

# Las dimensiones financieras del impasse del capitalismo

*François Chesnais*

En febrero publiqué en la web de *A L'Encontre* un artículo [1](#) en el que avanzaba la hipótesis de un modo de producción que se encuentra en una situación histórica en la que ya no consigue superar sus límites «inmanentes», tal como fueron explícitamente definidos por Marx [2](#), ni los correspondientes a las relaciones del capitalismo con el entorno, de los que se ha tenido conciencia sólo mucho más tarde. En el artículo de febrero no se abordaban las dimensiones financieras del impasse del capitalismo. El objeto de este artículo es llenar esta laguna y continuar un trabajo que es también de clarificación personal. Sólo se abordan las dimensiones económicas de la financiarización y no las de carácter social que son al menos igual de importantes.

Los economistas marxistas y heterodoxos coinciden hoy en decir que el lugar central de las finanzas es un rasgo fundamental del capitalismo contemporáneo. Pero no hay acuerdo en la definición de lo que se suele denominar la «financiarización». Los enfoques difieren de un autor a otro, a veces de forma sensible, más al tratarse de un fenómeno con muchas facetas en la producción y la gestión industriales y que ha invadido toda la vida social. Mi enfoque se apoya en la sección Quinta del libro III de *El Capital* y se centra en el dominio económico y político del capital en préstamo o capital a interés [3](#). Éste se valoriza sin abandonar la esfera de los mercados financieros, por medio de títulos que representan derechos de cobro sobre la plusvalía actual y venidera. Los grandes bancos, las grandes compañías de seguros, los fondos de inversión y las tesorerías de los grandes grupos industriales, son sus formas organizativas. Utilizando la importante distinción hecha por Marx, en el actual grado de concentración de los poseedores de acciones y de obligaciones, el «capital como propiedad» llena los poros del «capital como función».

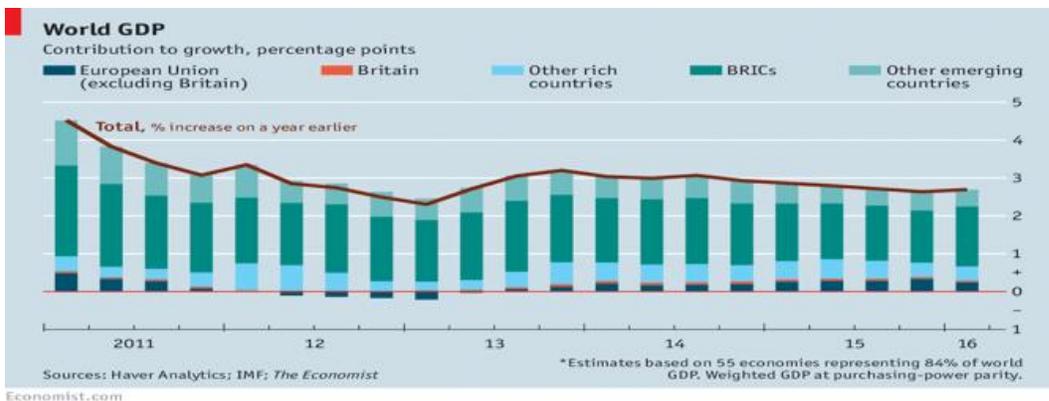
El artículo de febrero comenzaba con un gráfico, que ha sido prolongado en dos años.

**Gráfico 1: Tasa de crecimiento anual del PIB mundial 2010-2016 por grupos de países**



Se puede añadir un segundo gráfico que muestra el movimiento del comercio mundial desde 2012, esto es después del final oficial de la recesión estadounidense.

**Gráfico 2: Comercio mundial mediados 2007 – mediados 2016, media semestral de intercambio respecto al año anterior**



Fuente: *The Economist*, diciembre 2016

Los dos gráficos dan testimonio de una situación que, bajo el nombre de «estancamiento secular», suscita los interrogantes de las diferentes corrientes de la teoría económica burguesa, tanto neoclásica como keynesiana, esto es, un gran fallo de la economía capitalista. Confirman la idea de un sistema que no consigue recuperarse de la crisis porque sus mecanismos están desgastados. El artículo de febrero proponía una explicación. Aquí, los dos gráficos fijan el marco de análisis, uno de cuyos hilos conductores es que la financiarización es la *consecuencia* y no la causa de la situación de bloqueo de la acumulación.

El artículo comienza con una presentación de las nociones de capital a interés y de capital ficticio, así como la de fetichismo del dinero en un grado de acumulación y de concentración financieras cualitativamente diferentes a las que Marx tenía delante de sus ojos. Seguirá un rápido examen de los principales procesos alimentados por la «acumulación financiera», desde final de los años 1960, esto es la acumulación de capital compuesto por derechos de cobro virtuales sobre la plusvalía actual y futura, que

representan un capital para quienes los poseen y esperan de ellos un rendimiento, pero que son capital ficticio desde el punto de vista del movimiento del capital como un todo. Estos procesos incluyen el mecanismo de reproducción continua de las deudas públicas una vez contratadas, la centralización del ahorro aportado por los sistemas de jubilaciones por capitalización (los fondos de pensiones) y la inversión por las clases superiores de rentas de la propiedad y del capital no consumidas. La acumulación financiera se ha dado de forma simultánea a los cambios en las relaciones de fuerzas entre capital y trabajo, nacidos de las derrotas de la clase obrera a manos de Thatcher y de Reagan, así como las de la burocracia soviética en declive. El resultado ha sido la liberalización y la mundialización del capital. En la última fase de los años 2000, condujeron a la mundialización del ejército industrial de reserva y abrieron el camino para la organización de nuevas configuraciones industriales transnacionales conocidas con el nombre de cadenas de valor o cadenas de aprovisionamiento globales. Denominadas *global value chains* (GVC), combinan producción propia y subcontratación y están en el origen de las elevadas ganancias de los grandísimos grupos industriales.

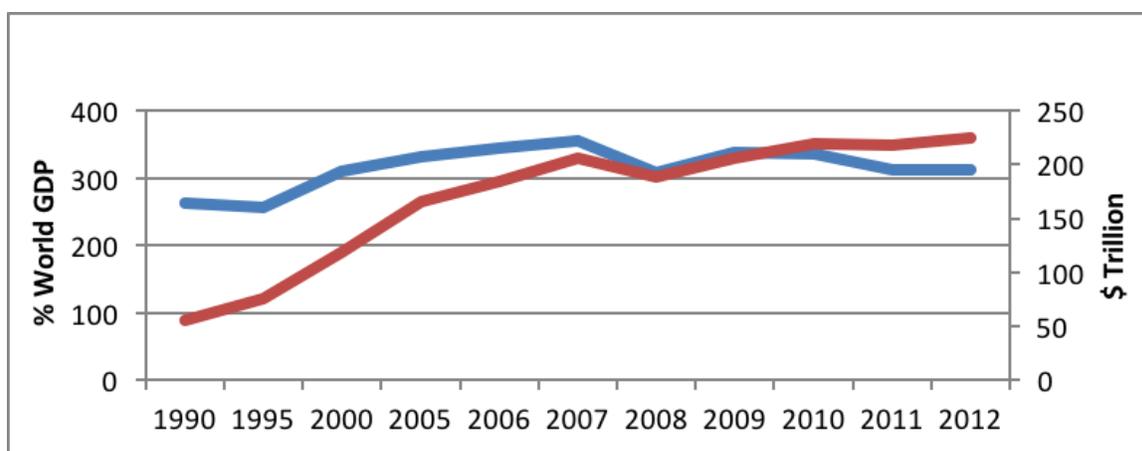
El capital a interés alimenta una ilusión de autonomía respecto a lo que, por comodidad, puede denominarse la «economía real». Pero de hecho sigue dependiendo de ella. La materialización de los derechos de cobro depende de la producción y de la realización de plusvalía por un importe suficiente para satisfacer a la masa de capital ficticio que la pretende. Ello empuja a los accionistas a exigir un control cada vez más estrecho sobre el nivel de las ganancias y el desembolso de los dividendos. Cuando la inversión y el crecimiento debilitan a los gestores de fondos recurren a la especulación y se lanzan a la «innovación financiera». A medida que el ritmo de la acumulación real se ha ralentizado mientras la masa de capital ficticio continuaba aumentando, la escala de las operaciones especulativas y la diversidad de títulos de capital ficticio emitidos en los mercados se han acrecentado. En los años 1990, la especulación afectó a mercados específicos, los de inversiones extranjeras en México y en Asia; o a los títulos de industrias de crecimiento superior a la media, sobre todo las acciones de las empresas de alta tecnología (el Nasdaq) que se hundieron en 2001. En los años 1990 se inició un crecimiento del endeudamiento de las economías domésticas, en particular de su deuda hipotecaria. Ésta dio un salto cualitativo en los años 2000 con ayuda de sofisticados montajes financieros que permitían la ocultación de los riesgos, con la emergencia del *shadow banking*, sistema de crédito no reglamentado, en el que participaron las filiales de los grandes bancos.

A diferencia de 1929, la crisis financiera de setiembre de 2008 ha supuesto la destrucción de sólo una pequeña parte del capital ficticio. Gracias al salvamento de los bancos, con la excepción de Lehmann, así como de las grandes sociedades de seguros, la masa de capital ficticio ha seguido aumentando, dando lugar a dos fenómenos que muestran el impasse del capitalismo en el ámbito financiero. El primero es el nivel de transacciones en los mercados de productos derivados (*derivatives*, en inglés), transacciones perfectamente estériles desde el punto de vista económico y potenciales contenedoras de crisis. El segundo es el movimiento de baja hasta cero de los tipos de interés, no sólo el de los bancos centrales, sino sobre todo de los mercados de títulos de préstamo (los mercados obligacionistas).

## **Dos indicadores generales del nivel de financiarización**

La base de la financiarización es una acumulación muy elevada de capital con la forma de capital a interés. Para dar una idea del grado que ha alcanzado hoy día esta acumulación se puede recurrir al indicador propuesto por el McKinsey Global Institute. Las curvas del **gráfico 3** muestran el crecimiento desde comienzos de los años 1990, en billones de dólares y porcentaje del PIB mundial de las cuatro principales categorías de activos financieros, las acciones, las obligaciones privadas, los efectos de deuda pública y los depósitos bancarios, que constituyen en lo esencial líneas de crédito a interés. No incluye la categoría de activos considerados como productos derivados, para los cuales hay indicadores específicos que se mostrarán más adelante. Se trata de un indicador con el carácter de «*proxy*» siendo su base de cálculo el valor de mercado (en el caso de las acciones, la capitalización bursátil) en las principales plazas financieras. Señala el movimiento de crecimiento de la masa de capital que emprende la vía de la valorización en mercados financieros y muestra el tamaño del importe de los potenciales derechos de cobro sobre la plusvalía.

**Gráfico 3: Crecimiento de los activos financieros mundiales en billones de dólares al tipo de cambio de 2011 (eje de la derecha y curva azul) y en porcentaje del PIB mundial (eje de la izquierda y curva roja)**

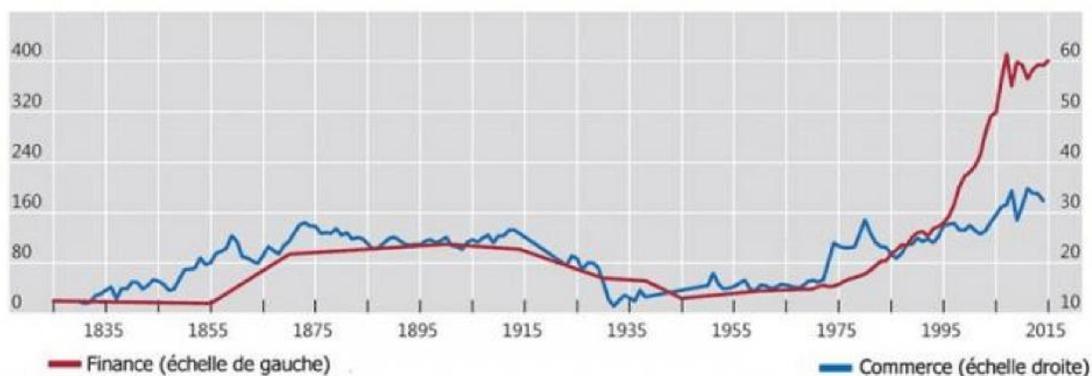


Fuente; McKinsey Global Institute, Financial Globalization, Retreat or Reset? {}, 2013

Como se puede constatar, el ritmo de crecimiento es impresionante: un tipo medio compuesto del 9% entre 1990 y 2007, con una gran aceleración en 2006 y 2007 (+18%). En 2007, la proporción entre activos financieros y el PIB mundial alcanzó el 376%<sup>4/</sup>. Los veinte años de crecimiento exponencial se paralizaron por la crisis financiera de setiembre de 2008. Pero después, mientras la curva azul del PIB mundial desciende y se mantiene estancada, la curva roja recupera su curso hacia arriba, aunque a un ritmo menor, lo que McKensey llama «un tipo anémico del 1,9%»<sup>5/</sup>. La caída de la capitalización bursátil en las principales bolsas y el retroceso de las transacciones en los mercados obligacionistas privados fueron compensados, al menos parcialmente, con su elevación en las economías «emergentes» y un crecimiento estimado de los efectos de deuda pública en 2011 y 2012 del orden de 4,4 billones de dólares. La proporción entre activos financieros y PIB mundial se mantiene en el 356%.

Recientemente el Banco de Pagos Internacionales (BIS en sus siglas inglesas) ha proporcionado un segundo indicador, en su último informe anual que dedica un capítulo al estado de la mundialización **6/**. Se trata de la evolución durante un muy largo período de los intercambios comerciales y de los flujos financieros, medidos por la suma de activos y pasivos financieros en las cuentas de capital del balance de pagos de los países, esto es principalmente los flujos de intereses y de dividendos (también están las *royalties* sobre las patentes). En lo que respecta a los intercambios de mercancías, la «segunda mundialización» supera definitivamente a la «primera» con la puesta en marcha del tratado de Marrakech y la entrada en función de la OMC. En cambio, los flujos financieros conocen un ascenso exponencial hasta el punto de que la Banca de Pagos Internacionales de Basilea (BIS) habla de «tercera mundialización».

#### Gráfico 4: Comercio mundial y flujos financieros internacionales en porcentaje del PIB mundial, 1825-2015



Fuente: <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2017e.pdf%20page%20100>

Es interesante constatar que los flujos financieros han alcanzado también una meseta, cuya explicación se dará más adelante.

#### Los activos financieros son «capital ficticio»

Antes de tratar de los factores que han sustentado la acumulación de los activos financieros representada en el **gráfico 3**, hay que definir su naturaleza. Para los poseedores de títulos y para los gestores financieros, los activos financieros son un «capital». Generan flujos de dividendos y de intereses y pueden ser vendidos dentro del mercado financiero propio para cada tipo de activo. Los beneficios financieros, denominados plusvalías financieras ganadas por especulaciones exitosas, se han vuelto en algunos casos más importantes que los flujos de plusvalía. Este «capital» es ficticio. El término suele ser cuestionado y acaba de serlo una vez más por el economista marxista griego Costas Lapavistasas en una importante revista en lengua inglesa **7/**. Por tanto, es útil comprender de qué se trata. Hablando ante todo de las acciones, Marx escribe que éstas «representan un capital real: aquel (de las sociedades por acciones) que ha sido invertido y que funciona en esas empresas». Pero añade a continuación que este capital «no puede existir dos veces, una vez como valor-capital de los títulos de propiedad, de las acciones, y la segunda como capital invertido realmente. Sólo existe bajo esta segunda forma, y la acción no es más que un título de propiedad que da derecho, en prorrata de la partición, a la plusvalía o “sobre trabajo” que

este capital va a engendrar» **8/**. En el caso de los títulos de deuda pública, «el capital que, a los ojos de la gente, produce un rédito (interés), en este caso el desembolso por el Estado sigue siendo un capital ficticio, ilusorio. (...) la parte de los impuestos anuales que recae (al poseedor de títulos) representa el interés de su capital, de igual manera que el usurero recibe una parte de los bienes de su pródigo cliente, y, sin embargo, ni en un caso ni en otro la suma de dinero prestada ha sido gastada como capital»**9/**. El tipo de figura al que estamos habituados a pensar dado el papel asumido por el Estado tras la Segunda Guerra mundial, esto es los empréstitos con fines de inversión productiva y de apoyo al capital industrial, no fue contemplada por Marx. Pero desde que se establecieron procesos en que las deudas públicas no tienen vocación de extinguirse, sino que se reproducen de período en período, el carácter usurero del endeudamiento de los Estado se ha ido reafirmado, duplicado con la capacidad de los acreedores para dictar la política de los gobiernos de los países deudores.

También está el crédito bancario (en la terminología de Marx, «el crédito del banquero» en oposición al crédito a corto plazo ligado al descuento de los efectos comerciales). Se trata del préstamo de sumas en bloque o de apertura de líneas de crédito concedidas a un industrial con vistas a una inversión en capital constante o en capital variable (talleres, oficinas, equipos, insumos de la producción, salarios). El crédito se concede por una duración determinada y está llamado a extinguirse a medida que la inversión aporte valor y plusvalía. En el caso del «crédito del banquero», las cuestiones por las que se interesa Marx son la euforia financiera al final de la expansión cíclica y el exceso de crédito, lo que se han llamado después las burbujas financieras. Las crisis económicas que analiza son siempre también crisis bancarias, teniendo que ver la vulnerabilidad de los bancos con el hecho de que la creación de crédito se basa en «fondos propios» en gran medida ficticios al estar compuestos en buena parte de acciones y de títulos de deuda. Se trataba ya de ingeniería financiera y de circulación interbancaria de títulos: «los banqueros acuerdan entre sí las asignaciones recíprocas sobre depósitos que no existen, haciendo surgir estos créditos por deducción de unas con otras» **10/**.

### **Fetichismo y «magia del dinero» en el siglo XXI**

El nivel de acumulación del capital ficticio, así como el grado alcanzado en el proceso de centralización-concentración de las organizaciones capitalistas que la poseen, exigen prestar la mayor atención a lo que Marx denominaba el fetichismo del dinero. El capítulo 24 de la sección quinta del libro III del *Capital* comienza con una frase que dice que con «el capital a interés, la relación capitalista alcanza su forma más exterior, más fetichizada. Tenemos aquí D-D', dinero que produce dinero, un valor que se valoriza a sí mismo, sin ningún proceso que sirva de mediación a los dos extremos, (ni siquiera) como en el caso del capital mercantil, la forma general del movimiento del capital D-M-D'»**11/**. Y continúa Marx una página más adelante: «El capital parece ser la fuente misteriosa y por la que se crea en sí misma el interés, su propio crecimiento. (...) Este fetiche automático se alcanza claramente en el capital a interés: valor que se da valor a sí mismo, dinero que engendra dinero; bajo esta forma, ya no lleva las marcas de su origen. (...) El dinero adquiere así la propiedad de crear valor, de dar interés, de forma tan natural da peras como el peral». Las nociones de fetichismo de la mercancía y de fetichismo del dinero han interesado a los filósofos marxistas **12/**, aunque prácticamente apenas a los economistas **13/**, y cuando lo

han hecho lo ha sido para concentrarse (como en mi caso) sobre todo en los rasgos rentistas del capital a interés, subrayados en la última fase. Es insuficiente.

Para sacar pleno partido al concepto de fetichismo del dinero hay que retroceder a su elaboración y su formulación, y examinar lo que Marx denomina la «magia del dinero» **14/**, y más en particular las últimas páginas del capítulo 4 del libro I del *Capital* en la sección que trata de la «transformación del dinero en capital». Se puede leer que «como el valor, convertido en capital, sufre continuos cambios de aspecto y de tamaño, le hace falta una forma propia por medio de la cual se constata su identidad consigo misma. Y esta forma propia sólo la posee en el dinero. Bajo la forma dinero, comienza, termina y recomienza su proceso de generación espontánea». Y un poco más adelante:

«El valor se vuelve por tanto valor progresivo, dinero siempre floreciente, pujante y, como tal, capital. Sale de la circulación, vuelve a ella, se mantiene y se multiplica, sale de nuevo acrecentado y recomienza sin cesar la misma rotación, D-D', dinero que hace dinero, moneda que hace crías —*money which begets money*—, ésta es la definición del capital en boca de sus primeros intérpretes, los mercantilistas» **15/**.

Estas frases deben ser ahora leídas a la luz del lugar ocupado por Goldman Sachs, UBS, BNP-Paribas y otros en el capitalismo de hoy día. En 1867 el «representante», el «soporte consciente» del movimiento en cuyo curso el capital pasa de D a D' es el capitalista industrial. De él dice Marx que el «contenido objetivo de la circulación D-M-D', es decir la plusvalía que engendra el valor, es su fin subjetivo, íntimo. En la medida en que la apropiación siempre creciente de la riqueza abstracta es el único motivo determinante de sus operaciones, funciona como capitalista, o, si se quiere, como capital personificado, dotado de conciencia y de voluntad. El valor de uso no debe ser considerado como el objetivo inmediato del capitalista, no más que la ganancia aislada; sino el movimiento incesante de ganancia siempre renovada» **16/**.

En 1867, lo que importaba era el «ciclo completo» del capital, aquél en cuyo curso D engorda, crece y llega a ser D', pasando por el movimiento D-M-P-M'-D' **17/**. Hoy día, no sólo el “ciclo corto D-D' ” ocupa el centro de atención, sino que el éxito de los gestores financiero depende de exitosas operaciones de especulación para poder pasar su cartera de D a D' en tanto que flujo de dividendos y de intereses. El “fetichismo automático”, el movimiento del “dinero engendrando dinero”, parecen ser el producto de los mercados financieros como tales, de ahí la “exhuberancia excesiva” (Allan Greenspan) o el «hybris» de los *traders*. En algunos mercados como el de productos derivados, que se examinará al final del artículo, la distancia respecto a la economía real es tan grande que las noticias sobre ésta no tienen efectos. Los intervinientes viven en pura levitación.

Para valorar el poder político y social de las finanzas había que hacer este rápido desvío por la teoría. Ahora volvemos al **Gráfico 3** para hablar de los factores que han llevado a lo largo de más de cincuenta años al crecimiento de la masa de capital que pretende valorizarse en mercados financieros y que ayudan a explicar su consolidación.

### **Las etapas de la acumulación del capital a interés**

En tres capítulos que llevan el título «capital-dinero y capital real» de la sección Quinta del libro III, Marx nos invita a estudiar el movimiento específico de la acumulación del capital-dinero/capital en préstamo, por oposición a lo que denomina la “verdadera acumulación de capital” **18/**. En el momento en que lo estudia, el movimiento está ligado al ciclo económico: una parte del capital acumulado por los capitalistas industriales en la fase de expansión, durante el período de crisis y de recesión quiere valorizarse como capital e préstamo. Añade con cierto laconismo que la acumulación de capital dinero puede ser “el resultado de fenómenos que acompañan a la acumulación real pero que difieren totalmente de ella” **19/**. Lo que en el siglo XIX era un hecho coyuntural se ha convertido en el caso del capitalismo actual en un rasgo estructural, nacido ante todo de las relaciones imperialistas “Norte-Sur” y de los nuevos mecanismos institucionales de transformación de salario en capital por medio de los sistemas de pensiones por capitalización.

Tras la larga interrupción por la gran depresión de los años 1930 y la Segunda Guerra mundial, la acumulación de capital e préstamo recomenzó en Londres entre 1965 y 1973 en el llamado mercado de los *eurodólares*, cuando las empresas multinacionales americanas invirtieron sus beneficios industriales no reinvertidos, en bancos americanos y europeos, además de británicos, que tenían la condición de «*off-shore*».

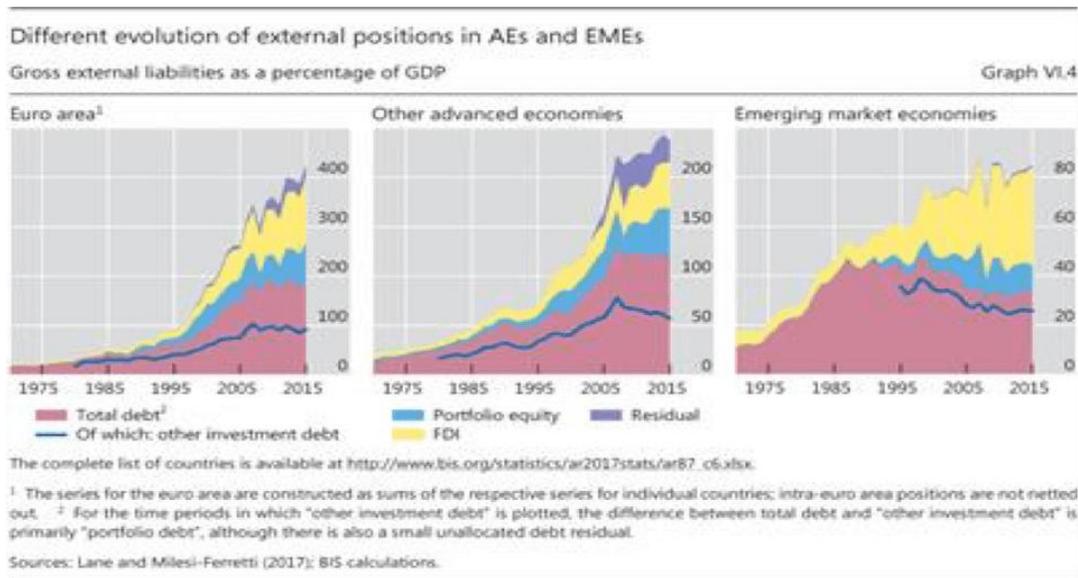
En la siguiente fase tuvo lugar la afluencia a Londres de la renta petrolera, primer caso contemporáneo, reanudando con el siglo XIX, de ingresos rentistas basados en la propiedad de recursos naturales **20/** que iban a reforzar las posiciones de las finanzas. Desde 1976, estos *petrodólares*, invertidos en la City por las monarquías del Golfo, fueron reciclados por esos bancos reunidos en consorcio en forma de préstamos a países subordinados económica y políticamente al imperialismo en América Latina y en Africa. Los gobiernos fueron incitados a pedir préstamos a un tipo de interés variable, en un momento en que estaba muy bajo y aparentemente era muy favorable a los deudores, que algunos años más tarde se encontraron pillados en una trampa. El alza simultánea en 1981 de los tipos de interés americanos y del tipo de cambio del dólar, exigido por el cambio del modo de financiación del déficit del presupuesto federal con la emisión de bonos del Tesoro (los *T-bonds*) en el mercado obligacionista, precipitó la «crisis de la deuda del Tercer Mundo» cuyo primer acto fue la crisis mexicana de 1982.

El cambio en el modo de financiación presupuestaria americana tuvo importantes consecuencias para los países avanzados imperialistas. Para los países neocoloniales y coloniales sus efectos fueron devastadores. Las deudas, comenzando por la de Mexico, nunca han podido ser reembolsadas por completo, sino reproducidas de año en año a través del servicio de la deuda **21/**. Se han convertido también en la gran palanca para imponer a los países del Tercer Mundo las políticas de desmantelamiento del sector público (el *ajuste estructural*) así como la liberalización de los movimientos de capitales.

En el informe anual 2017 del BIS se encuentra un gráfico interesante que presenta un indicador del grado de apertura financiera y la composición del pasivo de la cuenta financiera del balance de pagos por grandes grupos de países. Se puede ver cómo en los llamados países «emergentes» que, con excepción de China, han tenido durante mucho tiempo una situación claramente semicolonial, por efecto del servicio de la deuda la apertura financiera se ha hecho antes y de forma más importante que en los países

avanzados. Más adelante volveremos a tratar de este gráfico para explicar la evolución de los pagos ligados a las inversiones directas en el extranjero (la masa en amarillo).

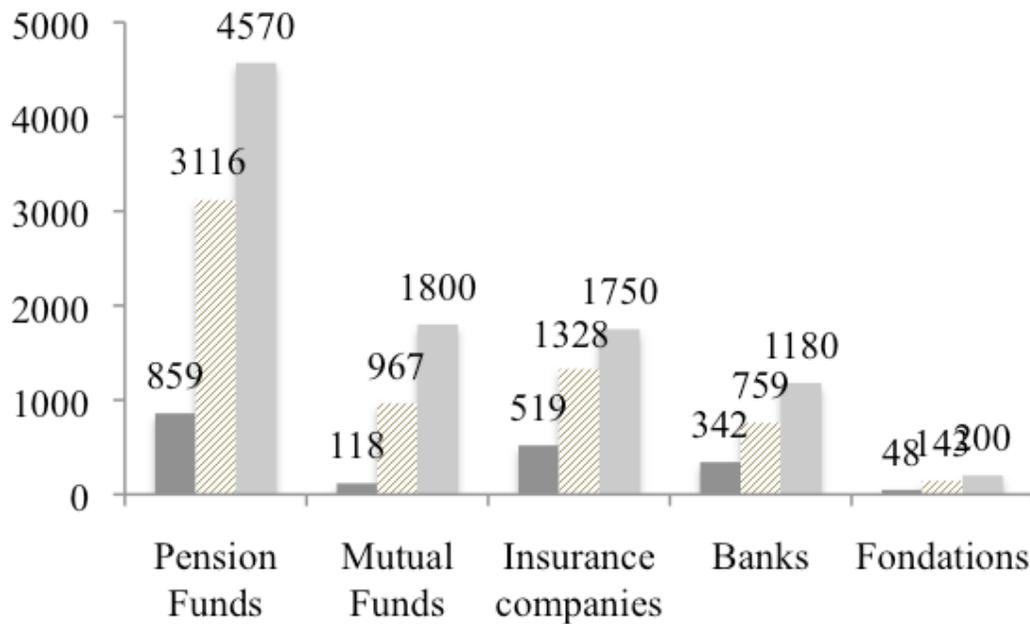
### Gráfico 5: Nivel y composición del pasivo de la cuenta financiera exterior (*liabilities*) por tres grupos de países 1972-2015



Fuente: BIS Annual Report 2017, capítulo 7 sobre la globalización

La fase paroxística de la crisis de la deuda mexicana fue también el inicio del apogeo de la deuda federal americana. Se la achaca con toda razón a los programas militares de Reagan (el *keynesianismo militar*), pero corresponde también al momento en que los servicios estadounidenses de jubilación por capitalización, los fondos de pensiones y *mutual funds*, necesitaban de forma imperiosa que se abrieran posibilidades de inversión a gran escala. Entraban en su fase de madurez y tenían que hacer frente al comienzo de la jubilación de los beneficiarios de los planes. Hacía falta que la *capitalización* necesaria al servicio de las jubilaciones se materializase a gran escala. El **Gráfico 6** muestra el crecimiento de la masa de activos detentados por los inversores financieros institucionales justo después de las reformas Volcker.

### Gráfico 6: Activos financieros poseídos por diferentes tipos de inversores financieros en Estados Unidos en 1980, 1990 y 1994



Fuente: A. Mérieux et C. Marchand, *Revue d'économie financière*, 1996

Hay que explicar bien lo que significa la centralización del ahorro de las y los asalariados en manos de los bancos, sociedades de seguros y fondos. Nadie lo ha hecho con más claridad que Marx. Más vale citarlo que parafrasearlo. Es lo que hacemos aquí, subrayando simplemente las relaciones que se auwlwn ignorar o incluso ocultar cuidadosamente en la mayor parte de los debates.

“La caja de ahorros es la cadena de oro con la que el gobierno sujeta a una gran parte de los obreros. Éstos no sólo están así interesados en el mantenimiento de las condiciones existentes. No sólo se produce una escisión entre la parte de la clase obrera que participa en las cajas de ahorro y la parte que no participa. Los obreros ponen así en manos de sus propios enemigos armas para conservar la organización existente de la sociedad que los oprime. El dinero vuelve a fluir al Banco nacional, que lo presta de nuevo a los capitalistas y ambos se reparten la ganancia y de esta manera, con la ayuda del dinero que el pueblo les presta a un interés de risa —y que sólo se convierte en una poderosa palanca industrial gracias a esta misma centralización—, aumentan su capital, su dominación directa sobre el pueblo” **22/**.

La titulización de los bonos del Tesoro, y el levantamiento de los controles sobre los movimientos de entrada y salida de capitales, provocó que afluyeran hacia Nueva York en busca de inversiones capitales procedentes del Japón y de América Latina. El mercado secundario de la deuda federal se volvió tan importante como el de los títulos y dio un nuevo impulso a la plaza de Nueva York, acentuado aún más por la derogación de reglas sobre la repatriación de los beneficios de las multinacionales estadounidenses.

La liberalización de los movimientos de capitales y de los mercados financieros no se iba a limitar a Estados Unidos y a los países del Tercer Mundo obligados a plegarse a causa de su

endeudamiento. La titulización de los bonos del Tesoro pronto ganó adeptos. En vez de gravar al capital y a las rentas elevadas, se les pide prestado, creando un proceso de transferencia en beneficio de los bancos y de los fondos de inversión por medio del servicio de los intereses de la deuda pública. El proceso se llevó a cabo en Francia por Laurent Fabius y Pierre Bérégovoy. La sustitución de los impuestos por el préstamo para las rentas elevadas tenía también por objeto reforzar la plaza financiera de París, dotándola de mercados primarios y secundarios de deuda pública muy activos que atrajesen a los fondos de inversión anglosajones. El servicio de los intereses de la deuda se convirtió a finales de los años 1990 en el segundo concepto presupuestario del Estado. Entre 1991 y 1996, bajo el efecto de un tipo de crecimiento débil, inferior al de los tipos de interés, se disparó el mecanismo de crecimiento acumulativo, la denominada *bola de nieve de la deuda* **23/**.

**Gráfico 7: Evolución de la deuda pública francesa (1978-2009)**



Fuente: [https://fr.wikipedia.org/wiki/Dette\\_publicue\\_de\\_la\\_France](https://fr.wikipedia.org/wiki/Dette_publicue_de_la_France)

Se puede ver, en el caso de Francia, las consecuencias sobre el importe de la deuda de las medidas de rescate de los bancos y grupos automovilísticos durante la crisis económica y financiera de 2008. El crecimiento de la deuda se relanza a partir de 2009 de manera que entre 2012 y 2015, antes de que los tipos de interés comiencen a bajar, el servicio de la deuda se convirtió en el primer concepto presupuestario de Francia **24/**.

### **Satisfacer a los poseedores de derechos de cobro mientras se debilita el crecimiento**

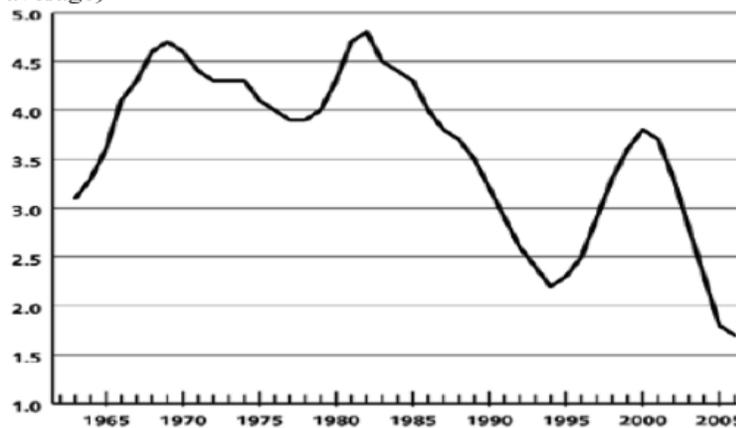
Repitamos una vez más que las acciones y los bonos del tesoro son títulos que dan derecho a percibir dividendos e intereses. Se trata de derechos *potenciales, virtuales*, cuyo carácter efectivo depende de la realización a una escala suficientemente elevada —escala que corresponde a la de los derechos acumulados— del ciclo completo (D-M-P-M'-D') de valorización de los capitales comprometidos en la producción. Hace falta que una cantidad suficiente de sobretrabajo haya sido primero producida y después realizada por medio de la venta de las mercancías producidas, para que las pretensiones de los poseedores de títulos sean satisfechas. Esto depende, en cada etapa del funcionamiento sistémico del capitalismo, de su movimiento como un todo. Hice un intento inicial para definir el momento actual en el artículo de febrero: culminación del mercado mundial, dominación de tecnologías que eliminan trabajo y aumentan la composición orgánica del capital, coste de la energía y de

las materias primas al que ha respondido el *extractivismo*, bien estudiado para América Latina, por medio de una explotación cada vez más descarada, y por último el impacto del cambio climático.

Antes incluso de llegar a ello, se aceleró la acumulación de derechos de cobro (ver **Gráfico 3**) mientras la economía capitalista perdía ya su dinamismo en los países industrializados. Un indicador es el descenso de la tasa de crecimiento de la inversión —en el **Gráfico 8**, para los Estados Unidos.

### **Gráfico 8: Estados Unidos: inversión privada no inmobiliaria en porcentaje del PIB (media móvil de 5 años)**

Chart 2. Net private non-residential fixed investment as a percent of GDP (5-year moving average)

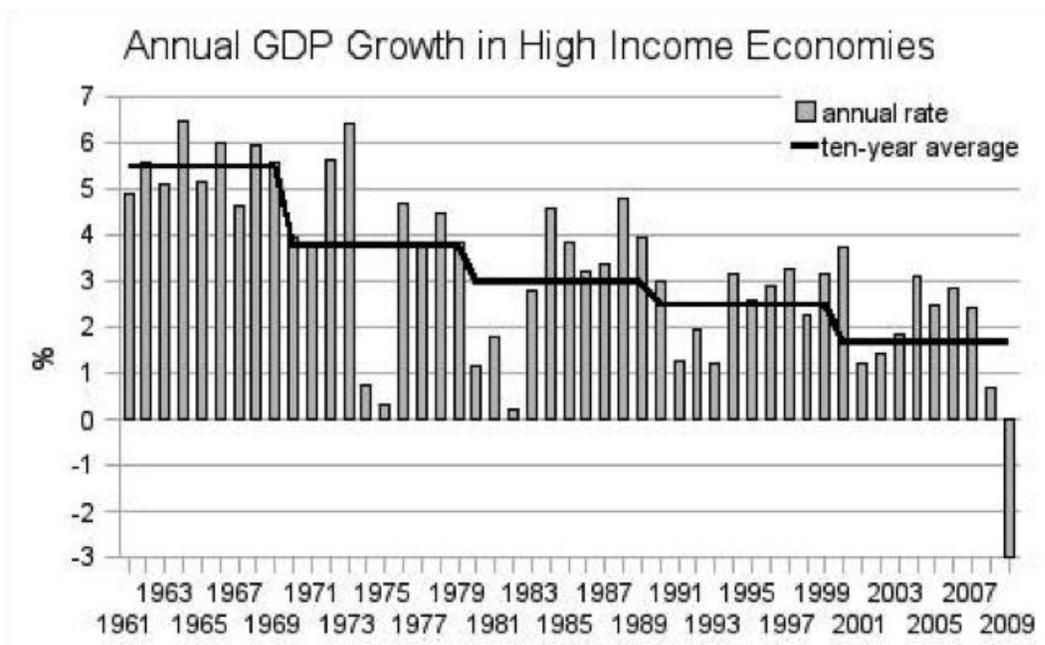


Source: Bureau of Economic Analysis, National Income and Product Accounts, Table 5.2.5. Gross and Net Domestic Investment by Major Type, Annual Data 1929-2006; *Economic Report of the President, 2008* Table B-1. Gross Domestic Product, 1959-2007.

John Bellamy Foster and Fred Magdoff, *The Great Financial Crisis: Causes and Consequences*, *Monthly Review Press*, New York, 2009

Otro indicador es el crecimiento del PIB de los países industrializados (**Gráfico 9**)<sup>25/</sup>. El interés de este gráfico es que hace un desglose en sub-períodos de 10 años, que muestra la ralentización en cada subperíodo de lo que ha sido la más larga fase interrumpida de expansión de la historia del capitalismo <sup>26/</sup>. Se pueden ver dos momentos de fuerte descenso en 1974-1975 y en 1982-1982, en dos tiempos de la recesión que puso fin al *régimen de acumulación fordista*, así como un debilitamiento menos importante a comienzos de los años 1990 (doble crisis bursátil e inmobiliaria en Japón, descenso del sector inmobiliario con repercusiones sobre los bancos en Estados Unidos) y después en 2000-2001 cuando la crisis bursátil del Nasdaq, pero hay que esperar a 2008-2009 para que caiga por debajo de cero. En su artículo del mes de agosto, Michel Husson ha detallado estos indicadores para el caso de Francia <sup>27/</sup>.

### **Gráfico 9: Crecimiento del PIB en las economías avanzadas, tasa anual y media en diez años**

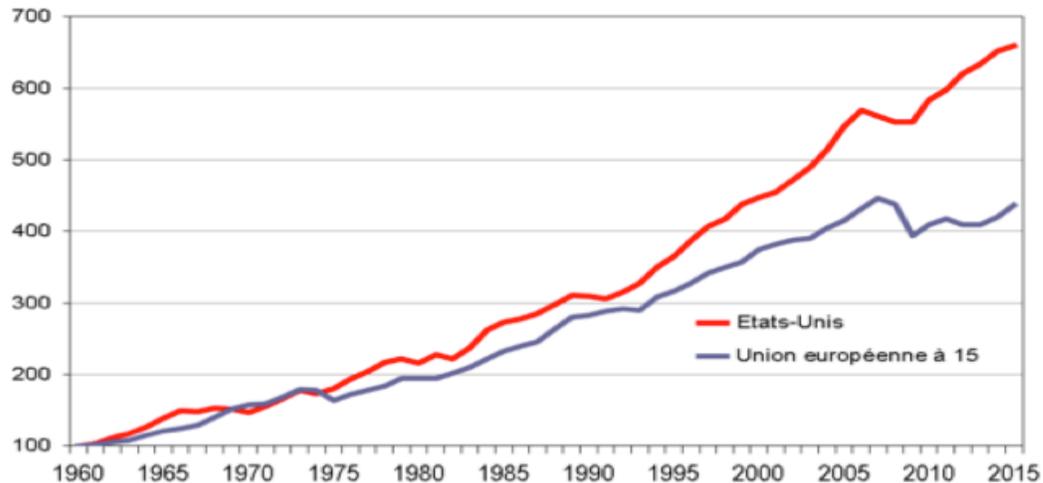


Cédric Durand et Philippe Léger, *Review of Radical Political Economy*, 2014

### Un volumen de plusvalía en alza, pero insuficiente ante las pretensiones de las finanzas

En su reseña de *Finance Capital Today* Husson cuestiona la idea que avancé, en el sentido de que “la plusvalía global baja y que es contestable que haya una situación de penuria creciente de plusvalía o sobre-valor” **28/**. Ofrece, aunque sin explicar su modo de cálculo, “una estimación estadística, aunque poco ‘sofisticada’, del volumen de plusvalía (que) muestra que no se puede hablar de baja tendencial. El impacto de la crisis se ha borrado ya en Estados Unidos donde el volumen de plusvalía así medido vuelve a subir, mientras que alcanza techo en Europa”.

### Gráfico 10: Estimación del crecimiento del volumen de plusvalía hecho por Michel Husson



Fuente : Michel Husson <http://alencontre.org/economie/le-capital-financier-et-ses-limites-autour-du-livre-de-francois-chesnais.html>

¿Se ha borrado de verdad el impacto de la crisis en Estados Unidos? Se puede dudar de ello. Aunque dos páginas más adelante escribe de forma algo diferente que “la tesis central de *Finance Capital Today* permite comprender por qué dura la crisis. La financiarización de la economía equivale a una inflación de derechos de cobro potenciales sobre la plusvalía actual y venidera, pero que exceden de la capacidad del sistema para producir tanta plusvalía. La crisis podría interpretarse como una llamada al orden de la ley del valor: no pudiendo el capitalismo distribuir más plusvalía de la que produce, una parte de este capital ficticio debía ser desvalorizada. Pero, tomando la formulación de Chesnais, no se ha dejado que la crisis ‘siga su curso’ (*run its course*)”.

Las notas de Michel Husson me permiten explicar mejor mi posición. Aunque ha habido un alza del *volumen* de la plusvalía, lo que no quiere decir un alza de su *tasa* respecto al capital invertido, el rasgo sobresaliente del actual momento del capitalismo es la *insuficiencia crónica* de este volumen *con respecto a la masa de derechos de cobro* **29/**. El auge de la financiarización ha tenido lugar en el contexto del movimiento de debilitamiento del flujo de plusvalía, algunos de cuyos indicadores aparecen en los **gráficos 7 y 8**.

### **La concentración bancaria mundial y sus bases específicas**

Para los grupos industriales y los grandes bancos, una de las reacciones, podríamos decir espontánea, a la ralentización del ritmo de producción de plusvalía ha sido proceder a fusiones-adquisiciones (*M&A, mergers and acquisitions*), esto es la adquisición de empresas o de bancos más pequeños o más débiles y la fusión con rivales de un nivel similar. Marx denomina a este proceso *centralización del capital*, por oposición a la *concentración que se confunde con la acumulación*, cuando la empresa crece como consecuencia de la reinversión de las ganancias **30/**.

La “concentración de capitales ya formados, la fusión de un número superior de capitales en un número menor” se realiza tanto por el “violento procedimiento de la anexión, cuando algunos capitales se han vuelto tan poderosos centros de gravitación respecto a otros

capitales que destruyen la cohesión individual y se enriquecen con sus elementos desagregados”, como por el medio “más almibarado” de fusiones negociadas entre accionistas **31/**. Los *planes de reestructuración* con despidos y descualificación de los trabajadores son su principal componente. Bajo los efectos de la liberalización de flujos financieros, intercambios e inversiones directas, la centralización/concentración del capital ha procedido simultáneamente en el plano nacional y a nivel internacional. Y ha llevado a la formación de oligopolios mundiales en la industria y los servicios, así como en las actividades bancarias.

Lo que caracteriza al sector bancario es el grado de concentración no sólo de los bancos sino de los mercados más importantes en que operan. Mientras otros oligopolios mundiales, por ejemplo el del automóvil, se despliegan en los mercados de todos los países, el oligopolio bancario opera en un puñado de plazas financieras, incluso en una sola. Hay que empezar por entenderse sobre la palabra *banca*. Se trata de grupos financieros de actividades múltiples, más exactamente *conglomerados financieros de dominante bancaria*, definiendo el BIS a los conglomerados financieros como “conjuntos de sociedades bajo un control común cuyas actividades consisten en la prestación de servicios significativos en al menos dos sectores financieros distintos (la banca, la gestión de activos y los seguros)” **32/**. Los gobiernos han ayudado al movimiento de concentración, con políticas deliberadas como en Francia **33/**, o por comodidad otorgando el acceso al mercado primario de bonos del Tesoro a un puñado de bancos solamente. Desde 2012 se reconoce la existencia de 28 bancos llamados *sistémicos*, cuya dimensión y densidad de relaciones con otros bancos son tales que su quiebra podría desencadenar, como en el caso de Lehmann, una crisis financiera mundial. Su número ha sido después elevado a 30.

Esta cifra no refleja por completo la situación. A causa de la enorme concentración de mercados claves, existe algo así como un «oligopolio dentro del oligopolio» formado por una quincena o incluso una docena de bancos que operan en él. El caso más extremo de concentración es el Libor de Londres, donde se fija el nivel del tipo de interés interbancario que después se calca en las otras plazas financieras del mundo. Desde 2012, las autoridades judiciales americanas y británicas así como la Comisión Europea vienen investigando la manipulación del mercado e impuesto multas a once bancos: Bank of America, BNP-Paribas, Barclays, Citigroup, Crédit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan Chase, Royal Bank of Scotland y UBS **34/**. En el caso de los mercados de cambios, BIS informa que en 2016 el 77% de las operaciones de cambio estaban concentradas en cinco plazas financieras: Londres, New York, Tokio, Hong Kong y Singapur **35/**. En Londres, Deutsche Bank, Barclays y UBS aseguran la mayor parte de las transacciones. Y por último las posiciones dominantes ocupadas en los mercados de productos derivados por el mismo grupo de bancos, a las que más adelante nos referiremos.

Hecha esta constatación y la explicación de esta enorme concentración, quedan por sacar las conclusiones. François Morin sobre todo atribuye al oligopolio bancario un poder extremadamente grande. En una conferencia dada con motivo de la aparición de *La Hidra mundial* [*L'Hydre mondiale: l'oligopole bancaire*, François Morin, 2015], sostuvo que “la posición dominante de los bancos les confiere la capacidad de fijar el precio del dinero” **36/**. Esto queda desmentido por la baja continua de los tipos de interés, que trataremos más adelante. Además están las relaciones finanzas-industria. En su libro más

reciente, escribe que «en un mundo donde las finanzas han globalizado sus actividades, la empresa industrial aparece como dominada, mientras los actores financieros están en la posición de dominantes» **37/**, aportando como único argumento la transformación de los productos derivados de instrumentos de cobertura de riesgo necesarias para las operaciones de las empresas en instrumentos especulativos que conllevan grandes riesgos financieros sistémicos. Eso es simplificar mucho los mecanismos de financiarización de los grupos y minorizar singularmente el poder de las sociedades transnacionales (STN).

### **La financiarización de los grupos industriales**

En la industria manufacturera, la energía, las minas y el sector de los servicios, la liberalización y la desreglamentación han permitido la formación de oligopolios mundiales, algunos de ellos con un grado de concentración aún más elevado que el del sector bancario. Es desde luego el caso de los gigantes de Internet. De igual modo, otros oligopolios distintos de los bancos merecen ser considerados como hidras, sobre todo los de agroquímica y agrobusiness **38/**. La financiarización de los grupos industriales *largo sensu* es simple y llanamente su identidad de *actores financieros*, la importancia de sus carteras de activos y la amplitud de sus operaciones en los mercados financieros. La obra francesa de referencia es el antiguo trabajo de Claude Serfati **39/**, un tipo de objeto de investigación que ha sido eliminado de las universidades francesas. En un estudio más reciente, una investigadora ha calculado para las empresas americanas el ratio entre ingresos financieros —intereses, dividendos y beneficios especulativos (*capital-market-investment gains*)— y sus flujos de tesorería (*cash flows*) **40/** y ha constatado la subida del 20% en 1980 al 60% en 2001 **41/**.

La dimensión de la financiarización de los grupos industriales que ha recibido más atención académica ha sido la introducción hace veinte años el llamado paradigma gerencial del “*corporate governance*” (gobierno de empresa), orientado a la maximización del valor accionarial (*shareholder value*). Consagra la preminencia de los accionista y hace del nivel de los dividendos y de la cotización de las acciones en bolsa el principal objetivo de las empresas. A este fin se han adaptado los criterios de evaluación de resultados, acompañados de instrumentos de fidelización de los dirigentes, sobre todo su remuneración en *stock-options*. Se trata de una «dominación» no de los bancos sino de todos los inversores; siendo los *hedge funds* los más activos en la vigilancia de las evaluaciones.

Unas pocas palabras sobre las recompras de títulos en bolsa. Los dividendos dependen de las ganancias, y por tanto de la eficacia de la explotación y del marketing. Pero la cotización de los títulos depende en parte de técnicas estrictamente financieras. Cuando un inversor compra acciones de una empresa lo hace para embolsarse dividendos, pero también para retirar una ganancia en el momento de la reventa. Tanto la subida del importe del dividendo por acción como del nivel de su cotización pueden ser obtenidos por medio de la recompra por parte de una sociedad cotizada de sus propias acciones, seguida de su anulación. A esta técnica de reducción del número de las acciones para aumentar la ganancia potencial de quienes las poseen se le llama recompra **42/**. El descenso de los tipos de interés ha permitido a los grupos cotizados pedir prestado a muy bajo precio y por tanto acentuar su recurso a esta práctica.

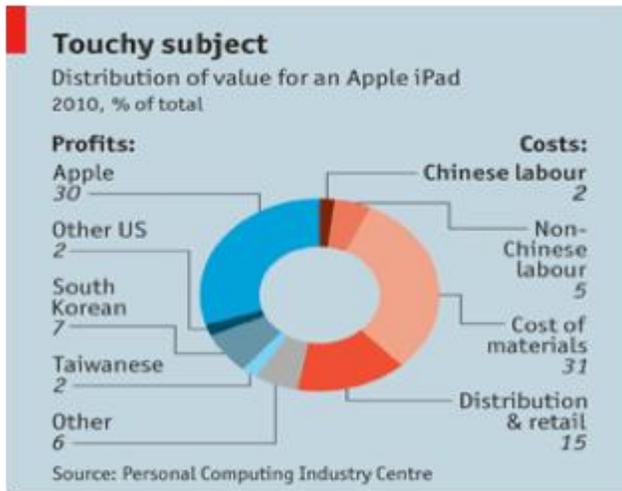
## Las cadenas de valor globales

Sin embargo, el nivel de los dividendos no puede basarse simplemente en artificios. Exige la producción y la apropiación de plusvalía. Favorecidos por la liberalización y la desreglamentación, los grupos surgidos de la centralización/concentración del capital se han servido de las tecnologías de la información y de la comunicación (TIC) para crear formas organizativas sólo a su alcance. Son las cadenas de valor mundiales (CVM). Construidas por grandísimos grupos oligopolistas, les permiten apropiarse y centralizar cantidades de plusvalía creadas en empresas más pequeñas en situación de subcontratación en diferentes puntos del globo **43/**. El término designa, por parte de grupos transnacionales (las sociedades transnacionales o STN), la organización de una división internacional del trabajo entre filiales y subcontratistas en las etapas P-M' del circuito del capital, que va de la creación de un modelo (*design*) a su producción y su distribución. La concepción se realiza en los países centrales; la producción, por medio de su subcontratación, se sitúa en los países donde el ejército industrial de reserva es a la vez abundante e indefensa; y la comercialización se hace en aquellos países donde hay una demanda final. Programas de gestión de la información y ordenadores cada vez más potentes han reducido el coste y acelerado la velocidad de coordinación de actividades entre lugares de producción. La contenedorización, la standardización y la automatización del transporte de mercancías han hecho otro tanto para la circulación de las mercancías. Samir Amin habla de manera imaginada de una situación en que los monopolios-oligopolios “ya no son islas, por importantes que fuesen, en un océano de empresas que no lo son, sino un sistema integrado (en el que) las pequeñas y medianas empresas e incluso grandes empresas (...) están encerradas en redes de medios de control establecidos, de principio a fin, por centros oligopolísticos” **44/**.

La CNUCED estimaba en 2013 que alrededor del 80% del comercio mundial se realiza en el marco de intercambios desarrollados en CVM organizadas por las sociedades transnacionales **45/**. En su comentario de la casilla *economías emergentes* del **Gráfico 5** mostrado más arriba, el BIS ve en el desarrollo de las CVM una de las principales explicaciones de la importancia de las IDE en el pasivo de la cuenta capital de las *economías emergentes* **46/**. Después su volumen ha retrocedido un poco **47/**, ofreciendo un elemento de explicación de la evolución al final del período de las curvas del **Gráfico 2**.

El grado de asimetría de las relaciones entre los oligopolios y los subcontratistas, y la importancia de la apropiación de plusvalía producida por estos últimos, permiten hablar de las CVM como una forma de gestión propia de la financiarización. Las cadenas de valor más masivas son las contruídas para una amplia gama de productos de consumo por los grandísimos grupos de distribución en posición de control al acceso al mercado final (lo que se denomina monopsonio). Pueden ser mundiales, como Wal-Mart, o continentales, como Carrefour. En un sector industrial como la confección, las grandes marcas (Zara, Mango, HM) funcionan típicamente en modo CVM. Los jefes de fila se concentran exclusivamente en el diseño, el marketing y la red de distribución. Al final de las cadenas se encuentran capitalistas locales adeptos a la explotación forzosa. Bangladesh, donde ha habido gravísimos accidentes laborales (catástrofe de Rana Plaza en 2013) es el ejemplo por excelencia. Los trabajadores, en el caso de los países asiáticos, son mayoritariamente mujeres. En todas partes, sus salarios son muy inferiores al nivel medio nacional.

**Gráfico 11: Distribución del valor de un iPad Apple en 2010**



En la electrónica, la empresa faro y a la vez la mejor estudiada es Apple, hasta el punto de permitir a los investigadores trazar el **Gráfico 11**. No es sorprendente que el nivel de cotizaciones de la acción de Apple esté siempre en el grupo de cabeza del Dow Jones. En la electrónica, los subcontratistas a su vez pueden ser empresas muy grandes. Es el caso del grupo taiwanés Foxconn, que es la mayor empresa de ensamblaje electrónico del mundo y suministrador de las principales marcas del sector (Apple y también Sony, HP, Dell, Nintendo, Nokia, Motorola, Microsoft). En su fábrica de Longhua en Shenzhen hay entre 250 000 y 300 000 trabajadores y trabajadoras en condiciones de trabajo y de vida militarizadas **48/**.

Si el desarrollo de las cadenas de valor globales no continúa más allá del nivel actual, tal como sugieren las últimas cifras, la satisfacción de las exigencias de los accionistas requerirá encontrar los medios de aumentar la tasa de explotación doméstica mucho más de lo que ya se ha hecho.

Hay que volverse ahora de nuevo a los títulos de crédito cuyo rendimiento tiene la forma de intereses, para examinar la primera etapa de un proceso en que los resultados de los gestores de fondos han dependido cada vez más del éxito de sus operaciones especulativas. En estos 25 años, nuevos títulos de crédito se han añadido a los activos *clásicos* “las formas más degeneradas de activos parecen ser la fuente de su propio aumento” **49/**.

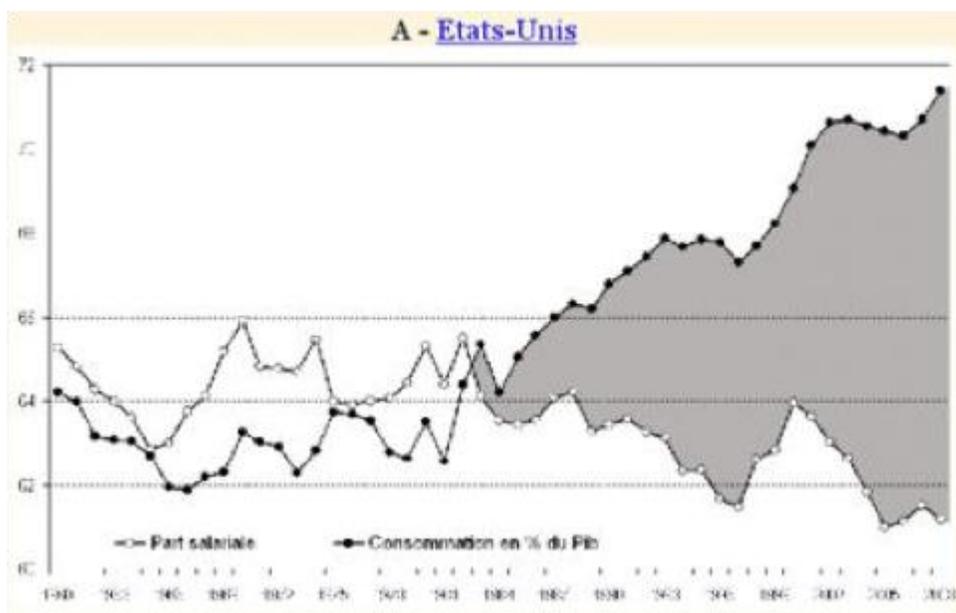
El contenido económico de la especulación fue definido perfectamente por Helfferding: “mientras la clase capitalista como tal se apropia de una parte del trabajo del proletariado sin equivalente y obtiene de esta manera su ganancia, los especuladores sólo ganan los unos sobre los otros. *Los negocios son el dinero de los otros*” **50/**. La naturaleza económica de las operaciones especulativas es un juego de suma cero. La pérdida de uno es el beneficio del otro. De ahí que la amplitud de sus operaciones aparezca como marcador de la salud del capitalismo.

### **El crecimiento de las deudas domésticas y su titulización**

Volvamos al **Gráfico 3** (primera parte del artículo). Detrás del crecimiento de la curva roja, sobre todo en los Estados Unidos, a partir de los años 1990 y aún más en los años 2000, está el crecimiento de los préstamos a las economías domésticas, sobre todo los hipotecarios. Hay un contexto financiero de búsqueda de nuevas oportunidades de inversión, exigida por el reflujo a Wall Street de capitales escaldados por las crisis asiática y rusa.

En el plano económico, es el comienzo del descenso de la parte de los salarios en el PIB de los países industriales bajo los efectos de la liberalización de los intercambios y de las inversiones y de la competencia instaurada entre trabajadores de país a país, lo que en Estados Unidos se denominó la instauración del “*China wage*” [salario chino] como estándar de los salarios. Había que sostener la demanda y permitir a los asalariados, designados en adelante con el nombre de *clase media*, que continuasen conociendo gracias al crédito el nivel de vida al que estaban habituados. Los mercados financieros estadounidenses cumplieron con esta tarea y el crédito a los hogares hizo durante un tiempo los días de gloria del capital a interés. Mientras el consumo se mantenía estancado en Europa, conocía un crecimiento espectacular en los Estados Unidos.

**Gráfico 12: Parte de los salarios y del consumo en el PIB de los Estados Unidos**



Fuente: Michel Husson Le capitalisme toxique, *Inprecor* n° 541-542, septembre-octobre 2008 <http://hussonet.free.fr>

El enorme desarrollo del sector inmobiliario no habría podido tener lugar sin la creación de nuevos tipos de títulos para hacer los préstamos hipotecarios fácilmente negociables. Desde 1990, y aún más en los años 2000, los títulos de deuda negociable (*credit market debt*) conocieron un gran crecimiento, como lo muestra el **Gráfico 14** expuesto más adelante. Incluye también otros títulos distintos que los referidos a hipotecas, pero son éstos los que dominan la curva. En Wall Street se desplazó el epicentro de crisis financiera. El crack del

mercado de títulos de empresas de alta tecnología (el Nasdaq), que se produjo en 2000-2001 con el estallido de la burbuja especulativa en torno a los valores dot.com, fue una crisis bursátil *clásica*, bastante circunscrita. Desplazándose a partir de 2003 masivamente hacia el mercado de préstamos hipotecarios, extendiendo en el mismo la titulización por medio de una ingeniería financiera cada vez más compleja, los inversores crearon las condiciones de un tipo muy diferente de crisis. La mundialización financiera y la opacidad de los títulos y de quienes intervenían dieron al término *sistémico* un nuevo contenido.

A diferencia de los títulos de la deuda emitidos por una sola institución (el Tesoro), la emisión de los títulos hipotecarios fue extremadamente descentralizada. La hacían bancos locales y sociedades inmobiliarias. Éstos se deshacían de sus títulos ante bancos más grandes, entre ellos los cinco bancos de inversión neoyorkinos, aunque también dos sociedades hipotecarias gubernamentales, Fannie Mae y Freddie Mac **51/**. Éstos a su vez los vendían a fondos de inversión de riesgo (los *hedge funds*) y a partir de 2005-2006 a las filiales de riesgo de otros grandes bancos (caso de BNP-Paribas) **52/** o incluso a bancos de toda confianza de los Länder alemanes. A diferencia de los títulos públicos, se hizo negocio con títulos que tenían la naturaleza de productos derivados de lo que se denomina un [activo] subyacente (mercancía, divisa, préstamo), como se explicará más adelante. En este caso, los activos subyacentes de los nuevos productos eran los préstamos hipotecarios, de ahí su nombre *mortgage-backed securities* (MBS) [valor respaldado por hipoteca]. Incluso como productos derivados, se trataba de títulos compuestos particularmente opacos. Los MBS eran además productos llamados *estructurados*, mezclando activos clasificados con distintos niveles de riesgo.

Las filiales especializadas creadas por los grandes bancos hicieron ensamblajes de préstamos con diferentes niveles de riesgo. Los tramos *super senior* o *senior* eran los más seguros, los *junior* eran más expuestos y por tanto mejor remunerados, y los efectos *subprime* resultantes de préstamos a los llamados prestatarios NINJA **53/** lo eran aún más pero con mayores riesgos. Propusieron estos títulos completamente opacos a los inversores y ahorradores, incluso a aquellos de sus propias agencias de títulos compuestos. El conjunto de transacciones fueron hechas (como continúan haciéndose en los mercados de productos derivados) de común acuerdo entre *traders*[operadores] (denominado OTC, abreviación del término inglés «over the counter», extrabursátil) **54/**.

A pasar de las notaciones que les otorgaron las agencias (Moody's, Standard & Poor's, Fitch Ratings), los inversores intentaron protegerse. Compraron a grandes sociedades de seguros otra categoría de producto derivado, llamado *de incumplimiento de crédito*, más conocido por su nombre en inglés *credit default swaps* (CDS). El comprador de protección paga *ex ante* una prima anual al vendedor de protección que promete compensar *ex post* las pérdidas del activo de referencia en caso de incumplimiento precisado en el contrato. El vendedor de esta protección sobre un incumplimiento que por definición le parece poco probable no está obligado a reservar fondos para garantizarlo. Recibe primas periódicas y, si el «incumplimiento de crédito» no tiene lugar, logra beneficios hasta el final del contrato. En el caso contrario está obligado a hacer lo que se llama un «pago contingente». Si se ha vendido protección a muchos compradores, puede ser una cantidad muy elevada.

Así, la venta de CDS sobre títulos hipotecarios llevó en 2008 al borde de la quiebra a la mayor sociedad americana de seguros, American Insurance Group (AIG), y obligó al gobierno federal a financiar un salvamento que costó 85 billones de dólares **55/**. Warren Buffet había denominado en 2002 a las CDS *armas de destrucción masiva*, y Georges Soros dijo en 2006 que “los riesgos presentadas por los derivados transferidos de común acuerdo no son comprendidos plenamente ni siquiera por inversores sofisticados como yo mismo”.

Estos son los activos a los que las agencias de calificación atribuyen notaciones positivas. Un estudio del Banco de Francia explica de forma muy clara por qué son intervenidas. Se puede leer que «por construcción, el funcionamiento y el valor de los productos estructurados son difíciles de comprender para un inversor» **56/**. Para ayudarles a vender los MBS, los bancos comprometidos en su producción pidieron a las agencias que les atribuyesen una notación al igual que para los títulos emitidos por los Estados. Se suponía que las agencias habían reunido y controlado la información sobre el nivel de riesgo de los préstamos *empaquetados* en cada tipo de activos. El proceso implicaba lo que el estudio llama amablemente “dos importantes debilidades”. En primer lugar, el modelo utilizado para calificar los productos estructurados era idéntico al utilizado para los productos obligacionistas tradicionales, mientras que los riesgos eran de un orden totalmente distinto. Además las agencias son consideradas como responsables únicamente de la evaluación del riesgo del crédito y no del riesgo de liquidez de los vendedores de activos (ejemplo Lehmann), cuando los inversores solían estar persuadidos de lo contrario.

La participación en estas emisiones, ventas y compras de títulos realizadas de común acuerdo, de un conjunto complejo de inversores y de intermediarios —los fondos especulativos (*hedge funds*) entre ellos filiales de grandes bancos, los bancos de inversión y otras sociedades financieras todavía no reglamentadas— ha llevado a la formación de lo que se ha denominado *shadow banking*, o finanzas en la sombra **57/**. Este nombre le ha llevado a ser considerado responsable de la crisis financiera y a enfrentarse a una especie de venganza popular muy publicitada. Un organismo intergubernamental, el Consejo de Estabilidad Financiera (en inglés Dinancial Stability Board, o FSB) fue creado por el G-20 en 2009 con la misión de seguir su evolución (aunque sin la menor veleidad de control). A él se le debe una definición oficial: “sistema de intermediación del crédito que implica a entidades y actividades que se encuentran potencialmente en el exterior del sistema bancario”.

La importancia de las operaciones de las filiales de los grupos bancarios especializadas en inversiones de riesgo exige eliminar toda ambigüedad. No existe una frontera clara entre el *shadow banking system* y el sistema bancario «tradicional» con sus filiales. En su informe más reciente, el FSB indica que en 2015 las finanzas a la sombra alcanzaron los 92 billones de dólares, esto es el 150% del PIB mundial, superando así el nivel alcanzado en el momento de la crisis financiera de 2008, antes de deshincharse un poco en 2010 hasta algo más del 120% del PIB mundial. La influyente agencia financiera neoyorkina Bloomberg ha dado cuenta de un estudio universitario sobre el sistema de la sombra, con el siguiente título: “No deja de crecer pero no se mejora” **58/**.

## **Productos bancarios, efecto de apalancamiento y liquidez**

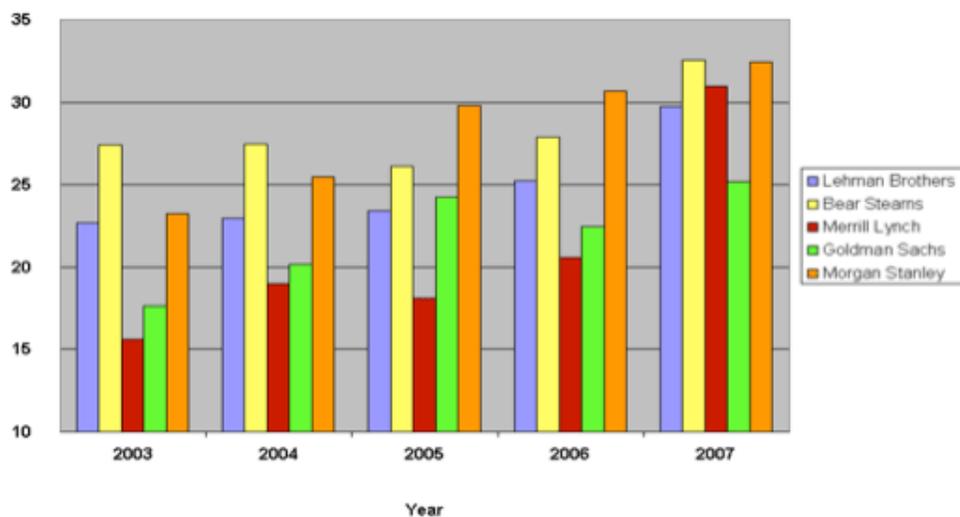
A medida que se extiende el endeudamiento y toma un carácter estructural, los intereses sobre los préstamos a las empresas, a las economías domésticas y a los gobiernos (con configuraciones específicas para cada país y cada coyuntura), las comisiones por la organización de los préstamos y las ganancias en las transacciones de mutuo acuerdo sobre instrumentos de crédito se han convertido en las principales fuentes de los beneficios bancarios. El importe de éstos depende de dos factores: 1º, el diferencial entre el nivel de los tipos a los que los bancos se endeudan (en los mercados o con los bancos centrales) y aquellos a los que prestan; y 2º el volumen de operaciones como tal. Éste depende de la amplitud del recurso a concertar préstamos de capitales más allá de los fondos propios, lo que se denomina el efecto de apalancamiento.

Se dispone de cifras que muestran su amplitud en 2007 en el caso de los cinco bancos de inversión neoyorkinos. Tal como muestra el **Gráfico 13**, tres de ellos tenían un recurso al efecto de apalancamiento superior al de Lehmann.

**Gráfico 13: ratios de endeudamiento de los bancos de inversión neoyorkinos en 2007**

### Leverage Ratios For Major Investment Banks

The leverage ratio is a measure of the risk taken by a firm; a higher ratio indicates more risk. It is calculated as total debt divided by stockholders equity. Each firm's ratio increased between 2003-2007.



Source Data: Company Annual Reports (SEC Form 10K)

El volumen de la oferta de capitales a prestar o incluso el recurso al efecto de apalancamiento es sistémico. Se basa en gran parte en el endeudamiento recíproco de los bancos y por tanto en la confianza que ellos tienen en las posibilidades de recuperar su préstamo en todo momento. Así Lehmann quebró por los préstamos concedidos a *hedge funds* que no pudieron reembolsar a causa del hundimiento del mercado de títulos hipotecarios, y por la exigencia del banco JP Morgan Chase de que le reembolsase un préstamo en plena tormenta. En 2016 éste aceptó pagar 1,32 miles de millones de dólares de compensación a acreedores que habían perdido todo en 2008 **59%**. La importancia del endeudamiento mutuo entre bancos y fondos de inversión se puede ver en el **Cuadro 1**, en

la línea de sociedades financieras, que muestra la tasa de endeudamiento más elevada con diferencia.

**Cuadro 1: Endeudamiento por sector institucional en los Estados Unidos 1980-2008 (en % del PIB)**

Secteur	1980	1990	2000	2008
Ménages	49	65	72	100
Sociétés non-fin.	53	58	63	75
Sociétés financières	18	44	87	119
État	35	54	47	55
Total	155	221	269	349

Nunca se han entendido los motivos de la negativa del Secretario del Tesoro, Henry Paulson, ex de Goldman Sachs, a salvar a Lehmann de la quiebra, y desde luego no se previó la amplitud de las consecuencias sobre el sistema financiero. El recuerdo de los encadenamientos sistémicos de setiembre de 2008 permitió a los bancos franceses y alemanes beneficiarse de un trato muy diferente durante la crisis de la deuda pública griega **60/**.

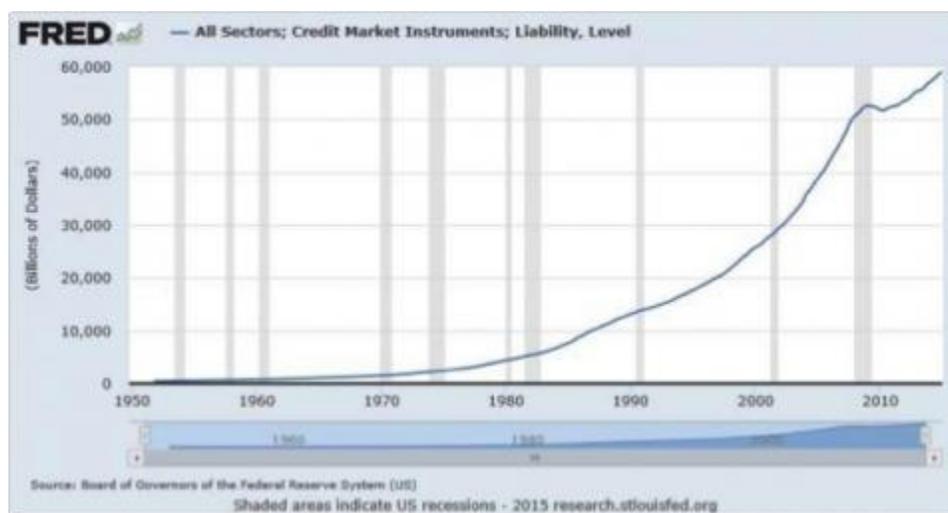
En 2012, en el peor momento de suspensión de préstamos que hundió a la economía europea en una segunda recesión, los tres bancos franceses que poseían títulos públicos griegos tenían un ratio de endeudamiento respecto a sus fondos propios que iban del 24% para la Société Générale al 32% para BNP Paribas. El del Deutsche Bank, también muy comprometido, era del mismo nivel. Se beneficiaron de una ayuda elevada e incondicional. Para salvarlos, el BCE empezó a adoptar lo que públicamente denominó «medidas no convencionales de política monetaria», es decir la inyección prácticamente ilimitada de liquidez. Las primeras formas fueron ante todo la compra a los bancos de sus títulos griegos, pronto extendida a los emitidos por otros países (España en particular) en que los bancos franceses y alemanes estaban muy comprometidos. Un banquero británico comentó entonces: «es más fácil vender semejante plan diciendo que es para salvar a Grecia, España y Portugal, que confesar que es para salvar y ayudar a los bancos» **61/**.

**El desarrollo de los mercados de productos derivados, summum de unas finanzas sin base**

No hay sitio para rehacer aquí el relato del rescate en 2008 de los bancos de ambos lados del Atlántico así como de AIG [American International Group, primera empresa mundial de seguros y servicios financieros]. Para la burguesía mundial dirigida por los Estados Unidos, el profundo arraigo económico y social del capital ficticio impedía cualquier duda. La recesión económica ha arrojado al paro a centenares de miles de trabajadores y trabajadoras, pero el importe de los derechos de cobro en manos de los bancos y de los fondos apenas ha bajado. Los beneficiarios de los sistemas de pensiones por capitalización han sido el único grupo social poseedor de capital en sufrir la crisis financiera a causa de la caída de las acciones. En los países de la OCDE han sufrido en 2008-2009 pérdidas agregadas de 23% **62/**, e incluso cuando las bolsas se han recuperado, los efectos de la crisis financiera sobre las pensiones se han hecho sentir **63/**.

Los mercados de obligaciones han retrocedido por el hecho del elevado nivel de dependencia respecto del crédito de determinadas industrias, en particular en los Estados Unidos el automóvil y en otros países la construcción. Las medidas de ayuda directa de los gobiernos a los grupos o de transferencia al Estado de las deudas, con transformación de las deudas privadas en deudas públicas, limitaron su amplitud. Asociada después a la política monetaria «no convencional» de inyección monetaria (*quantitative easing*) de la Fed [Reserva Federal de los Estados Unidos], la máquina de creación de instrumentos de crédito se volvió a poner en marcha.

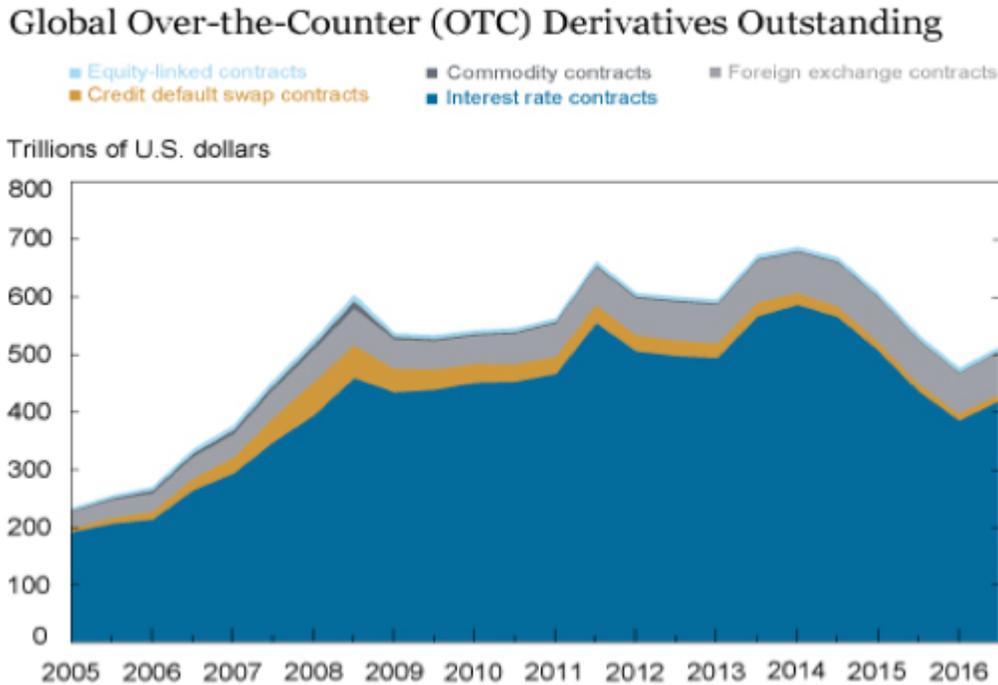
#### Gráfico 14: Crecimiento en los Estados Unidos de los títulos de deuda negociables



FUENTE: *Federal Reserve Economic Data*, Federal Reserve Bank of Saint-Louis

En ausencia de casi cualquier efecto duradero sobre el crecimiento, es importante comprender a dónde se ha dirigido ese crédito, en qué mercados se ha desplegado. Se trata de los mercados financieros situados y los mercados de productos derivados. Aunque bajo la forma de los MBS y de los CDS habían sido centrales en el desencadenamiento de la crisis financiera, su dimensión no ha hecho más que crecer, como se puede ver en el **Cuadro 15**. El descenso al final del período se debe a un cambio de método contable y a la subida del tipo de cambio del dólar **64/**.

**Gráfico 15: Valor nominal y descomposición de los subyacentes del saldo mundial de productos derivados, en billones de dólares, 2006-2016**



Source: Bank for International Settlements semiannual OTC derivatives survey.

Note: Amounts outstanding are reported in gross notional terms.

Fuente: <http://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2017/05/at-the-ny-fed-the-evolution-of-otc-derivatives-markets.html65/>

Hay que dedicarles un análisis específico. La literatura sobre los productos derivados (*derivatives*, en inglés) —informes oficiales, trabajos universitarios, artículos de periódicos— insiste exclusivamente en dos puntos, la desviación de un instrumento financiero importante respecto de su objetivo y los enormes riesgos sistémicos que ocultan los mercados de productos derivados. En valor nominal **66/**, las transacciones de productos derivados representan 8 veces el PIB mundial. Los autores suelen señalar la dimensión demasiado elevada, pero no se preguntan por su significado.

A excepción de François Morin, que sin embargo insiste sobre todo en la concentración de los mercados, no se encuentra la menor sugerencia de que el hecho de que una masa particularmente elevada de capital ficticio, concentrada en manos de los mayores bancos mundiales, no tenga nada mejor que hacer que dedicarse a la más alta forma de especulación, podría traducir en el ámbito de las finanzas el impasse del capitalismo.

Los primeros productos derivados fueron creados como instrumentos que permitían a empresas asegurarse contra distintos tipos de riesgos financieros, por medio de la fijación por adelantado del precio de compra o de venta de un activo —mercancía o título— llamado *subyacente* **67/**. Inicialmente los riesgos cubiertos se referían al precio de materias primas —los cereales, más tarde el petróleo—; después, con el fin del patrón dólar/oro en

1971 y el comienzo de los tipos de cambio flexibles, se extendieron a los riesgos del cambio, muy importantes para las empresas impor-export y las sociedades transnacionales; después a los tipos de interés. Hoy día se estima que sólo el 5% de las transacciones que tienen un objetivo de protección son instrumentos de seguro contra el riesgo que afecta a mercancías.

El resto de las transacciones se refieren a instrumentos de crédito (en sí mismos ya capital ficticio) y son especulativas de parte a parte, dependiendo las ganancias tanto del volumen de transacciones hechas como intermediario, como de los nuevos seguros sobre el capital creados y vendidos a compradores<sup>68/</sup>. Cualquier forma de incertidumbre puede dar lugar a la creación de un derivado. El ejemplo notorio más reciente es el de Deutsche Bank, que habría perdido 60 millones de dólares por un tipo de derivado relativo a la evolución de la tasa de inflación <sup>69/</sup>. Hoy día los productos derivados representan lo que he denominado en *Finance Capital Today* “capital ficticio al enésimo grado”. Los intervinientes en los mercados de estos activos son principalmente bancos y fondos de inversión con apalancamientos extremadamente elevados (que pueden alcanzar el 90% respecto de los fondos propios). François Morin da la lista de catorce grupos bancarios que organizan el mercado a nivel mundial <sup>70/</sup>. Para estos grupos se trata de una importante fuente de ganancia.

Un estudio recientemente puesto en la red por la Brookings Institution estimaba que a final de los años 1990 el 30% de las ganancias de los grupos bancarios americanos provenía de esta actividad <sup>71/</sup>. No he podido encontrar estimaciones más recientes, pero la importancia de los volúmenes sugiere que cuanto mayor es el importe de las transacciones de un grupo bancario en los mercados de productos derivados, más elevada debe ser la parte de sus ganancias provenientes de esta fuente. Ganancias perfectamente ficticias desde el punto de vista del movimiento de conjunto de la acumulación y cogidas a otros intervinientes (ver más arriba la cita de Hilferding), pero que influyen en la cotización en bolsa del grupo.

El gráfico muestra que los productos derivados relacionados con el tipo de interés en distintos tipos de préstamos representan desde 2008 la aplastante mayor parte de las operaciones. Puesto que los intereses son la fuente principal de las ganancias bancarias y los títulos de deuda negociables han adquirido la importancia que ya se ha visto (**cuadro 14**), eso no resulta sorprendente. Los mercados de productos derivados son extremadamente concentrados. En 2016, en los Estados Unidos, el 90% de la emisión de su importe nominal total estaba en manos de cuatro bancos americanos (JP Morgan Chase, Bank of America, Citybank y Goldman Sachs) <sup>72/</sup>. Los activos se intercambian de común acuerdo entre *traders* [operadores pegados a sus pantallas y colgados a sus teléfonos, y recurriendo en gran medida hoy a los *algoritmos*].

El instrumento de medida de los intercambios en los mercados de productos derivados es su valor nominal (se habla de *nominal* a secas), o sea el valor facial utilizado para calcular los flujos de pagos efectuados entre *traders*. El valor del subyacente no se tiene en cuenta. Como su pago se efectúa en la fecha del desenlace, el contrato requiere sólo un avance inicial de tesorería muy pequeño o incluso nulo. Sólo si se pierde la apuesta, como en el caso de los CDS sobre los activos hipotecarios en 2008, se produce un desembolso. La especulación contra Grecia y España suscitó la indignación fingida contra los *CDS al*

*desnudo*. Pero está en su naturaleza el serlo, de modo que la legislación aprobada en su contra por la Comisión Europea, además de contener sólo medias medidas **73/**, sólo ha provocado la burla de las finanzas.

### Acumulación de dinero, viaje hacia tipos cero, bancos centrales cogidos en la trampa

Durante dos años después de 2008, el nivel de endeudamiento mundial bajó un poco, aunque de forma muy débil, y el balance hecho por el McKinsey Global Institute en 2015 decía “muchacha deuda y poco desendeudamiento” (*not much deleveraging*) **74/**. Después el endeudamiento volvió a retomar un curso ascendente. La relación de la deuda con respecto al PIB a nivel mundial pasó del 200% al 220% en dos años. En el tercer trimestre de 2016, ha alcanzado casi el 325% bajo el efecto de emisiones de títulos de deuda pública en las «economías maduras» y de obligaciones de bancos y empresas en las *economías emergentes* **75/**.

### Cuadro 16: Evolución de la deuda agregada mundial

Chart 1: Total Global Debt (all sectors)

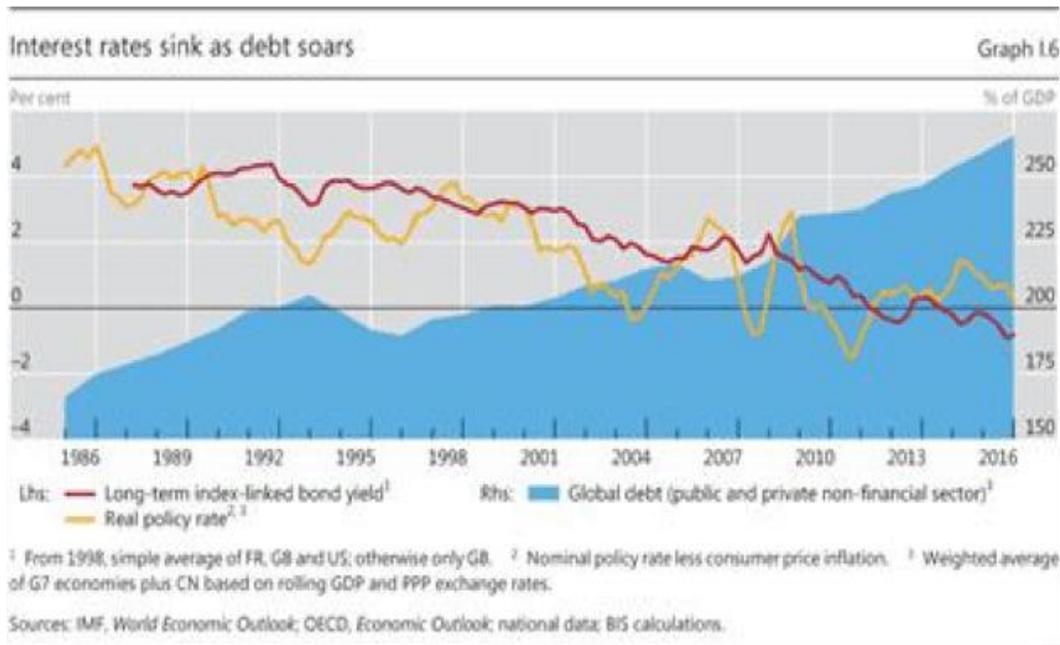


Source: IIF, BIS, Haver.

Fuente: Institute of International Finance Annual Report 2017

Durante ese mismo período se ha acelerado un movimiento iniciado hace veinte años de caída de los tipos de interés a largo plazo en los mercados obligacionistas. Se ha formado una configuración de efecto de «tijeras» sin precedentes en la historia del capitalismo, ni siquiera en la gran crisis de los años 1930. “Los tipos de interés se hundieron mientras el endeudamiento se echa a volar”, escribe el BIS en su último informe anual **76/**. En palabras del discurso de un dirigente del BIS, “ni siquiera Keynes, al que se debe la terrorífica (*sic*) metáfora de la eutanasia de los rentistas, había contemplado tipos de interés nominales negativos” **77/**.

### Cuadro 17: Las «tijeras» entre el alza de la deuda privada y la baja de los tipos de interés



Fuente: Bank for International Settlements, Annual Report 2017, page 19

Las políticas *no ortodoxas*, seguidas por el FED y los otros bancos centrales, de creación monetaria masiva y de sostén permanente de los bancos, justificadas con el argumento de que ellos prestarían a las PYMEs y a las economías domésticas, han contribuido al movimiento de baja a partir de 2009. El departamento de estudios del grupo Natixis estima que eso explicaría dos tercios del descenso de los tipos **78/**. Pero los expertos del BIS insisten categóricamente en el hecho de que eso no basta para explicar la baja puesto que ya había comenzado mucho antes. En este descenso es imposible “separar lo que es secular y lo que es cíclico, y dentro de lo que es cíclico la importancia respectiva de los factores monetarios y no monetarios”**79/**.

En el marco de análisis que comencé a exponer en el artículo de febrero, las causas de la larga caída de los tipos de interés del mercado se encuentran en las relaciones sociales de producción, los usos del cambio tecnológico y el bloqueo de los mecanismos de la acumulación así creada. La insuficiencia de oportunidades de inversión rentables hace que la demanda de capital sea inferior a la oferta **80/**, estando ésta alimentada de forma permanente por la apropiación de la plusvalía, y ello aún cuando la explotación no produce lo suficiente para satisfacer a los accionistas y los acreedores.

Aunque el «*quantitative easing*» y las políticas *no ortodoxas* de los bancos centrales no son las causas fundamentales de la baja, evidentemente la han acentuado. Los efectos «indeseables» prevalecen sobre los anunciados objetivos de relanzamiento de las economías. Enumeremos los principales. 1º Los rentistas pertenecientes a la oligarquía están protegidos de los efectos de la baja de los tipos de interés por el volumen de sus haberes. Su eutanasia no será para mañana. En cambio, el socavamiento de los sistemas de pensiones por capitalización, y en general el laminado del pequeño ahorro en los países de la OCDE está efectivamente funcionando, con todas sus consecuencias sociales y políticas

potenciales. El laminado del pequeño ahorro, al reforzar el “motivo de precaución” (Keynes), y relacionado con la inseguridad en el empleo, tiene como consecuencia la necesidad resentida por los asalariados de alimentar su *libreta A* [libreta de ahorro sin obligaciones fiscales ni retenciones, que es la forma de imposición más utilizada en Francia], a pesar de que su rendimiento es muy bajo. 2º La posibilidad de los inversores financieros de pedir prestado a voluntad y a tipo casi cero alimenta la especulación y crea las condiciones de desarrollo de nuevas burbujas financieras, cuya evolución escrutan el FMI, el BIS y los bancos centrales. En un artículo muy detallado, *The Economist* constata que “los mercados son alcistas en todos los activos” (*bull markets* en el gráfico lenguaje de las finanzas, forjado en la City) **81/**. Hay numerosas burbujas. En los mercados bursátiles (la bolsa de Tokyo ha alcanzado su nivel más alto en 21 años **82/**), pero también, una vez más, en el sector inmobiliario. 3º Pronto o tarde una o varias de estas burbujas van a estallar, tal vez simultáneamente. Ese día, confrontados a una nueva recesión, los bancos centrales habrán quemado sus cartuchos. Al mismo tiempo les resulta difícil, incluso con una ligera mejoría de la coyuntura, volver a elevar los tipos sin correr el riesgo, considerado muy elevado, de desencadenar una crisis en los mercados obligacionistas (situación en que la remontada de los tipos supone una desvalorización de los títulos no compensada por el alza de tipos). Están cogidos en la trampa. En su informe sobre la situación de la economía mundial de octubre de 2016, el FMI dice temer que se desarrolle “un ciclo deflacionista en el que demanda débil y deflación se refuercen mutuamente (...) pudiendo acabar la economía por encontrarse en una trampa deflacionista (*deflation trap*)” **83/**. En esa situación se encuentran los responsables de las finanzas mundiales.

### **Para terminar**

Las causas fundamentales del impasse del capitalismo no están en las finanzas, sino al nivel de la producción, de los caracteres y efectos particulares de la tecnología, y de la relación del capitalismo con los recursos no renovables y con el entorno físico que es también el de la sociedad humana. Ya hablé de esto en febrero e intentaré volver de nuevo.

La fuerza de las «leyes corcitivas» que mueven al capitalismo ha crecido cualitativamente con la desreglamentación y mundialización del capital. Bajo la forma de leyes «externas» engendradas por la competencia<sup>84</sup>, son coercitivas para cada foco de acumulación capitalista tomado por separado, con el enfrentamiento entre capitales altamente concentrados. Pero lo son también para el capital como un todo. Se debate con oportunidades de inversión declinantes, flujos de plusvalía insuficientes, mientras que la forma principal de propiedad del capital es la posesión de activos financieros. Los impasses propios de la acumulación de capital ficticio han invadido la cotidianidad capitalista. La visión del mundo de la burguesía moldeada por el fetichismo del dinero condiciona la vida política, la selección de los gobernantes, las políticas que llevan y las posiciones que tienen frente al cambio climático, que van de la negación al fatalismo. Aunque trabajando en un marco diferente del suyo, comparto la valoración de Bruno Latour: “las clases dirigentes no pretenden dirigir sino ponerse al abrigo del mundo” **85/**.

28/10/2017

### **Glosario**

**Financiarización.** Se refiere al peso adquirido en las últimas décadas por las finanzas dentro de la economía, y específicamente al proceso de conversión de todo valor, actual o futuro, real o hipotético, en un instrumento financiero (primario o derivado) que puede ser comercializado. En la crisis de 2007-2008 se puso en evidencia el poder que desde la sombra ejercen los ámbitos, empresas y dirigentes financieros sin que medie control democrático desde las instituciones políticas que de forma creciente se pliegan al objetivo de la desregulación funcional para expandir la financiarización.

**Titulización.** Proceso de monetarización de derechos futuros e inciertos, convirtiéndolos en títulos negociables

**Derivatives o productos derivados.** Instrumentos financieros cuyo valor se deriva de otros activos, como opciones sobre compras, precios futuros de mercancías, operaciones sobre tipos de cambio o tipos de interés, etc. Por lo general se liquidan en una fecha futura, por lo que requieren un desembolso inicial pequeño. Los principales derivados son los swaps, opciones, warrants, futuros, etc.

**(Activos) subyacentes.** Activo financiero que es el valor de referencia del derivado financiero.

**(Valor) notional.** Es la cantidad estipulada por contrato que sirve de base de cálculo de los pagos a realizar con un producto financiero derivado.

**MBS.** Siglas de “valor respaldado por hipoteca” (*mortgage-backed securities*). Productos derivados basado en préstamos hipotecarios, “estructurando” activos con distintos tipos de riesgo.

**Swaps.** Derivados financieros negociados bilateralmente para cubrirse de la exposición a un riesgo (precios, tipos de interés o de cambio, etc.).

**CDS (*credit default swaps*).** Swap para protegerse del riesgo de incumplimiento de crédito.

**Burbujas económicas.** Situación de la economía en que se produce un aumento desmedido e incontrolado del precio de un bien, alejándose de su valor. Por lo general tiene su origen en la especulación, dando lugar a momentos de euforia seguidos del desplome posterior. Ejemplos recientes: burbuja inmobiliaria, burbuja de los valores tecnológicos, etc.

**Nasdaq.** Mercado secundario de valores especializado en pequeñas y medianas empresas norteamericanas, pero donde se cotizan empresas de todo el mundo. En particular las llamadas empresas tecnológicas (telecomunicaciones, informática, biotecnología, internet, etc.). No incluye valores financieros. Se trata de un mercado completamente informatizado. Su índice bursátil (Nasdaq 100 Index) recoge los cien valores de las compañías más importantes del mercado. En el año 2001 pinchó la llamada “burbuja puntocom”, asociada al Nasdaq, provocando la quiebra de gran número de estas empresas.

**Shadow banking o “finanzas en la sombra”.** Conjunto de entidades y prácticas que sustentan operaciones financieras no reguladas y fuera del alcance de las instituciones financieras, nacionales o internacionales.

**Off-shore.** Metafóricamente alude a lo que se realiza en el mar fuera y alejado de la costa. Refiere a operaciones que se realizan al margen de un marco normativo, que pueden ser o no ilegales, pues pueden contravenir legislación existente o realizarse mediante actividades, procedimientos y formas no reguladas normativamente. Están asociadas a paraísos fiscales.

**Cadenas de valor globales (CVM).** Un conjunto de actividades necesarias (eslabones) para la producción de bienes o servicios, que se llevan a cabo en distintos marcos geográficos (países, regiones, etc.): la programación, el diseño, la producción o la comercialización se hacen en sitios diferentes, para conseguir más rentabilidad.

**Servicio de la deuda.** Pago de los intereses de una deuda más la amortización, a la fecha de su vencimiento

**Sistemas de pensiones por capitalización.** Se basa en fondos, creados por lo general por las empresas o sindicatos, para pagar prestaciones de pensiones a los empleados después de que se jubilen. Son intermediarios financieros no bancarios que reciben cuotas de pequeños ahorradores, que para lograr una rentabilidad con la que pagar las prestaciones comprometidas invierten en títulos fijos o variables.

**Apalancamiento financiero.** Se refiere a la proporción de los activos de una empresa que están financiados con préstamos. El apalancamiento financiero consiste en utilizar el endeudamiento para aumentar la rentabilidad esperada de los recursos propios.

**Algoritmo.** Cualquier conjunto de operaciones que permiten hacer un cálculo y hallar una solución a un determinado problema, siempre que esté bien planteado. Se utilizan para ello modelos matemáticos.

## Notas

1/ <http://alencontre.org/laune/le-capitalisme-a-t-il-rencontre-des-limites-infranchissables.html>, 4/02/2017. - versión traducida en <http://www.vientosur.info/spip.php?article12231>-

2/ Marx, *Le Capital*, Editions Sociales, libro III, tomo 6, pg. 263.

3/ Marx utiliza tanto un término como otro. Utilizaré en lo posible el término *capital a interés*, término que incluye la percepción de dividendos.

4/ McKinsey Global Institute, *Global Financial Markets, Entering a New Era*, 2009.

5/ McKinsey Global Institute, *Global Financial Markets, Retreat or Reset?*, 2013.

6/ Bank of International Settlements, *Annual Report 2017*. <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2017e.pdf>.

7/ Costas Lapavistas e Ivan Mendieta Muñoz, "The Profits of Financialisation", *The Monthly Review*, 2016. <http://www.monthlyreview.org/2016/07/01/the-profits-of-financialization/>. Se trata de la revista fundada por Paul Sweezy y Paul Baran, cuyo redactor más conocido hoy es John Bellamy Foster.

8/ Marx, *Le Capital*, libro III, tomo 7, pg. 129 (subrayado en el texto).

9/ *Ibid.* pg. 127

10/ *Ibid.* pg. 132-133

11/ *Ibid.* pg. 56

12/ Ver en Francia, Antoine Artous, *Le fétichisme chez Marx, le marxisme comme théorie critique*. Syllepse, París, 2006, y Alain Bihl, <http://www.ekouter.net/le-fetichisme-dans-le-capital-par-alain-bihl-au-seminaire-marx-au-xxieme-siecle-524> y la reedición anunciada por las Editions Page 2 y Syllepse de *La novlangue néolibérale: La rhétorique du fétichisme capitaliste*.

13/ Una excepción es el libro de Louis Gill, *Fondements et limites du capitalisme*, Boréal, Canadá, 1996.

14/ Marx, *Le Capital*, libro I, tomo 1, pg. 103

16/ *Ibid.* pg. 158-159

17/ *Ibid.* pg. 156

17/ *D* = Dinero utilizado en la compra de formas determinadas de mercancía; *M* = mercancía en sus formas de fuerza de trabajo comprada, máquinas y materias primas; *P* = Producción de mercancías que contienen plusvalía; *M'* = Comercialización de estas mercancías; *D'* si ésta ha tenido lugar.

18/ *Ibid.*, pg. 139

19/ *Ibid.*, pg. 168

20/ Marx, *Le Capital*, libro III. T. 8, pg. 156 y siguientes (*Renta de las minas y los terrenos a construir*)

21/ CADTM, <http://cadtm.org/Les-chiffres-de-la-dette-2015>.

22/ Marx, *Trabajo asalariado y capital*. En línea en: [www.marxists.org/francais/marx/works/1847/12/km18471230-8.htm](http://www.marxists.org/francais/marx/works/1847/12/km18471230-8.htm)

23/ Ver François Chesnais, *Les dettes illégitimes. Quand les banques font main basse sur les politiques publiques*. Editions Raisons d'agir, París, 2011. La imagen de la bola de nieve procede de un informe del Senado de 1998.

24/ [http://www.lepoint.fr/economie/budget-2015-la-charge-de-la-dette-n-est-plus-le-premier-poste-de-dependances-01-10-2014-1868315\\_28.php](http://www.lepoint.fr/economie/budget-2015-la-charge-de-la-dette-n-est-plus-le-premier-poste-de-dependances-01-10-2014-1868315_28.php)

25/ Recientemente el FMI y el Banco Mundial han publicado gráficos sobre un período que llega hasta 2015.

[http://www.imf.org/external/datamapper/NGDP\\_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD](http://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD) y <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG>

26/ En su reseña de *Finance Capital Today*, Michel Husson defiende una periodización diferente. <http://alencontre.org/economie/le-capital-financier-et-ses-limites-autour-du-livre-de-francois-chesnais.html>

27/ <http://alencontre.org/europe/france/dix-ans-de-crise-et-puis-macron.html>

28/ <http://alencontre.org/economie/le-capital-financier-et-ses-limites-autour-du-livre-de-francois-chesnais.html>

- 29/ Esto resulta más preciso de lo que escribí en *Finance Capital Today* apoyando las posiciones de Shanon Williams y Andrew Kliman. El importe de plusvalía decrece relativamente a las pretensiones de los portadores de derechos de cobro, a pesar del aumento de la tasa de explotación.
- 30/ Esta distinción se perdió después, incluso por Lenin en *El Imperialismo, estadio supremo*. Trato el tema en el artículo de 2015. <http://alencontre.org/economie/economie-mondiale-une-situation-systemique-qui-est-specifique-a-la-financiarisation-comme-phase-historique.html>
- 31/ Marx, *Le Capital*, libro I. T. 3, pg. 68.
- 32/ *Joint Forum on Financial Conglomerates*, Bank for International Settlements, Basilea, 2001 pg. 5. La Directiva sobre los conglomerados financieros de la Unión Europea define por su parte a los conglomerados financieros como «grandes grupos financieros activos en diferentes sectores financieros, a menudo de manera transfronteriza».
- 33/ François Chesnais, *Les dettes illégitimes*, pg. 57-59
- 34/ François Morin, *L'Hydre mondiale: l'oligopole bancaire*, Lux/Humanités, Quebec, 2015.
- 35/ <http://www.bis.org/publ/rpfx16fx.pdf>
- 36/ <http://www.universitepopulairetoulouse.fr/spip.php?article493>
- 37/ François Morin, *L'économie politique du XXI<sup>e</sup> siècle*, Lux/Humanités, Quebec, 2017, pg. 117.
- 38/ Ver los artículos sobre Monsanto en la web de A L'Encontre
- 39/ Claude Serfati, 'Le rôle actif des groups à dominantes industriels dans la financiarisation de l'économie, en François Chesnais (coord.) *La Mondialisation financière: Genèse, coût et enjeux*, Editions Syros, 1996.
- 40/ Para la denominación francesa y el modo de cálculo, ver: [https://lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition\\_cash-flow.html](https://lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_cash-flow.html)
- 41/ Grete Krippner, 'The Financialization of the American Economy', *Socio-Economic Review*, 3, n° 2: 173-208. 2005
- 42/ Ver François Morin, *Ibid*, pg. 107
- 43/ Están estudiadas, con todas las referencias necesarias, en un artículo de 2015 publicado en A L'Encontre. <http://alencontre.org/economie/economie-mondiale-une-situation-systemique-qui-est-specifique-a-la-financiarisation-comme-phase-historique.html>, 1/03/2015.
- 44/ Samin Amin, *L'Implosion du capitalisme contemporain. Automne du capitalisme, printemps des peuples?*, Editions Delga, Paris, 2015. Pg. 12
- 45/ [http://unctad.org/fr/PublicationsLibrary/wir2013\\_en.pdf](http://unctad.org/fr/PublicationsLibrary/wir2013_en.pdf)
- 46/ BIS, *Annual Report 2017*, pg. 103
- 47/ Raphael Auer, Claudio Borio, Andrew Filardo, 'The Globalisation of Inflation: the Growing importance of Global Value Chains', *CESIFO Working Paper*, n° 6387, marzo 2017.
- 48/ Ver los artículos en: <http://www.monde-diplomatique.fr/2012/06/POUILLE/47866> y en <http://www.peuples-solitaires.org/foxconn-des-conditions-de-travail-inhumaines-poussent-au-suicide/>

- 49/ *Leda Paulani, presentación del Sexto Congreso Marx Internacional, Nanterre 2010.*
- 50/ *Rudolf Hilferding, Le Capital financier, Editions de Minuit, 1970, pg. 200.*
- 51/ *La Federal National Mortgage Association (FNMA), conocida con el nombre de Fannie Mae, es una sociedad por acciones (government sponsored enterprise) creada por el gobierno federal americano en 1938 con el objetivo de aumentar la liquidez del mercado de préstamos hipotecarios. La Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC), conocida como Freddie Mac, fue creada en 1975 para reforzar la capacidad de apoyo gubernamental al acceso a la vivienda de obreros y empleados.*
- 52/ *Recordemos que fue la suspensión por BNP Paribas de las retiradas de sus clientes en tres fondos monetarios, el 7 de agosto de 2007, lo que dio inicio a la crisis financiera.*
- 53/ *NINJA = No income, no job, no assets [sin ingresos, sin trabajo, sin bienes].*
- 54/ *Wikipedia da la definición correcta. Un mercado de común acuerdo o extrabursátil —over-the-counter (OTC) en inglés— es un mercado en el cual la transacción es concluida directamente entre el vendedor y el comprador. Se opone a un mercado organizado, en el cual hay que pagar una comisión a la Bolsa correspondiente. Este tipo de transacciones ha aumentado de manera importante desde los años 2000, incluso para las acciones: en los Estados Unidos, el 40% de las acciones eran adquiridas de común acuerdo en 2014, frente al 16% en 2008.*
- 55/ <https://insight.lallogg.northwestern.edu/article/what-went-wrong-at-aig>
- 56/ [www.banquefrance.fr/fileadmin/user\\_upload/banque\\_de\\_france/publications/Documents\\_Economiques/documents-et-debats-numero-3-chapitre-1.pdf](http://www.banquefrance.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Documents_Economiques/documents-et-debats-numero-3-chapitre-1.pdf)
- 57/ *Esther Jeffers y Dominique Pilhon, Le Shadow banking system et la crise financière, La Documentation française, Cahiers français, n° 375.*
- [www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/libris/3303330403754/3303330403754\\_EX.pdf](http://www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/libris/3303330403754/3303330403754_EX.pdf)
- 58/ [www.bloomberg.com/view/articles/2017-03-28/shadow-banking-is-getting-bigger-wirhout-getting-better](http://www.bloomberg.com/view/articles/2017-03-28/shadow-banking-is-getting-bigger-wirhout-getting-better)
- 59/ <http://fr.reuters.com/article/businessNews/idFRKCN0V40DY>
- 60/ *Hablé de ello en un artículo para Contretemps, n° 7, en 2011: <https://npa2009.org/content/repudiation-des-dettes-publiques-europeennes-par-francois-chesnais-contretemps-n°B07>*
- 61/ *Citado por Charles-André Udry en su artículo: “Une guerre sociale nouvelle s’ouvre en Europe”, [www.alencontre.org](http://www.alencontre.org), 27 de mayo*
- 62/ *OCDE, Pension Markets in Focus, Octubre 2009, cuestión 6, [www.oecd.org/finance/private-pensions/43943964.pdf](http://www.oecd.org/finance/private-pensions/43943964.pdf) y OCDE, Private Pensions Outlook, 2009,*
- [www.oecd.org/finance/private-pensions/42153142.pdf](http://www.oecd.org/finance/private-pensions/42153142.pdf)
- 63/ *Ver Daily Telegraph, 7/10/2011:*
- [www.telegraph.co.uk/finance/personalfinance/pensions/8814750/Value-of-private-pensions-falls-by-nearly-a-third-in-three-years.html](http://www.telegraph.co.uk/finance/personalfinance/pensions/8814750/Value-of-private-pensions-falls-by-nearly-a-third-in-three-years.html)
- 64/ *Jean-Michel Naulot, Eviter l’effondrement, Seuil, París, 2017, pg. 107-108.*
- 65/ *Se puede encontrar un gráfico que remonta a 1998 en: <https://www.les-crises.fr/produits-derives>*

66/ *Lo nocional es el capital teórico sobre el que recae el compromiso adoptado por dos partes en un contrato derivado. El conjunto de cálculos de ganancias o de pérdidas realizadas por el interviniente en función de su toma de posición se calcula sobre esta base.*

67/ *La entrada en Wikipedia de “producto derivado financiero” es particularmente completa y clara.*

68/ <http://capitalinstitute.org/blog/hoy-banks-make-money-derivatives/>

69/ *Su nombre es “zero-coupon inflation swaps”. Ver [www.bloomberg.com/news/articles/2017-06-27/deutsche-bank-said-to-face-possible-60-million-derivative-loss-j4f1yar](http://www.bloomberg.com/news/articles/2017-06-27/deutsche-bank-said-to-face-possible-60-million-derivative-loss-j4f1yar). Deutsche Bank es además sospechoso de tener en sus cuentas un elevado importe de créditos irrecuperables. También ha sido condenado a una multa de 14 millones de dólares (rebajada después a 8 millones) por haber vendido en plena crisis financiera títulos sintéticos que contenían efectos subprime.*

70/ *Morin, L'économie politique du XXI<sup>o</sup> siècle, op.cit., pg. 136.*

71/ [www.brookings.edu/opinions/the-dangers-of-derivatives/](http://www.brookings.edu/opinions/the-dangers-of-derivatives/)

72/ <https://www.occ.gov/topics/capital-markets/financial-markets/derivatives/dq416.pdf>. *La Office of the Comptroller of the Currency (OCC) es un organismo estatal, bajo la tutela del departamento del Tesoro.*

73/ *Ver el artículo de Anne-Laure Delatte: [www.ofce.sciences-po.fr/blog/entree-en-vigueur-de-linterdiction-des-cds-a-nu](http://www.ofce.sciences-po.fr/blog/entree-en-vigueur-de-linterdiction-des-cds-a-nu)*

74/ [www.MGI%20Debt%20and%20not%20much%20deleveragingFullreportFebruary2015%20\(3\).pdf](http://www.MGI%20Debt%20and%20not%20much%20deleveragingFullreportFebruary2015%20(3).pdf)

75/ <https://www.iif.com/press?page=1>

76/ <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2017e.pdf>, pg.19

77/ [www.bis.org/speeches/sp150424.pdf](http://www.bis.org/speeches/sp150424.pdf)

78/ <http://www.capital.fr/economie-politique/taux-d-interet-les-dessous-d-une-baisse-a-haut-risque-1142877>

79/ *Peter Hördahl, Jhuvesh Sobrun y Philip Turner, Low long-term interest rates as a global phenomenon, BIS Working paper, n° 574, agosto 2016.*

80/ *Este uso de la oferta y de la demanda es legítimo en el plano teórico. En el capítulo XXII del libro III que trata de la determinación del nivel del tipo de interés, Marx escribe que «el capital productivo de interés, aunque sea una categoría económica absolutamente diferente de la mercancía, se convierte, como lo hemos visto, en una mercancía sui generis: por consiguiente el interés se vuelve el precio que está fijado, en cada caso, por la oferta y la demanda, como el precio de mercado de una mercancía ordinaria (...) El tipo general de interés viene determinado por causas muy diferentes y mucho más complejas que las que fijan el tipo de mercado del interés que, por su parte, está directa e inmediatamente establecido por la relación entre la oferta y la demanda». Le Capital, libro III, tomo 7, pg. 33*

81/ *The Economist, 7/10/2017*

82/ [www.theguardian.com/business/live/2017/oct/11/japanese-stock-market-hits-21-year-high](http://www.theguardian.com/business/live/2017/oct/11/japanese-stock-market-hits-21-year-high)

83/ *International Monetary Fund, World Economic Outlook, Octubre 2016, cap. 3, pg.121.*

84/ *Marx, Le Capital, libro I, tomo 3, pg. 33*

85/ Bruno Latour, *Où atterrir? Comment s'orienter en politique*, París, *La Découverte*, octubre 2017, pg. 10. Bruno Latour busca comprender el movimiento que a partir de los años 1990 ve desarrollarse al lado de la «desreglamentación» del que nace la globalización tal como la conocemos y que «inicia la explosión cada vez más vertiginosa de las desigualdades y la empresa sistemática para negar la mutación climática». En su opinión, las clases dirigentes han llegado a la conclusión de que ya no hay suficiente lugar sobre la tierra para ellas y para el resto de sus habitantes. Paa ellas «ya no hay mundo común que compartir». Han conseguido que la lucha social y la lucha ecológica, siempre separadas, deben hacerse simultáneamente.

- **François Chesnais**, es profesor emérito en la Universidad de París 13-Villetaneuse. Forma parte del Consejo científico de ATTAC-Francia.