamente. Esto es lo que sucedió en resumidas cuentas en los EE.UU. entre 2001 y 2007 y también en otros países durante las tres últimas décadas.

Al mismo tiempo, y como parte de la agenda neoliberal, se ha producido una retirada gradual de la provisión pública en va-

rias esferas directamente relacionados con la circulación de la renta de los trabajadores por cuenta ajena y de otros grupos. El repliegue de la provisión pública de bienes y servicios ha sido vital en la vivienda, que constituye la gran parte de la deuda de los consumidores. Entre tanto, la propiedad privada de la vivienda –opuesta a la vivienda pública o el alquiler– se ha promovido como un mecanismo de atadura social en EE.UU., Reino Unido y otros países. Pero la provisión pública también ha retrocedido en la salud, la educación, el transporte, en bienes tradicionalmente calificados como públicos, etc. En su lugar, y para hacer frente a esas necesidades sociales, se han hecho contratos privados. De esta manera las finanzas han extendido su alcance al crédito. De hecho, la circulación de los ingresos de los trabajadores, en la medida en que se han mediatisado crecientemente por las finanzas, se han privatizado aún más. La desaparición de la provisión pública en esas áreas, ha promovido la «*financiarización*» del individuo, alentando la emergencia de las finanzas como mecanismo para hacer frente a esas necesidades sociales.

No obstante, los ingresos de los trabajadores se han financiarizado también en relación con los activos. Hasta cierto punto, el crecimiento de los activos financieros personales, es meramente un resultado automático, producto de la conversión de la vivienda en un activo financiero, que es con diferencia el mayor activo poseído por los trabajadores. Sin embargo, la *financiarización* de la vivienda ha tenido unos efectos perniciosos pues ha ocupado un porcentaje creciente del gasto de los trabajadores respecto de su renta. La vivienda, crea como pasivo una obligación fija a través de la deuda hipotecaria, pero como activo su valor varía al son de los caprichos del merca-

do. Esto ha sido una característica de las burbujas de la *financiarización*. En el transcurso de la burbuja de la vivienda, la riqueza financiera neta de los hogares parece aumentar, lo que alienta aún más el consumo, pero cuando la burbuja explota ocurre lo contrario y limita el consumo.

El crecimiento de los activos financieros personales también se debe a la progresiva retirada de la provisión pública de bienes públicos y a la política neoliberal en general. Las pensiones son el elemento principal del ahorro de los trabajadores, sobre todo a medida que la esperanza de vida se ha alargado en los países desarrollados. La retirada del Estado en la provisión de pensiones ha creado un espacio para la actividad financiera en el ámbito privado, sobre todo a través de los fondos de pensiones. La política neoliberal ha promovido activamente el flujo de ahorro personal hacia los fondos de pensiones, pero también hacia las compañías de seguros y a una serie de intermediarios operativos en los mercados financieros abiertos. Así, la regulación 401K en los EE. UU. y toda una serie de medidas similares en el Reino Unido, ha reconducido activamente los ahorros personales hacia la esfera del capital financiero privado. Para los bancos comerciales y de inversión, esto ha representado aún más oportunidades para la realización de beneficios mediante la intermediación. En pocas palabras, y como se explica más adelante, fueron impulsadas las funciones de la banca de inversión.

La creciente importancia de los ingresos de los trabajadores como objetivo de las operaciones de los bancos significa un cambio central en la realización de beneficios, característica de la *financiarización*. En línea con la economía política clásica, la teoría marxista analiza los beneficios de los bancos como derivación típica de la gestión

de las transacciones monetarias de las empresas (que consiguen alcanzar una tasa de beneficio promedio) así como del préstamo a las empresas (consiguiendo intereses como una parte del excedente empresarial). Los beneficios de los bancos que se derivan de la mediación en el circuito de los ingresos de los trabajadores (como pasivos o activos) constituyen una nueva fuente de beneficios. Tales beneficios financieros están enraizados en la esfera de la circulación y provienen directamente de los sueldos y salarios. Este proceso se ha calificado en otros sitios como «expropiación financiera²²» y es un elemento clave de la *financiarización*.

La expropiación financiera tiene un contenido de expoliación que deriva de las diferencias estructurales entre instituciones financieras y los trabajadores en relación a la disponibilidad de información, poder económico y social, y de las alternativas para realizar transacciones. Por un lado, los trabajadores se han visto cada vez más forzados a acudir a las finanzas privadas a medida que la provisión pública de bienes básicos de consumo salarial se ha retraído. Los beneficios financieros se han extraído de los ingresos salariales por vías que recuerdan las prácticas del pago en especie, excepto que ahora esto sucede a escala social y que los beneficios van a parar a las instituciones financieras y no a los que proporcionan bienes de consumo salarial. Por otro lado, los beneficios financieros se han extraído también de los ingresos de los trabajadores por la vía del préstamo para consumo e hipotecario en condiciones predadoras y de otras formas de cargar comisiones y sobretasas excesivas por la prestación de servicios fi-

²² Ver Lapavitsas (2009). Ver también Dymski (2009) y Dos Santos (2009) sobre un análisis del contenido expropiativo del préstamo personal.

nancieros. Estas prácticas son una reminiscencia de la vieja tradición de la usura, llevada a cabo ahora por el sistema financiero formal.

En resumen, la expropiación financiera representa la generalización a escala social de prácticas financieras que se asemejan al pago en especie y la usura. Esto ha permitido a las instituciones financieras relanzar sus beneficios independientemente del valor excedente generado en la esfera de la producción.

3.3. **La mediación de los mercados financieros y el crecimiento de los bancos de inversión**

La segunda tendencia característica de la transformación de los bancos en el proceso de la *financiarización* es el cambio hacia la mediación en los mercados financieros. Los bancos han intentado lucrarse del cobro de tasas y estas comisiones, pero también han hecho beneficios mediante la negociación por cuenta propia, funciones, que son esencialmente de los bancos de inversión, junto con el giro de los bancos hacia los ingresos de los trabajadores, han sido una razón de primer orden de la crisis del 2007-09. El préstamo individual, incluido el préstamo hipotecario, no habría podido generar nunca por sí mismo una crisis capitalista global, como así se aprecia en el relativamente pequeño tamaño del mercado *subprime* de los EE.UU. en comparación con el mercado hipotecario en su conjunto, y aún más comparado con el sistema financiero americano. Pero cuando el préstamo a los particulares fue combinado con el crecimiento de la banca de inversión, se demostró capaz de desencadenar una severa recesión.

La adopción de prácticas propias de la banca de inversión es en parte una reacción de los bancos al crecimiento de los mercados financieros abiertos. Estos mercados son el terreno natural de la banca de inversión, es decir, de bancos que toman prestado a corto en los mercados de dinero al por mayor para invertirlo a largo en títulos, consiguiendo beneficios mediante tasas y comisiones, así como con el negocio por cuenta propia²³. Los beneficios de estas fuentes, en especial la negociación propia, fueron fundamentales para la rentabilidad de los bancos durante la burbuja del 2001-07. El crecimiento de estas actividades bancarias ha sido notable desde finales de los años setenta, se aceleró en los ochenta; y se le dio estatus formal con la abolición de la ley Glass-Steagall en los EE.UU. en 1999 y con legislación similar en otros países.

El giro de los bancos hacia la intermediación en los mercados financieros está relacionado con el desarrollo de tendencias más generales que ya se han discutido antes. En primer lugar, el aumento de los capitales monopolistas en la forma de CMN ha impulsado repetidas oleadas de fusiones y adquisiciones. El capital monopolista puede de no haber necesitado importantes fondos financieros para la inversión en los mercados de capital, pero ciertamente ha recurrido a ellos para aumentar la centralización del capital. La cultura del valor de los accionistas también parece haber afectado al comportamiento de las corporaciones industriales/comerciales, forzándolas a orga-

²³ Los beneficios de la banca de inversión son un problema teórico para la economía política marxista. Hilferding (1910, edición de 1981) argumentó que proceden del «beneficio fundacional», es decir del beneficio futuro de las empresas. Esto no es demasiado convincente y sería mejor tratar el «beneficio fundacional» como una parte del capital prestable negociado.

nizar actividades con un ojo puesto en el rendimiento bursátil. La proliferación de compras apalancadas, adquisiciones, recompra de acciones y similares se ha convertido en el terreno natural para el crecimiento de la banca de inversión. En segundo lugar, la canalización del ahorro personal hacia los mercados de capital (al haberse retraído la provisión pública) expandió las posibilidades de negocio para que los bancos de inversión interviesen en las transacciones asociadas con los fondos de pensiones, compañías de seguro, etc. En tercer lugar, los tipos de cambio flotantes y la volatilidad de los tipos de interés han contribuido a la expansión de los mercados de derivados. La banca de inversión ha encontrado un espacio para la negociación por cuenta propia en estos mercados, incluida la ingeniería financiera.

La titulización de las hipotecas y otros activos representa una combinación de la banca comercial con la de inversión. En síntesis, los activos a largo plazo se transforman en títulos (presumiblemente) líquidos que se «sacan» del balance y son transferidos (aunque no el riesgo, en muchos casos a «fondos» o entes administradores de patrimonio sin personalidad jurídica). Entre tanto, los pasivos se recomponen tomando prestado en los mercados de dinero al por mayor, diluyendo el peso de los depósitos. La «adecuación del capital» (es decir, un volumen de recursos propios mínimos en función de los activos ponderados por su riesgo) se ve efectivamente reducida —a pesar de las regulaciones— mediante prácticas ilegales o bordeando la legalidad consistentes en las operaciones ya descritas de sacar fuera del balance activos de riesgo. Los bancos de EE.UU. y el Reino Unido tomaron la delantera en la expansión de este proceso, mientras continuaban su ac-

tividad bancaria típica de captación de depósitos y concesión de créditos a una diversidad de prestatarios. Por eso, los bancos han continuado actuando como intermediarios financieros pero adquiriendo una fuerte similitud con la banca de inversión. La combinación acabó produciendo la banca de inversión efectiva de una amplia e intrincada red de bancos en los países desarrollados.

Una razón del imprevisto desastre fue que como las funciones de banca comercial y de inversión estaban unidas se generaron tensiones entre solvencia y liquidez. Todos los bancos están obligados a mantener un difícil equilibrio entre liquidez y solvencia porque toman prestado a corto plazo y prestan a largo plazo. Sin embargo, las cosas difieren significativamente entre bancos comerciales y de inversión. La liquidez de los bancos comerciales procede normalmente de los depósitos y se mantiene en activos seguros y fácilmente comercializables, además de las reservas obligatorias en cuentas del banco central para poder hacer frente a la retirada de depósitos. Por el contrario, la liquidez de los bancos de inversión surge de los mercados al por mayor y no está sujeta a la demanda de dinero de los tenedores de depósitos. Por otro lado, la solvencia requiere que todos los bancos mantengan un nivel suficiente de capital propio (siguiendo las recomendaciones del Banco de Pagos de Basilea). Este es típicamente mucho menor en el caso de los bancos de inversión, en parte porque actúan como *brokers* y en parte porque los requisitos de capital de los bancos comerciales están regulados para proteger sus funciones monetarias (creación del «dinero bancario»).

Cuando los bancos comerciales se embarcan en la negociación de títulos —para conseguir comisiones o altos beneficios si lo hacen por cuenta propia— buscan normal-

mente liquidez a gran escala para financiar sus operaciones. Si los títulos intermediados, adquiridos o respaldados, resulta que son problemáticos (como fue el caso de los títulos con garantías hipotecarias), la liquidez puede reducirse o simplemente desaparecer, creando problemas potenciales para hacer frente a la retirada de depósitos. El espectro de la quiebra bancaria está siempre presente. Si, al mismo tiempo, los bancos han reducido efectivamente sus requerimientos de capital en línea con la banca de inversión (sacando activos fuera del balance pero siendo los responsables últimos de los mismos) un problema de liquidez debido a títulos de poco rango crediticio, puede convertirse en un problema de solvencia. Para aquellos bancos comerciales que no puedan recapitalizarse fácilmente y obtener así liquidez nueva, el resultado es la bancarrota. Esto fue, en resumen, el dilema de una multitud de grandes bancos comerciales de los países desarrollados en la crisis 2008-09.

Otra razón para combinar las funciones comerciales y de inversión se ha demostrado dañina en la actual crisis y ha conducido a cambios en la gestión del riesgo, es el impacto de las prácticas de búsqueda de información de la banca comercial. Los costes de información de los préstamos concedidos a un gran número de agentes individuales son de una magnitud diferente al de aquellos concedidos a las empresas. Consecuentemente, el giro hacia la renta personal a escala masiva habría sido imposible sin la revolución tecnológica de las telecomunicaciones y la información. Por tanto, los bancos han conseguido hacerse con mecanismos para la gestión del riesgo asociados a los préstamos para la vivienda y personales mediante la calificación crediticia y la consiguiente manipulación estadística de los

resultados²⁴. Esto es una clara muestra del desarrollo de las fuerzas de producción que han favorecido un crecimiento asimétrico de las finanzas en los últimos años.

Pero el cambio tecnológico ha tenido otros efectos más profundos a medida que se extendían las actividades de la banca de inversión. Los bancos comerciales han adoptado esencialmente las técnicas de la banca de inversión en la gestión del riesgo y del conjunto de su balance en general. Las técnicas basadas en la computación estadística intensiva han venido dominando la gestión de la valoración del riesgo (*Value at Risk*). Estas están necesariamente relacionadas con la contabilidad según valor de mercado. Y se han visto impulsadas mediante la imposición a escala global de los requisitos del Banco Internacional de Pagos sobre los ratios de capital.

El resultado general ha sido que los bancos comerciales se han desvinculado aún más de las corporaciones y de los prestatarios en general. Los bancos parecen haber perdido algo de habilidad para recabar información mediante las visitas personales, situando a sus empleados en el interior de las estructuras de las corporaciones, gestionando las cuentas de las corporaciones y las transacciones financieras, etc. Estos métodos «relacionales» han sido tradicionalmente fundamentales en la capacidad de los bancos para estimar el riesgo de los prestatarios. Pero los bancos han ido reemplazando gradualmente estos métodos con «duras» técnicas de recogida de información y gestión del riesgo basada en técnicas intensivas en computación estadística.

²⁴ Ver Lapavitsas y Dos Santos (2008).

Como la crisis actual ha puesto de manifiesto, el resultado ha sido cualquier cosa menos satisfactorio. A medida que fue desapareciendo la gestión del riesgo «relacional», el sistema bancario en su conjunto parece haber experimentado una pérdida neta de capacidad para estimar el riesgo sistémico. Esto se ha exacerbado mediante la subcontratación a otras instituciones del sistema financiero de la debida vigilancia de los préstamos, vigilancia que históricamente habían desempeñado, con el resultado final de que los títulos supuestamente garantizados por hipotecas no fueron debidamente evaluados por nadie. Esto plantea interrogantes en relación con el futuro de la banca en economías capitalistas financiarizadas. Si la banca comercial ha perdido importancia como proveedora de fondos para las grandes corporaciones, si además maneja y explota francamente mal su capacidad de préstamo hipotecario y si finalmente son malos gestionando el riesgo, ¿cuál es su papel en el futuro?

4. CONCLUSIÓN

La *financiarización* es un complejo proceso económico y social que ha surgido en el transcurso de las tres últimas décadas. La esfera de la circulación se ha revelado más dinámica que la de la producción. Por un lado, esto refleja las continuas dificultades que ha tenido la producción durante este periodo, lo que ha llevado a un crecimiento débil de la productividad y a una rentabilidad escasa. Por otro lado, la desre-

gulación profunda del sector financiero y del mercado de trabajo ha acelerado esta dinámica. Como consecuencia han surgido nuevas fuentes de rentabilidad en la esfera de la circulación, sobre todo en las finanzas. Esto es una característica distintiva de la *financiarización*, que constituye una fase del desarrollo capitalista.

Basándonos en el análisis marxista de Hilferding, este artículo ha mostrado que la *financiarización* se ha originado en unas relaciones entre el capital industrial y comercial, los bancos y los trabajadores, radicalmente diferentes. Concretamente las empresas industriales y comerciales se han hecho menos dependientes de los préstamos de los bancos, a la vez que se involucraban en transacciones financieras independientes en los mercados financieros globales. Como resultado, los bancos se vieron obligados a redirigir sus operaciones, sobre todo, orientándose hacia la renta personal como fuente de beneficios y adoptando prácticas de banca de inversión en mercados globales. Mientras tanto los trabajadores se vieron arrojados a los brazos del sistema financiero debido a la retirada de la provisión pública de un conjunto de bienes básicos, como también a través de un cambio legislativo en materia de pensiones y otras formas de ahorro. El resultado ha sido una «expropiación» financiera, es decir, la extracción de beneficio directamente de los salarios. Ha sido la funesta combinación de esa expropiación financiera con la banca de inversión la que ha conducido a la actual crisis.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGLIETTA, M. (2000): «Shareholder value and corporate governance: some tricky question», *Economy and Society*, 29 (1): 146-159.

AGLIETTA, M. y BRETON, R. (2001): «Financial systems, corporate control and capital accumulation», *Economy and Society*, 30(4): 433-466.

ARRIGHI, G. (1994): «The Long Twentieth Century: Money, Power, and the Origins of Our Times», *London and New York: Verso*.

BARAN, P. y SWEETZ, P. (1966): «Monopoly Capital», *New York: Monthly Review Press*.

BELLAMY FOSTER, J. (2007): «The Financialization of Capitalism», *Monthly Review*, vol. 58, no 11, <http://www.monthlyreview.org>

— 2008: «The Financialization of Capital and the Crisis», *Monthly Review*, vol. 59, no 11, <http://www.monthlyreview.org>

BERGER, A. y MESTER, L. (1997): «Inside the Black Box: What Explains Differences in the Efficiencies of Financial Institutions?», *Journal of Banking and Finance*, 21: 895-947.

— 2003: «Explaining the Dramatic Changes in Performance of US Banks: Technological Change, Deregulation, and Dynamic Changes in Competition», *Journal of Financial Intermediation*, 12: 57-95.

BRENNER, R. (2002): «The Boom and the Bubble: The US in the World Economy», *London: Verso*.

BOYER, R. (2000): «Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis», *Economy and Society*, 29(1): 111-145.

CORBETT, J. y JENKINSON, T. (1997): «How is Investment Financed? A Study of Germany, Japan, the United Kingdom and the United States», *Papers in Money, Macroeconomics and Finance, The Manchester School Supplement*, LXV: 69-93.

CROTTY, J. (1990): «Owner-Manager Conflict and Financial Theory of Investment Stability: A Critical Assessment of Keynes, Tobin, and Minsky», *Journal of Post Keynesian Economics*, 12 (4): 519-542.

DOS SANTOS, P. (2009): «On the Content of Banking in Contemporary Capitalism», *Historical Materialism*, 17.2, forthcoming.

DUMENIL, G. y LEVY, D. (2004): «Capital Resurgent: Roots of the Neoliberal Revolution», *Cambridge, MA: Harvard University Press*.

— 2005: «The Profit Rate: Where and How Much Did It Fall? Did It Recover? (USA 1948-1997)», *CEPREMAP-ENS*, <http://www.jourdan.ens.fr/levy/dle2004y.pdf>

DYMSKI, G. (2009): «Racial Exclusion and the Political Economy of the Sub-Prime Crisis», *Historical Materialism*, 17.2, forthcoming.

EPSTEIN, J. (2005): «Financialization and the World Economy», *Edward Elgar Northampton, MA*.

GORDON, R. (1999): «Has the «New Economy» Rendered the Productivity Slow-Down Obsolete?», *Working Paper*, Northwestern University, mimeo.

GRAHL, J. y TEAGUE, P. (2000): «The Régulation School, the employment relation and financialization», *Economy and Society*, 29(1): 160-178.

HEIN, E., NIECHOJ, T., SPAHN, P. y TRUGER, A. (2008).: «Finance-Led Capitalism?», *Marburg: Metropolis Verlag*.

HILFERDING, R. (1981) [1910]: «Finance Capital», *London: Routledge & Kegan Paul*.

JORGENSEN, D. y STIROH, K. (2000): «Raising the Speed Limit: US Economic Growth in the Information Age», *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 125-211.

KRIPPNER, G. (2005): «The financialization of the American Economy», *Socio-Economic Review*, 3: 173-208.

LAPAVITSAS, C. (2009): «Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation», *Historical Materialism*, 17.2, forthcoming.

LAPAVITSAS, C. y DOS SANTOS, P. (2008): «Globalization and Contemporary Banking: On the Impact of New Technology», *Contributions to Political Economy*, 27: 31-56.

LAZONICK, W. y O'SULLIVAN, M. (2000): «Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance», *Economy and Society*, 29(1): 13-35.

LENIN, V. (1964): «Imperialism, the Highest Stage of Capitalism», *Collected Works*, vol. 22, *Moscow: Progress* [1916].

MAGDOFF, H. y SWEETZ, P. (1987): «Stagnation and the Financial Explosion», *Monthly Review Press*, New York.

MORERA, C. y ROJAS, J.A. (2009): «The globalisation of financial capital», 1997-2008', *RMF Discussion Paper*, 6, <http://www.soas.ac.uk/rmf>

OLINER, S. y SICHEL, D. (2000): «The Resurgence of Growth in the Late 1990s: Is Information Technology the Story?», *Journal of Economic Perspectives*, 14, 4: 3-22.

ORHANGAZI, OZGÜR. (2008): «Financialization and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation

of the US economy, 1973-2004», *Cambridge Journal of Economics*, 32: 863-886.

POLLIN, R. (2007): «The Resurrection of the Rentier», *New Left Review*, 46, July-August: 140-153.

SAVAGE M. y WILLIAMS, K. (2008): «Remembering Elites», John Wiley and Sons, London.

STOCKHAMMER, E. (2004): «Financialization and the slowdown of accumulation», *Cambridge Journal of Economics*, 28: 719-741.

SWEEZY, P. (1942): «The Theory of Capitalist Development», *New York and London: Monthly Review*.

——— 1997: «More (or Less) on Globalization», *Monthly Review*, vol. 49, no. 4, <http://www.monthlyreview.org>.

TRIPPLETT, J. y BOSWORTH, B. (2003): «Baumol's Disease» Has Been Cured: IT and Multifactor Productivity in the US Services Industries», *Brookings Economics Papers, September*.

TROTSKY, L. (1923): «The Curve of Capitalist Development», [www.trotsky.net/ trotsky_year/curve_of_development](http://www.trotsky.net/trotsky_year/curve_of_development).

UNCTAD. (2006): *World Investment Report*, United Nations, New York and Geneva.