

Estados Unidos dominado por las finanzas: vendrán tiempos peores

Enrique Palazuelos *

Resumen

El trabajo analiza origen y desarrollo del dominio de las finanzas sobre la economía de Estados Unidos. Primero se aborda cómo se conformaron tres grandes fuerzas económicas y sociales vinculadas a la expansión financiera. En segundo lugar se define el significado de la *financiarización* como la interacción de tres niveles que conciernen al tamaño y las características del sector financiero y de los mercados financieros, al condicionamiento que ejercen sobre los agentes no financieros (hogares, empresas y gobierno) y a la inestabilidad estructural que determinan la dinámica cíclica de la economía. En tercer lugar, muestra cómo los hechos desmienten las tesis ideológicas que defienden las ventajas de las finanzas desreguladas. Y en cuarto lugar, se explica por qué la reforma financiera aprobada en 2010 no garantiza la creación de un marco preventivo y supervisor que evite la repetición de los mecanismos que han provocado las sucesivas crisis financieras habidas a partir de 1981. En ausencia de un marco regulador que garantice la profunda transformación de agentes, mercados, instrumentos y criterios financieros con los que se opera; la conclusión es que las finanzas seguirán dominando la economía y la financiarización seguirá provocando nuevas crisis.

Palabras claves: Financiarización, sector financiero, economía de Estados Unidos, crisis financiera.

* Grupo de Investigación sobre Economía Política de la Mundialización, Departamento de Economía Aplicada I Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad Complutense de Madrid, Campus de Somosaguas, 28223 – Madrid, Tél: 91-3942473, Fax: 91- 3942499, e-mail: epalazue@ccee.ucm.es.

Abstract

This article analyzes the origin and development of the dominance of finances over the economy of the United States. The first subject broached is how three great social and economic forces tied to the financial expansion became consolidated. The meaning of financialization is later examined as it relates to the size and the characteristics of the financial sector and financial markets, to the conditions that they exert on non financial agents (households, businesses and government) and the structural instability that determines the cyclical dynamic of the economy. In third place, the article examines how historical facts debunk ideological hypothesis that defend the advantages of deregulated finances. In fourth place, the article explains why the financial reform approved in 2010 does not guarantee the creation of a preventative and supervisory structure capable of preventing a repeat of the successive crises seen since 1981, particularly in the absence of regulatory structures that guarantee the profound transformation of agents, markets, instruments and financial criteria under which they operate. The article concludes that finances will continue to dominate the economy and financialization will provoke new crises.

Key Words: financialization, financial sector, United States economy, financial crisis.

Introducción

Este trabajo considera que la tesis de la *financiarización*, referida al dominio que ejercen las finanzas sobre el conjunto de la economía, constituye el mejor soporte interpretativo para analizar el funcionamiento de la economía de Estados Unidos (US) durante las últimas tres décadas. Dicha tesis enfatiza el gran tamaño que ha adquirido el sector financiero, los mecanismos desde los que influye en las decisiones de los demás agentes (empresas no financieras, hogares, gobierno) y la secuencia cíclica del crecimiento estadounidense a través de fases de expansión (1983-89; 1992-2000; 2003-2006) y recesión (1990-91; 2000-02; 2007-2011) que han estado determinadas por procesos de auge-crisis de carácter financiero.¹

Sin embargo, esa tesis presenta varios elementos controvertidos. Uno de los principales es la explicación de las causas que generaron la propia financiarización. La respuesta más usual apunta a que la caída de la tasa de beneficio -desde finales de los años sesenta- hizo que las grandes compañías industriales y de servicios buscaran en la inversión financiera una mejor alternativa para elevar su rentabilidad. A continuación, la liberalización financiera llevada a cabo por la Administración Reagan puso en marcha los resortes expansivos y de dominación que caracterizan a las finanzas cuando carecen de regulaciones que limiten su actividad.

Esa respuesta apunta en una buena dirección, pero plantea dos dificultades de grueso calibre. La primera es que sitúa el origen de la financiarización fuera de las relaciones financieras (la necesidad de mayor rentabilidad de las compañías no financieras). La segunda es que, por fuertes e influyentes que fueran las corporaciones industriales y comerciales, resulta difícil explicar cómo -a partir de ellas- se conformó el vector de fuerzas económicas, sociales y políticas que condujo al triunfo electoral de Ronald Reagan en 1980 y que modeló la orientación estratégica de la nueva política económica. Para superar esas dificultades, proponemos una explicación más compleja de los factores que estuvieron en el origen de la financiarización -actuando como fuerzas propulsoras de la *Reaganomics*- y que fueron sus principales beneficiarios. En esa medida, aclarando mejor el *porqué* se obtienen elementos explicativos que aportan mayor precisión conceptual al término “financiarización” y a sus consecuencias sobre la dinámica de acumulación de capital.

¹ Trabajos de referencia sobre la financiarización son: Boyer (2000, 2004), Chesnais y Plihon (2003), Dumenil y Lévy (2004), Lordon (2008), Toporowski (2000), Orhangazi (2008), Crotty (2003, 2008), Crotty y Epstein (2008a), Epstein (2006), Blackburn (2006), Glyn (2006); Orléan (2000) y Martínez González-Tablas. (2000; 2007).

1. Factores originarios: Fuerzas generadoras de la *reaganomics*

Las propuestas electorales de R. Reagan, seguidas de las medidas aplicadas por su Administración a partir de 1981, formaban parte de un proyecto que establecía tres líneas de ruptura con la situación precedente para acabar con: 1) los acuerdos estables entre empresas y sindicatos, 2) el compromiso del gobierno con el pleno empleo; y 3) los consensos internacionales que limitaban la movilidad de los capitales (Campagna, 1994; Palazuelos, 2000). Los propósitos de las fuerzas políticas y económicas que auspiciaban esas rupturas eran diáfanos: limitar la fuerza negociadora de los sindicatos, utilizar el desempleo como elemento disuasorio contra los salarios, eliminar las restricciones a la libre acción de las empresas, favorecer la expansión de los capitales, impedir que la inflación menoscabase el valor de los activos financieros, reducir la intervención del Estado y desembarazarse de política social instituida en años sesenta. La liberalización de sectores estratégicos y, en primer plano, la desregulación del sector financiero, fue uno de los principales empeños del nuevo proyecto. Un objetivo que aunaba los intereses de tres grupos económico-sociales: las corporaciones no financieras, los hogares de clase alta y medio-alta, y las empresas del sector financiero.

a) Corporaciones no financieras

En primer término, el deterioro de la rentabilidad empresarial fue contundente. La tasa de beneficio, medida a través de la relación entre el beneficio y el stock de capital no residencial de esas compañías, alcanzó su cota máxima (15%) en 1966, cayendo después hasta situarse por debajo del 10% en 1970 y siguiendo la tónica bajista hasta registrar un 5% en 1980 (gráfico 1). Ese intenso retroceso operó simultáneamente desde los dos componentes de la tasa de beneficio: la cuota del beneficio sobre la

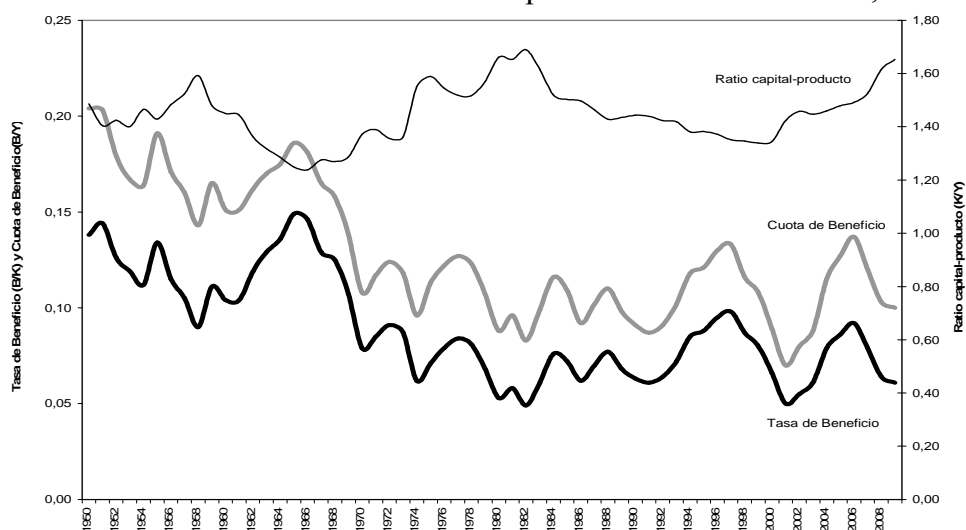
renta y el coeficiente capital-producto.² De ese modo, las expectativas empresariales se tornaron pesimistas y afectaron directamente a las decisiones de inversión, haciendo que se frenase su ritmo de crecimiento y se modificase su composición estructural. La industria manufacturera fue el sector más afectado: la desaceleración de su tasa de crecimiento redujo su importancia relativa en el PIB desde el 26% en 1966 hasta el 20% 1980.

Al mismo tiempo, las compañías industriales y de servicios se vieron afectadas por múltiples elementos de inestabilidad. Unos alojados en el interior de la economía, a través de *shock* inflacionistas que alteraron la estructura de precios relativos y acentuaron el clima de incertidumbre. Otros provenientes del exterior, que afectaron a los precios de materias primas importantes, generaron volatilidad en las tasas de cambio, fomentaron la aplicación de medidas proteccionistas y acentuaron la competencia en el comercio internacional (Blinder, 1979; Boyer y Mistral, 1983; Marglin y Schor, 1990; Palazuelos, 1988).

Como consecuencia de esos factores de inestabilidad, los parámetros monetario-financieros se hicieron cada vez más importantes en las decisiones de esas compañías toda vez que las variaciones de precios, tipos de interés y tasas de cambio, afectaban a sus relaciones comerciales (con clientes y proveedores), financieras (obtención de recursos ajenos, gestión de flujos de caja) y productivas (expectativas de demanda, localización de inversiones en el exterior). La evolución de sus activos y pasivos revela el cambio drástico de su posición con respecto a las condiciones financieras (cuadro 1).

² Entre 1966 y 1980, la cuota de beneficio (beneficio / PIB) disminuyó desde cerca del 19% hasta menos del 9% y la ratio capital-producto se elevó desde 1,24 hasta 1,66 (gráfico 1). Las tres variables (B, Y, K) se refieren a las corporaciones no financieras. Los cálculos están hechos con datos de Bureau of Economic Analysis (www.bea.gov).

Gráfico 1. Tasa de Beneficio de las corporaciones no financieras, 1950-2009.



Tasa de Beneficio: Beneficio de las CnF / Stock neto de capital no residencial de las CnF

Cuota de Beneficio: Beneficio de las CnF / PIB de las CnF

Ratio capital-producto: Stock neto de capital no residencial de las CnF / PIB de las CnF.

Fuente: Elaborado a partir de datos de Bureau of Economic Analysis.

Cuadro 1. Corporaciones no financieras: valor y composición de sus activos

	1950	1970	1980	1990	2000	2007	2009
Valor de los activos (miles de millones de dólares)							
Activos totales	441	1.490	5.129	9.729	19.071	28.984	26.544
Activos Tangibles	339	1.107	3.684	6.143	9.362	15.279	12.253
- Inmuebles	219	628	2.057	3.389	4.861	9.406	6.336
- Equipos	69	305	1.058	1.852	3.245	4.084	4.255
- Inventarios	51	174	569	901	1.255	1.788	1.662
Activos Financieros	102	383	1.445	3.586	9.861	13.705	14.291
Activos / PIB							
Activos totales	1,5	1,4	1,8	1,7	1,9	2,1	1,9
Activos Tangibles	1,2	1,1	1,3	1,1	0,9	1,1	0,9
- Inmuebles	0,8	0,6	0,7	0,6	0,5	0,7	0,4
- Equipos	0,2	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
- Inventarios	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Activos Financieros	0,3	0,4	0,5	0,6	1,0	1,0	1,0
Activos financieros / Activos tangibles (%)							
A. Financieros / A. Tangibles	23	26	28	37	51	47	54

Fuente: Elaborado a partir de Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts*.

De un lado, se produjo un aumento rápido en su tenencia de activos financieros: su valor con respecto al PIB, que se había mantenido en torno a 0,30-0,35 hasta 1966, después creció con celeridad hasta situarse en 0,52 en 1980. En esta fecha los activos financieros representaban el 28% del total de los activos totales de las corporaciones no financieras, acentuando su temor a que un aumento de la inflación mermase el valor de esos activos.³ De otro lado, el aumento de su pasivo fue aún más rápido, elevándose la ratio pasivo/PIB de 0,45 a 0,72 desde la mitad de los sesenta hasta 1980. Como consecuencia, se acrecentó la inquietud de esas compañías ante las variaciones de los tipos de interés y las tasas de cambio que podían dificultar el cumplimiento de sus obligaciones de pago. La deuda pendiente de pago casi se cuadruplicó entre 1966-1980, pasando de 1 a cerca de 4 billones de dólares⁴. Por tanto, el conjunto de las empresas no financieras acentuó la necesidad de captar financiación ajena en un contexto de aguda inestabilidad.

b) La riqueza de los segmentos sociales altos y medio-altos

El crecimiento económico que se registró en las décadas de la Edad de Oro impulsó un rápido aumento de las rentas domésticas. El ingreso personal disponible creció a una tasa media del 3,9% anual entre 1950 y 1979, por lo que la renta doméstica se duplicó en términos reales en ese intervalo de tiempo. Tal incremento hizo posible que se expandieran a la vez el consumo privado y el ahorro de los hogares. La tasa de ahorro personal se elevó desde un

³ Los cálculos están hechos a partir de datos de Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts* (www.federalreserve.gov/releases/z1). Si se consideran también los establecimientos no financieros que no son corporaciones (individuales, cooperativas, familiares), el valor total de los activos financieros de todas las empresas no financieras con respecto al PIB se incrementó desde 0,4 en los años sesenta hasta 0,6 en 1980.

⁴ Si se incluyen los establecimientos no corporativos, el conjunto de las empresas no financieras duplicó la ratio pasivos/PIB (de 0,5 a 1) y su deuda pendiente aumentó en casi veinte puntos porcentuales con respecto al PIB, de 0,35 a 0,53.

promedio anual del 8% del IPD en los años cincuenta y sesenta al 9,5% en los setenta.

El principal destino de ese ahorro fue la compra de activos financieros.⁵ La proporción del IPD dirigida a la adquisición de activos financieros por parte de los hogares (con recursos propios y ajenos) se elevó de forma paulatina desde el 9.2% en los años cincuenta hasta situarse por encima del 15% en los últimos años setenta. Como consecuencia, los activos financieros de los hogares crecieron con rapidez y su relación con el PIB aumentó hasta 2.5 (cuadro 2). Aunque los salarios de la mayoría de los empleados registraron una evidente mejoría en términos reales y la (fuerte) desigualdad que presentaba la distribución de la renta tuvo ciertas correcciones en los años sesenta,⁶ no obstante, la mayor capacidad de ahorro correspondía los hogares con ingresos altos y medio-altos, que fueron los que adquirieron la mayoría de los activos financieros.

Cuadro 2. Activos financieros totales y según agentes económicos

	Hogares (a)	Empresas no financieras	Gobierno (c)	Resto del mundo	Sector Financiero	Total
Valor de los activos financieros (miles de millones de dólares)						
1950	736	130	61	17	354	1.299
1960	1.348	215	84	41	688	2.376
1970	2.527	426	165	108	1.534	4.759
1980	6.561	1.613	561	473	4.681	13.889
1990	14.570	3.981	1.462	1.954	13.862	35.829
2000	33.402	11.220	2.232	6.828	36.526	90.208
2007	50.759	17.317	3.321	16.091	63.365	150.852
2009	45.115	17.878	4.093	15.423	63.578	146.086

⁵ Los datos de *Flow of Funds Accounts* recogen de forma conjunta hogares y las entidades no lucrativas.

⁶ La compensación a los empleados aumentó su participación relativa en el PIB (del 53% al 59%) y la distribución de la renta registró su menor nivel de inequidad en 1968, cuando el quintil de hogares con mayores ingresos captaba el 44% de la renta y el segundo quintil disponía del 25%, de modo que los tres quintiles inferiores tenían el 31% de la renta. Los cálculos están hechos con datos de U.S. Census Bureau, *Current Population Survey* (www.census.gov/cps).

<i>Activos financieros / PIB</i>						
1950	2,5	0,4	0,2	0,1	1,2	4,4
1960	2,6	0,4	0,2	0,1	1,3	4,5
1970	2,4	0,4	0,2	0,1	1,5	4,6
1980	2,4	0,6	0,2	0,2	1,7	5,0
1990	2,5	0,7	0,3	0,3	2,4	6,2
2000	3,4	1,1	0,2	0,7	3,7	9,1
2007	3,6	1,2	0,2	1,1	4,5	10,7
2009	3,2	1,3	0,3	1,1	4,5	10,2

(a) Incluye a las entidades no lucrativas; (b) Incluye al Gobierno Federal y a los gobiernos estatales y locales

Fuente: Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts*.

Al mismo tiempo que crecía con celeridad la posesión de activos financieros se produjo un cambio significativo en el tipo de activos en manos de los hogares. En 1980 la mitad de los activos seguían siendo acciones, pero la otra mitad presentaba dos cambios significativos: *i)* la inestabilidad reinante incentivó las colocaciones más líquidas, en moneda y depósitos, cuya cuota subió al 25%; *ii)* los fondos de pensiones (privados y públicos) elevaron su cuota hasta el 10% al 15% (véase cuadro 6), de manera que el valor de los activos de los hogares colocados en esos fondos con respecto al PIB pasó de apenas 0,08 en 1950 a 0,35 en 1980. Se comprende así la preocupación de esos grupos sociales privilegiados ante la pérdida de valor que la inflación provocaba en esos activos y, en consecuencia, su adhesión al discurso favorable a una política monetaria restrictiva, una menor presión impositiva y la liberalización financiera, ya que esas medidas concordaban con sus intereses.⁷

c) Fortalecimiento del sector financiero y cambios en sus instituciones

⁷ Menor importancia presentaban en aquel momento los pasivos de los hogares, ya que tras aumentar en los años cincuenta y sesenta, después se mantuvieron en niveles próximos a 0,50 con respecto al PIB.

El hecho de que los hogares y las empresas no financieras se decantasen cada vez más por la realización de operaciones financieras induce a pensar que el sector financiero que intermediaba esas operaciones tuvo que ganar presencia en la vida económica. Ese vaticinio queda confirmado por la evidencia empírica que muestra el fuerte incremento de tres indicadores que miden esa presencia relativa entre 1950 y 1980. En primer lugar, la participación de las empresas de finanzas y seguros en el PIB aumentó desde menos del 3% hasta el 5%; y si se agrega el sector inmobiliario, la rama FIRE (Finance-Insurance-Real State) elevó su cuota del 11% al 16%.

En segundo lugar, el beneficio captado por las corporaciones financieras con respecto al beneficio agregado de todas las corporaciones (antes de impuestos) aumentó del 8% en 1950 hasta el 19% en 1970, para situarse después en torno al 15%. En tercer lugar, los activos financieros poseídos por el sector financiero crecieron incluso más que los detentados por los agentes no financieros -aunque los hogares mantuvieron su posición mayoritaria- y lo mismo sucedió con sus pasivos. Ambas ratios con respecto al PIB se incrementaron de 1.0 a 1.6.

En paralelo a su creciente dimensión, el sector financiero modificó la importancia relativa de las instituciones que lo componían (cuadro 3). Las entidades de depósito mantuvieron su posición mayoritaria pero sufriendo una considerable merma de su cuota, que descendió hasta el 52% en 1980. Igualmente, las compañías de seguros seguían teniendo una cuota relevante, pero en descenso hasta el 14%. El protagonismo corrió a cargo de los fondos de pensiones, que cobraron un sorprendente auge favorecidos por las exenciones fiscales del gobierno (Blackburn, 2006), elevando su cuota hasta el 17%, debido sobre todo a los fondos privados y dejando sentir su presencia en los mercados donde invertían sus

crecientes recursos.⁸ También cobraron importancia otras instancias financieras, relacionadas con las hipotecas, la intermediación de valores y un sinfín de nuevas actividades (cuadro 3).

Cuadro 3. Distribución de los activos financieros del sistema financiero (%)

	1950	1970	1980	1990	2000	2007	2008
Instituciones de depósito (a)	63	54	52	36	23	23	28
Compañías de Seguros (b)	24	17	14	14	11	11	10
Fondos de Pensiones (c)	6	15	17	20	21	17	14
Fondos Mutuales (d)	2	4	3	9	18	18	16
Grupos hipotecarios (e)	1	4	7	11	12	13	14
Prestamistas no bancos	3	5	5	4	3	3	3
Brokers y Dealers	1	1	1	2	3	5	4
Otros (f)	-	-	-	4	8	10	11

(a) Bancos comerciales, instituciones de ahorro y uniones de crédito; (b) Seguros de vida, de daños y accidentes; (c) Fondos privados y públicos (del Gobierno federal y de los gobiernos estatales y locales); (d) Fondos mutuales generales, fondos en el mercado monetario, fondos cerrados y otros; (e) Empresas esponsorizadas por el gobierno (Fannie Mae, Freddy Mac, Ginnie Mae) y otras agencias hipotecarias; (f) Emisores de títulos basados en activos, sociedades de inversión inmobiliaria, filiales financieras de compañías no financieras y otras entidades.

Fuente: Elaborado a partir de Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts*.

d) Perfil productivo del proceso de acumulación

La creciente importancia de las relaciones financieras no alteró el hecho de que la economía estadounidense siguiera presentando el perfil productivo característico de la dinámica de acumulación capitalista, basado en el predominio de los activos fijos empresariales, y -en su seno- de los activos no residenciales en equipos. Entre 1950 y 1980, el conjunto de activos fijos de carácter

⁸ Lejos de las cautelas previas, en 1980 sus inversiones se concentraban en acciones (45%) y bonos (15%) corporativos, además de instrumentos del mercado monetario (29%). Fuente: RFS, *Flow of Funds Accounts*.

privado creció a buen ritmo en términos reales (3.5% anual), la parte de activos no residenciales lo hizo al 3.6% y la de equipos al 4.9%, siendo menor el incremento de los activos no residenciales en instalaciones y montajes (estructuras) y en edificaciones residenciales.⁹

De hecho, el valor de los activos en equipos con respecto al PIB mostró una trayectoria de continuo ascenso desde 0,34 hasta 0,50. Al mismo tiempo, la localización de esos activos mantuvo la primacía de la industria manufacturera (alrededor del 30%) y demás producciones de bienes -agricultura, minería, construcción y *utilities*- (23%); mientras que en los servicios el peso que perdía el sector de transporte lo ganaban finanzas-seguros, inmobiliario y otros servicios.

De ese modo, la dinámica económica mantuvo su perfil productivo: en un contexto de fuerte crecimiento de los activos privados productivos y financieros. La relación entre ambos se redujo de 1950 a 1965 y después se mantuvo fluctuante hasta que al final del período volvió a los niveles iniciales (Cuadro 7). Por tanto, se preservó el carácter de la dinámica de acumulación, aunque ésta discurría en un contexto cambiante donde las actividades financieras de los hogares y de las empresas, y la dimensión del sector financiero y de los mercados financieros se hacían cada vez más notables.

Durante los años setenta se hizo patente la mayor influencia que iban adquiriendo las tres fuerzas económico-sociales que estaban interesadas en la expansión financiera y en el impulsó de la política económica asumida después por la Administración Reagan. El andamiaje regulador creado medio siglo antes por la Administración Roosevelt (para evitar que las finanzas volvieran a conducir a una catástrofe como la ocurrida a partir de 1929) se

⁹ Los cálculos están hechos con datos de Bureau of Economic Analysis, *Fixed Assets*.

había convertido en un obstáculo para los intereses de esas tres fuerzas cuyos ideólogos construyeron un discurso fiel a tales intereses pero presentado como si fuera favorable para el conjunto de la economía y de la sociedad. Ese discurso propugnaba que la eliminación de las regulaciones: *i)* mejoraba la asignación de los recursos financieros; *ii)* generaba mayor crecimiento económico; *iii)* favorecía la gestión eficaz de los riesgos a través de los indicadores del mercado; *iv)* garantizaba la estabilidad merced a la capacidad de autoregulación del mercado; *v)* reducía los costes de los servicios financieros; y *vi)* facilitaba la adaptación a las necesidades de financiación de los agentes económicos (Campagna, 1994; Crotty, 2008; Palazuelos, 2000).

2. Triple significado de la financiarización: Dominio financiero en acción. 1981-2007

Otra de las debilidades que presenta la tesis de la financiarización es la inconcreción de su propio concepto, de modo que unas veces se utiliza con un significado excesivamente genérico (expresando la gran importancia de lo financiero en la economía) y otras veces se hace con un significado restrictivo que alude a cierta faceta específica. Surge así una polisemia que genera notable confusión. Tratando de dotar a ese término de mayor precisión conceptual se le puede definir mediante la interrelación de tres niveles: *1)* el enorme tamaño adquirido por el sector financiero y los mercados financieros; *2)* el condicionamiento estructural y/o la afinidad de intereses con los agentes no financieros; y *3)* el dominio sobre la dinámica de crecimiento a través de los resortes que impulsan las sucesivas fases de auge y recesión. Los tres niveles determinan la primacía de los agentes, los mercados y los criterios de decisión de carácter financiero en el conjunto de la economía, dando lugar a la “subversión” del carácter mismo de la dinámica de acumulación capitalista.

2.1. El gigantismo del sector financiero: agentes y mercados

a) Magnitud del sector y parámetros financieros de la economía

Utilizando los tres indicadores que en el apartado anterior mostraban el despegue del sector financiero, se comprueba el extraordinario crecimiento que experimentaron entre 1981 y 2007. En primer lugar, el PIB de las compañías de finanzas y seguros incrementó su posición relativa en el PIB de la economía desde el 4.9% hasta el 8%. Si se agrega las empresas inmobiliarias, la rama FIRE elevó su participación del 15% al 21%, convirtiéndose en la principal rama de la economía, a una distancia creciente de la industria, el comercio y otros servicios. En segundo lugar, la parte de beneficios obtenidos por las compañías financieras con respecto al beneficio agregado de todas las corporaciones se elevó con rapidez, desde el 15% hasta un máximo del 35% en 2003, situándose después en torno a 25-30%. Paralelamente, la tasa de beneficio de las compañías financieras subió del 12% hasta el 34% en 2006, manteniéndose siempre en niveles muy superiores a los registrados por las corporaciones no financieras.

En tercer lugar, los activos financieros en manos del sector crecieron de forma espectacular desde un valor cercano a 4.7 billones de dólares en 1980 hasta superar los 60 billones en 2007. Con respecto al PIB el valor de esos activos se incrementó de 1.7 a 4.5 (Cuadro 2). Igualmente, los pasivos del sector arrojan una trayectoria similar, aumentando con respecto al PIB de 1.6 a 4.3 (cuadro 4). De ese modo, el sector financiero amplió su participación relativa en el valor de los activos y los pasivos totales del país. En el caso de los activos su cuota subió del 34% al 42% y en los pasivos lo hizo del 42% al 55%.

El total de los activos financieros de la economía se incrementó a un ritmo vertiginoso desde menos de 14 billones de dólares hasta superar los 150 billones, de manera que en 1980 su valor multiplicaba por 5 la cifra del PIB y en 2007 la multiplicaban por

10.7 (cuadro 2).¹⁰ Otro tanto, ocurrió en los pasivos cuyo nivel relativo al PIB incrementó la ratio de 3.8 a 7.9 (Cuadro 4). Se trata, pues, de crecimientos muy fuertes tanto en lo que concierne al tamaño del sector financiero como a la dimensión de los parámetros financieros de la economía, que ponen de manifiesto cómo las variables financieras han experimentado incrementos muy superiores a los registrados por las variables productivas y comerciales de la economía.

b) Cambios en la estructura del sector

En el transcurso de las tres últimas décadas se intensificaron las tendencias iniciadas con anterioridad en la composición interna del sector financiero. Todas las instituciones han mostrado importantes aumentos en los activos financieros

Cuadro 4. Pasivos totales y según agentes económicos

	Hogares (a)	Empresas no financieras	Gobierno (c)	Resto del mundo	Sector Financiero	Total
<i>Valor de los pasivos (miles de millones de dólares)</i>						
1950	76	154	258	30	326	845
1960	224	301	343	65	631	1.565
1970	476	709	520	143	1.440	3.287
1980	1.447	2.696	1.274	661	4.476	10.555
1990	3.703	6.218	4.120	1.419	13.485	28.945
2000	7.377	12.458	5.769	3.566	35.176	64.346
2007	14.312	18.315	9.263	8.404	60.218	110.733
2009	14.001	18.972	12.408	7.524	59.646	112.552
<i>Pasivos / PIB</i>						
1950	0,3	0,5	0,9	0,1	1,1	2,9
1960	0,4	0,6	0,7	0,1	1,2	3,0
1970	0,5	0,7	0,5	0,1	1,4	3,2

¹⁰ Cálculos hechos a partir de RFS, *Flow of Funds Accounts*. Tomando como ejemplo el mercado de acciones, su valor se elevó desde menos de 3,7 billones de dólares hasta 34,4 billones, de modo que en 1980 el valor de las acciones superaba en un 30% al PIB y en 2007 lo multiplicaba por 2,5.

1980	0,5	1,0	0,5	0,2	1,6	3,8
1990	0,6	1,1	0,7	0,2	2,3	5,0
2000	0,7	1,	0,6	0,4	3,5	6,5
2007	1,0	1,3	0,7	0,6	4,3	7,9
2009	1,0	1,3	0,9	0,5	4,2	7,9

(a) Incluye a las entidades no lucrativas; (b) Incluye al Gobierno Federal y a los gobiernos estatales y locales.

Fuente: Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts*.

que poseen, pero algunas lo han hecho a un ritmo bastante más alto que las demás, de manera que las instituciones de depósito y las compañías aseguradoras han perdido posiciones relativas¹¹ mientras que los fondos de pensiones, los fondos mutuales y otras instituciones diversas han elevado las suyas con rapidez.

Los fondos de pensiones han seguido incrementando su importancia merced a que el valor de sus activos financieros ha pasado de 1.8 a 10.8 billones, alcanzando su mayor cuota en los años noventa (más del 20%), para descender luego varios puntos (Cuadro 3).¹² Más espectacular ha sido el ascenso de los fondos mutuales que han llegado a convertirse en el tipo de institución más importante del sector financiero por el valor de sus activos, que han pasado de 0.5 a 11.2 billones, incrementando su cuota relativa en el sector desde el 3% al 18%. Se trata de fondos colectivos de muy diversa índole, que se dedican en exclusiva a un solo mercado (bonos, acciones) o a una diversidad de ellos y que con frecuencia son creados e impulsados por grandes bancos comerciales y de inversión, o bien por otras grandes compañías con el fin de operar en mercados con distintos grados de riesgo.

¹¹ Las instituciones de depósito han aumentado sus activos desde 1.5 a 11.8 billones de dólares, pero su cuota relativa en el sector ha caído del 52% al 23% (cuadro 3), mientras que las aseguradoras han incrementado sus activos de 0.8 a 5 billones, pero su cuota relativa ha descendido del 14% al 11%. Cálculos hechos a partir de RFS, *Flow of Funds Accounts*

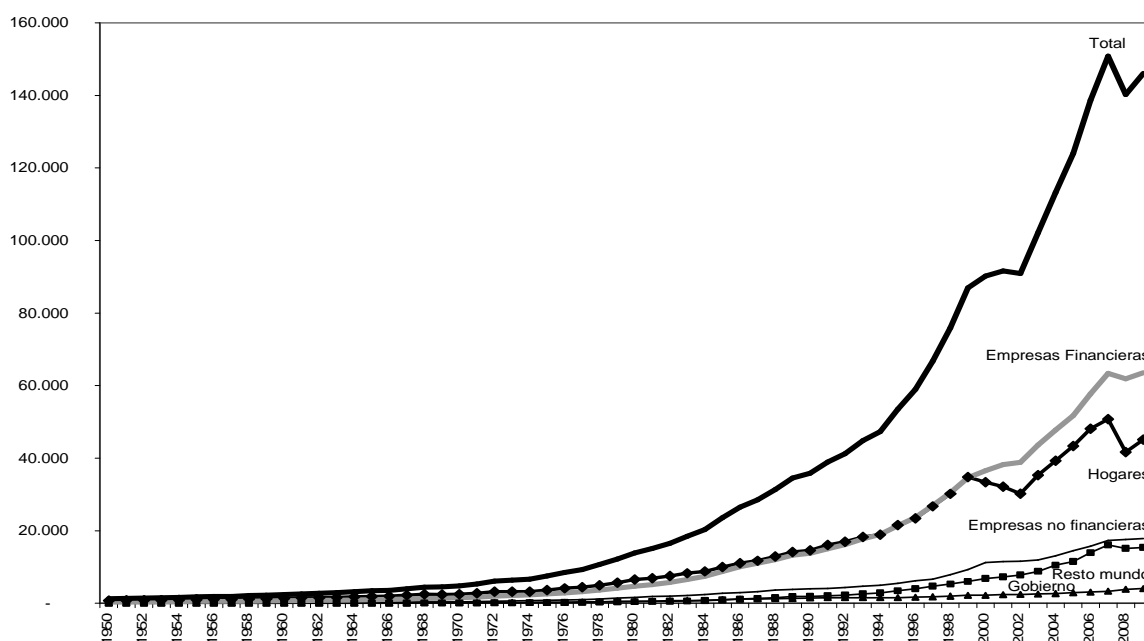
¹² Los fondos de carácter privado siguen siendo los más importantes, con 6,4 billones de dólares en 2007, pero también han adquirido importancia los creados por los gobiernos estatales y locales, con 3,2 billones en activos, y en menor medida los creados por el gobierno federal, con un valor de 1,1 billones. Fuente: RFS, *Flow of Funds Accounts*

Entre ellos, los *hedge funds* han adquirido una importancia creciente, tanto por sus recursos (más de 1.5 billones de dólares), con aportaciones de grandes fortunas y de importantes grupos económicos, como por los superlativos recursos ajenos que captan con destino a operaciones de alto riesgo realizadas con un fuerte apalancamiento. Los otros agentes en ascenso son de tres tipos: *i)* Las compañías y agencias hipotecarias privadas y semipúblicas (sponsorizadas por el gobierno), cuyos activos financieros aumentaron de 0.3 a 7.6 billones de dólares y se cuota relativa subió del 7% al 13%; *ii)* los *brokers* y *dealers*, intermediarios que operan por cuenta ajena y/o propia, cuya cuota se ha elevado al 5%; *iii)* otras empresas financieras, tales como las filiales creadas por compañías no financieras, las sociedades de inversión inmobiliaria o muchas otras dedicadas a la titulización de activos y al negocio con derivados financieros, cuya presencia supera ya el 10% del total de los activos financieros del sector.

No obstante, la complejidad adquirida por el sector y por los mercados financieros obliga a matizar esa división institucional. Así, por ejemplo, en el caso de los fondos de pensiones privados su primera inversión sigue siendo la compra de acciones, que representa casi la mitad de sus activos; pero el segundo lugar lo ocupan sus participaciones en fondos mutuales, donde concentran casi el 30% de sus activos. Esto significa que en 2007, los fondos de pensiones privados tenían invertidos 2 billones de dólares en fondos mutuales, lo que equivalía a la cuarta parte de los activos financieros en manos de los fondos mutuales más característicos. También participan en los *hedge funds*, con los cuales han intensificado sus relaciones financieras (Blackburn, 2006), haciéndose cada vez más estrechos los vínculos entre las gestoras de fondos de pensiones, los grandes bancos y los fondos de inversión de alto riesgo.

Por otra parte, el tamaño colosal del sector financiero y de las operaciones financieras -representado en el gráfico 2 a través de la evolución de los activos financieros- ha ido en paralelo con su proceso de concentración a través de continuas fusiones y absorciones, favorecidas por la desregulación promovida por las sucesivas administraciones republicanas (Reagan, Bush) y demócratas (Clinton). En consecuencia, el sector financiero está dominado por grandes compañías que mantienen estrechas interconexiones, bien sea de propiedad, bien de operatividad en los mercados, que desarrollan su actividad en un amplio abanico de mercados internos e internacionales. Las entidades más grandes -*holding* bancarios, bancos de inversión y aseguradoras- se han convertido en “supermercados financieros” que ofrecen múltiples servicios, realizan un gran número de actividades y manejan enormes sumas de dinero.

Gráfico 2. Activos financieros, 1950-2009. Miles de millones de dólares



Fuente: Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts*.

2.2. Agentes no financieros: condicionantes y connivencias

a) *Actividad financiera de las empresas no financieras*

Su creciente inserción en los mercados financieros durante la Edad de Oro alcanzó niveles ciertamente elevados tanto por el lado de la tenencia de activos (con el fin de obtener rentabilidad y de mejorar la gestión de su liquidez) como por el lado de su pasivo, acumulando un notable volumen de deuda. Desde los años ochenta esa inserción avanzó a un ritmo exponencial hasta registrar cifras desmesuradas (cuadros 2 y 4). Así, entre 1980 y 2007 el conjunto de las empresas no financieras duplicó valor de sus activos financieros con respecto al PIB (de 0,6 a 1,2), a la vez que sus pasivos lo hacían de 1 a 1,3.¹³

Esa intensificación de las actividades financieras ha dado lugar a la “financiarización” del activo total de las corporaciones no financieras y de buena parte de las restantes empresas no financieras. En efecto, mientras que esas corporaciones duplicaban sus activos financieros¹⁴ con respecto al PIB (de 0.5 a 1%), la ratio correspondiente a sus activos tangibles disminuía (de 1.3 a 1.1), de manera que la relación entre los activos financieros y los activos tangibles aumentó con fuerza de 0.4 a 0.9. (cuadro 1).¹⁵ Este hecho resulta aún más agudo cuando se comparan los activos financieros de esas corporaciones con los activos tangibles en equipos, ya que entonces la ratio se eleva de 1.4 a 3.4. Consecuentemente, los activos financieros se convirtieron en una parte cada vez más importante de los activos totales de las corporaciones no financieras, incrementando su participación relativa desde el 28% hasta superar el 50% en los últimos años.

¹³ Si sólo se consideran las corporaciones (no financieras) se aprecia su absoluto protagonismo en el conjunto de las empresas no financieras por el lado de los activos (que pasaron de 1.4 a 13.7 billones), siendo menor en cuanto a los pasivos (de 2 a casi 13 billones). Fuente: RFS, *Flow of Funds Accounts*

¹⁴ La composición de esos activos financieros se haya muy diversificada y cambia bastante a lo largo del tiempo, por lo que no cabe extraer una pauta de comportamiento de esas inversiones.

¹⁵ Todo ello considerando que los inmuebles forman parte de los activos tangibles, aunque una parte de los mismos –sobre todo en las fases de ebullición financiera- se utiliza como activos financieros.

Por el lado del pasivo, las cifras absolutas y las cuotas relativas indican una menor relevancia de las operaciones financieras de esas corporaciones. De hecho, la ratio pasivo/PIB solo creció de 0.72 a 0.90 durante las tres últimas décadas y la ratio pasivo/activos financieros se contrajo desde 1.40 a menos de 1.0. Por tanto, el decantamiento financiero de estas compañías concierne principalmente a la alta proporción de sus inversiones en activos financieros, incluyendo la creación de filiales para financiar a los clientes la compra de bienes manufacturados y de ciertos servicios, junto a otras iniciativas que vinculan cada vez más a las empresas industriales y comerciales con los mercados financieros. Las causas que motivan ese decantamiento se localizan tanto en los procesos internos de las compañías como en lo que acontece en el contexto general de la economía. Un primer factor reside en las limitaciones estructurales que presentan las actividades industriales y comerciales para proporcionar niveles de rentabilidad aceptables a lo largo del tiempo. De hecho, la tasa de beneficio de las corporaciones no financieras ni siquiera alcanzó el 10% en las tres fases expansivas habidas entre 1981 y 2007; registrando picos máximos del 7.7% en 1988, 9.8% en 1997, a pesar de los beneficios que proporcionó la burbuja bursátil, y de 0.92 en 2006 merced a los beneficios de la burbuja inmobiliaria (Gráfico 1).

Un segundo factor interno está asociado al cambio de la propiedad accionarial que se ha producido en las compañías, destacando la preponderancia de entidades de inversión colectiva, sobre todo fondos de pensiones y fondos mutuales. Aunque esos fondos son muy diversos y más aún lo son sus estrategias de entrada-salida o de permanencia en las empresas donde poseen grandes paquetes de acciones, con demasiada frecuencia se trata de inversores que han impuesto una forma de gestión (*corporate governance*) basada en la prioridad absoluta hacia el “shareholder value”, esto es, la búsqueda de rentabilidad a corto plazo (Aglietta y Rebérioux,

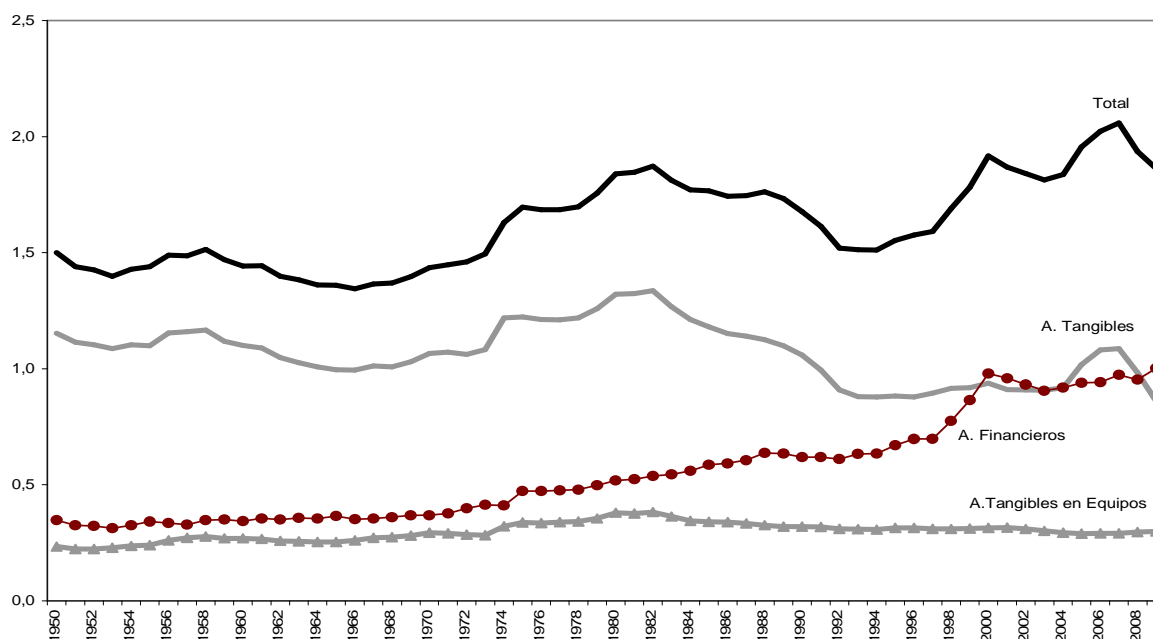
2004; Lazonick y O'Sullivan, 2000; Lordon, 2008). Consideran así que la empresa es una mera cartera susceptible de continuos cambios decididos en función de estrictos criterios de rentabilidad financiera, de manera que los indicadores principales y casi exclusivos son la cotización bursátil y el reparto de dividendos.¹⁶ Esa tendencia empresarial se vio reforzada por la alianza entre los principales accionistas y los directivos de las compañías a través de la concesión a éstos de estímulos (altas remuneraciones, *stock options*) basados en la consecución de objetivos de rentabilidad a corto plazo. Como señalan Lazonick y O'Sullivan (2000), se produjo un drástico cambio de estrategia empresarial, desde una que se basaba en “retener e invertir”, a otra de “reducir tamaño y distribuir ingresos” a favor de los accionistas y directivos.¹⁷

Un tercer factor explicativo del comportamiento financiero de esas corporaciones se relaciona con el contexto general de la economía en tres aspectos complementarios. Por un lado, la inestabilidad e incertidumbres reinantes en los indicadores monetario-financieros (precios, tipos de interés, tasas de cambio) se interiorizan en el *modus operandi* de las compañías, viéndose obligadas a realizar operaciones de cobertura y estimulando sus apetitos especulativos ante expectativas de beneficios fáciles y rápidos. Por otro lado, la desregulación dio paso en los años ochenta a la proliferación de “prácticas de tiburoneo” llevadas a cabo por agentes (*corporate raids; activist shareholders*) dedicados en exclusiva a buscar

¹⁶ Hasta los años ochenta los dividendos suponían menos del 50% del beneficio después de impuestos de las corporaciones no financieras; después su promedio se elevó hasta superar el 70% a finales de los noventa, manteniéndose durante la última década en torno al 60-65%. Cálculos hechos con datos de BEA, *National Economic Accounts*.

¹⁷ Autores como Crotty (2003) ponen el acento en la “salida” de dividendos, pagos de intereses y recursos destinados a la recompra de acciones para evitar ataques externos, considerados como una sangría de *payout* que no ha hecho más que elevarse con respecto a los recursos internos de las compañías. Si bien sus propios datos revelan que la mayor proporción de esa ratio *payout/recursos* internos se registró entre 1958 y 1980 (del 15% al 40%) y luego se mantuvo en torno a ese último porcentaje, con la salvedad del trienio 1990-92 (en plena recesión) cuando se acercó al 50%; pero no así en los momentos de máximo apogeo financiero.

Gráfico 3. Evolución de los activos de las corporaciones no financieras con respecto al PIB, 1950-2009



Fuente: Elaborado a partir de Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts*.

puntos de vulnerabilidad financiera de las empresas con el propósito de organizar operaciones que les proporcionen rentabilidad inmediata, sin considerar sus características productivas y comerciales, e ignorando la necesidad de diseñar estrategias de largo plazo. Se multiplicaron entonces las OPAs hostiles y una gran variedad de mecanismos de ataque que forzaron a las compañías a colocar en primer plano las consideraciones financieras de corto plazo. El tercer aspecto fue la permanente presión comparativa que provocaban las cotizaciones bursátiles, de modo que la valoración de los resultados de las empresas tenía que incorporar como criterio central el comportamiento de otras empresas para no incurrir en penalizaciones que provocaran la salida de inversores y la subsiguiente caída del precio de las acciones.

b) Actividad financiera de los hogares

La financiarización de los hogares de ingresos altos y medio-altos ha mantenido su doble dimensión inicial (por el lado de activos y pasivos) hasta alcanzar cifras muy superiores a las (ya desmesuradas) que se han mencionado para la corporaciones no financieras. Todo ello a pesar de que la renta de los hogares ha desacelerado su ritmo de crecimiento, a la vez que se ha extremado su concentración en los estratos domésticos más altos. Así, entre 1981-2007 el Ingreso Personal Disponible (IPD) redujo su tasa de crecimiento a 3.1% anual, lo que supone una cuarta parte menos que la registrada en 1950-80. Al mismo tiempo se aprecian dos aspectos distributivos: *i)* los salarios de la mayoría de los trabajadores apenas han crecido a lo largo del período, mientras que sí lo han hecho con cierto dinamismo los percibidos por el 20% más alto de asalariados¹⁸; *ii)* la mediana del IPD sólo creció al 0.6% anual.

Esos dos aspectos distributivos tienen una triple implicación. En primer lugar, señalan que fueron los ingresos no salariales, en particular los de carácter financiero,¹⁹ los que sostuvieron el incremento del IPD. En segundo lugar, el crecimiento del IPD se concentró en la parte superior de la escala de ingresos, frente a los situados en la mitad inferior de la mediana. En tercer lugar, además de ampliarse la desigualdad a través de los salarios, la participación en los mercados financieros ha sido el mayor determinante de la creciente desigualdad entre los hogares. Como consecuencia, el 60% de los hogares formado por los tres quintiles inferiores en la escala de ingresos redujeron su cuota relativa del 31% al 27% de la renta agregada de los hogares, mientras que el quintil más alto elevó la suya del 44% a casi el 50%. Más en concreto, el top-5 de

¹⁸ Según datos de Economic Policy Institute (www.epi.org), en 1980-2007 el primer decil redujo la tasa media de crecimiento de su salario real, los deciles segundo a quinto registraron incrementos inferiores al 0,2% anual y los deciles sexto a octavo obtuvieron tasas del 0,3% anual, frente al 0,6% del decil noveno decil y el 1% del decil más alto.

¹⁹ Los datos muestran que las transferencias públicas no han mejorado apenas.

la escala incrementó su participación en esa renta agregada desde el 16.5% hasta el 21.2%.

El dato más contundente de lo que ha sucedido en la distribución de la renta lo aporta EPI (*State of Working America*): mientras que en 1948-79 el 10% más rico se hizo con la tercera parte del incremento del ingreso generado durante ese período, en 1980-2007 ese decil más rico ha concentrado el 64% del incremento del ingreso.²⁰ Se trata, pues, de un mecanismo que retroalimenta una dinámica de creciente desigualdad, ya que son los hogares de mayores rentas los que disponen de activos financieros que generan una rentabilidad que, a su vez, incrementa sus ingresos. De esa forma, la creciente actividad financiera de los hogares se sustenta en la desigualdad distributiva y deviene en un factor multiplicador de esa desigualdad. Sucede así que en un período en el que se ralentiza el crecimiento de la renta y se reduce al mínimo el ahorro doméstico²¹, a la vez se extrema la desigualdad haciendo que un minúsculo porcentaje de hogares acumule una inmensa riqueza que en gran medida se concentra en activos financieros.

Entre 1981 y 2007 los activos financieros de los hogares - incluyendo una parte minoritaria que corresponde a organizaciones no lucrativas- con respecto al PIB se elevaron de 2.4 a 3.6 (cuadro 5),²² mientras que los activos tangibles se incrementaron de 1.6 a 2, teniendo en cuenta que su principal componente son los inmuebles, los cuales con frecuencia son utilizados como activos financieros, como ha sucedido de forma particularmente intensa entre 2002 y

²⁰ El top-1 ha logrado el 39% del incremento del ingreso, los tramos 95 a 99 otro 16% y los tramos 90 a 95 un 9%. El siguiente decil (tramo 80-90) ha conseguido el 11%. De ese modo, los otros cuatro quintiles sólo han captado el 25% del nuevo ingreso: el segundo un 14% y los tres inferiores el 8%, 3% y 0.4%. El cálculo de EPI considera las rentas antes del pago de impuestos, pero cabe recordar que las sucesivas rebajas de impuestos aplicadas por las administraciones Reagan-Bush y por la de G.W. Bush han extremado la desigualdad cuando se analiza la renta después del pago de impuestos.

²¹ El ahorro personal se redujo sucesivamente desde un promedio del 9.5% del IPD en los setenta al 7.6% en los ochenta, el 5.5% en los noventa y apenas el 2.7% en 2001-07. Fuente: BEA, *National Economic Accounts*

²² La mayor ratio con respecto al PIB (3.7) se alcanzó en 1999, en el momento álgido de la burbuja bursátil.

2006. Consecuentemente, la posición patrimonial de los hogares ha experimentado una aguda financiarización: los activos financieros han elevado su participación en el total hasta un máximo del 70% en 1999, para situarse después en torno al 65%, pero esto último ha sucedido precisamente durante la burbuja inmobiliaria, que ha elevado con inusitada rapidez la proporción que representan los inmuebles en el total de activos (Cuadro 5).

La otra perspectiva de la financiarización de la posición patrimonial de los hogares se constata a través del fortísimo crecimiento de sus pasivos, que al inicio del período representaban la mitad del valor del PIB y al final su cifra supera la del PIB. Es el signo inexorable del acentuado recurso a préstamos para adquirir viviendas, bienes de consumo duradero e incluso bienes de consumo no duradero a través del intenso uso de las tarjetas de crédito. Sostener un ritmo de consumo por encima del 3% anual cuando la mayor parte de los salarios y la renta mediana de los hogares apenas crecen sólo se puede lograr mediante el recurso al endeudamiento. De igual modo, aprovechar las facilidades de crédito para realizar sucesivas compras inmobiliarias e incrementar con rapidez la dotación de bienes duraderos sólo es viable para los grupos de ingresos medios y altos a costa de incurrir en endeudamiento. En particular, la última burbuja inmobiliaria hizo que la inversión residencial creciese a tasas superiores al 8% en el trienio 2003-05 a la vez que el consumo privado crecía por encima del 3%. El resultado fue una exorbitante acumulación de deudas por parte de los hogares (Gráfico 5).

Cuadro 5. Hogares y entidades no lucrativas: valor y composición de sus activos

	1950	1970	1980	1990	2000	2007	2009
<i>Valor de los activos (miles de millones de dólares)</i>							
Activos totales	1.123	3.915	11.003	24.288	50.106	78.795	68.178
Activos Tangibles	387	1.388	4.442	9.718	16.704	28.037	23.063
- Inmuebles	278	1.025	3.414	7.601	13.378	23.391	18.207

- Otros	109	363	1.030	2.117	3.326	4.646	4.856
Activos Financieros	736	2.527	6.561	14.570	33.402	50.759	45.115
<i>Activos / PIB</i>							
Activos totales	3,8	3,8	4,0	4,2	5,0	5,6	4,8
Activos Tangibles	1,3	1,3	1,6	1,7	1,7	2,0	1,6
- Inmuebles	0,9	1,0	1,2	1,3	1,3	1,6	1,3
- Otros	0,4	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
Activos Financieros	2,5	2,4	2,4	2,5	3,4	3,6	3,2

Fuente: Elaborado a partir de Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts*.

Cuadro 6. Hogares y entidades no lucrativas: composición de sus activos financieros (%)

	1950	1970	1980	1990	2000	2007	2009
Moneda y depósitos	17	21	23	23	13	15	17
Acciones de corporaciones	18	26	15	13	25	19	17
Acciones de otras empresas	40	25	33	21	15	17	14
Fondos de pensiones	3	10	15	23	27	26	26
Fondos mutuales	-	2	1	4	8	10	10
Otros	23	17	14	18	14	17	20

Fuente: Elaborado a partir de Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts*.

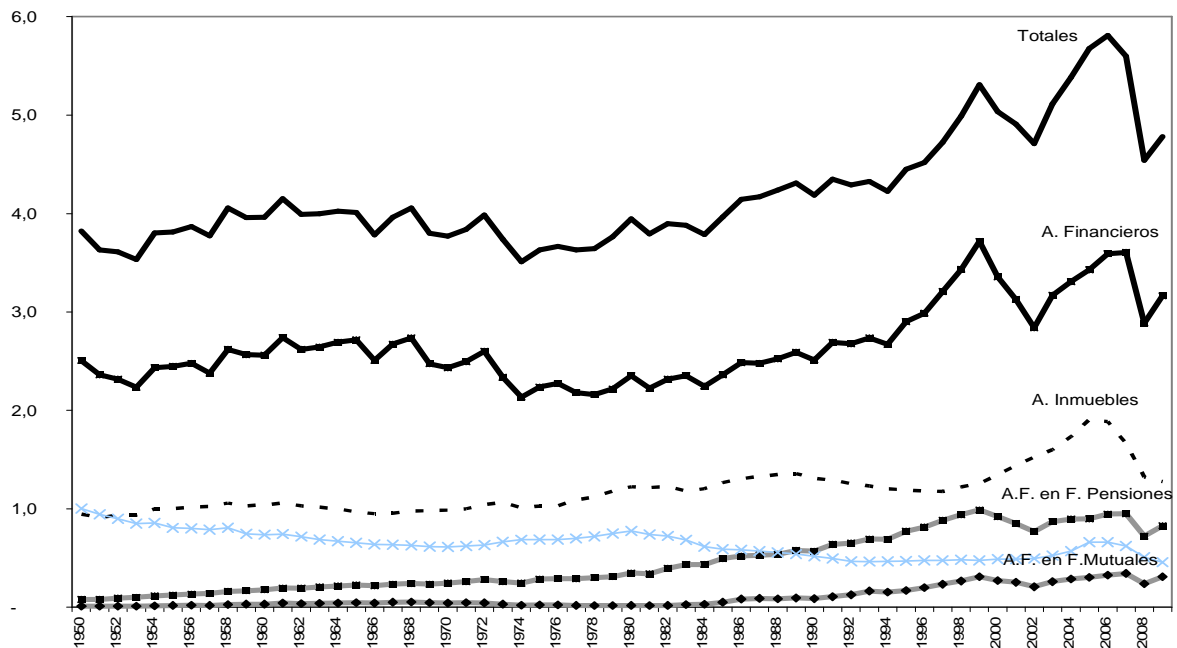
c) La actividad financiera del Estado y la política económica

La conexión del sector estatal con los mercados financieros se ha producido a través de sus crecientes necesidades de financiación, ciertamente intensas en dos intervalos concretos en los que se disparó el déficit fiscal: los años ochenta durante la Administración Reagan y la última década bajo la Administración de G.W. Bush. De ese modo, el pasivo del Gobierno Federal aumentó desde menos de 0.9 hasta 6.5 billones de dólares²³ y la deuda pendiente lo hizo de 0.7 a 5.1 billones de dólares, aunque sólo una parte de la misma se compone de títulos negociables en los mercados pues

²³ El pasivo de los gobiernos estatales y locales creció de 0.4 a 2.7 billones. Fuente: FRS, *Flow of Funds Accounts*.

otra parte se encuentra en manos de la Reserva Federal y de determinadas instituciones financieras.

Gráfico 4. Evolución de los activos de los hogares con respecto al PIB, 1950-2009



Fuente: Elaborado a partir de Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts*

Sin embargo, el nexo más importante entre el sector estatal y la dinámica financiera se ha producido a través de la política económica, principalmente en tres aspectos: las medidas desreguladoras, la política monetaria y el favorable trato fiscal hacia las ganancias de capital. El “huracán liberalizador” de la Administración Reagan, continuó con las siguientes administraciones hasta dismantelar las normas preventivas y dejar casi sin efecto las atribuciones supervisoras de la Reserva Federal, el Departamento del Tesoro, la SEC (Securities and Exchange Commission) y la CFTC (Commodity Futures Trading Commission). Todas ellas depositaron su entera confianza en la capacidad de los mercados financieros para auto-regularse, juzgando siempre de forma favorable tanto la gestión de las

instituciones financieras como los nuevos instrumentados creados y cualquier evolución de los precios de los activos. Esa confianza en el eficaz funcionamiento de los mercados sirvió para justificar el benigno trato fiscal que recibían los inversores financieros.

Por su parte, la política monetaria estuvo concebida y ejecutada en función de los intereses financieros. Primero, en los primeros años ochenta, la Reserva Federal desarrolló una política férreamente restrictiva con el objetivo de corregir las tensiones inflacionistas que afectaban al valor de los activos financieros. Después, desde finales de la década, bajo la presidencia de Alan Greenspan, las medidas monetarias se ocuparon de no provocar convulsiones en los mercados financieros, considerando que éstos impulsaban el crecimiento de la economía. De ese modo, la Reserva Federal asistió impasible al desenvolvimiento de la burbuja bursátil de los años noventa y, a continuación, en plena fase recesiva, puso en marcha una política monetaria de signo expansivo que sirvió de base para el desarrollo de la burbuja inmobiliaria.

Por tanto, existe una evidente co-responsabilidad de los poderes públicos con la financiarización. El gobierno abandonó sus atribuciones preventivas y supervisoras, eludió la adopción de medidas fiscales que podrían haber limitado la sobre-reacción de los mercados financieros en las fases de euforia y supeditó los instrumentos de política monetaria a los impulsos expansivos de esos mercados (Arestis y Karakitsos, 2004; Orhangazi, 2008; Pollin, 2003; Blinder y Yellen, 2001; Stiglitz, 2003, 2010).

2.3. Dominio de las finanzas sobre la dinámica de crecimiento

El análisis del “crecimiento financiarizado” se recoge en Palazuelos (2010). Aquí nos limitamos a señalar los principales elementos de esa dinámica sometida a las finanzas, considerando como punto de partida que el crecimiento de la economía no responde a factores unicausales -que actúan de modo unidireccional sobre el

incremento de la producción- sino que se genera merced a la configuración de un escenario de articulaciones virtuosas entre factores de diversos ámbitos. El requisito fundamental es la expansión de la demanda agregada, a partir de una determinada distribución de la renta, bien a favor de los beneficios, bien a favor de los salarios (*profit-led* versus *wage-led* en los términos de Maglin y Bhaduri, 1990); a su vez, esa expansión está asociada a las características de la oferta potencial, el marco socio-institucional, la estructura financiera y la inserción exterior de la economía.

En lo que concierne a la estructura financiera, cuando los agentes y los mercados funcionan sin regulación se generan las condiciones de inestabilidad estructural de la economía capitalista analizadas por Minsky (1986, 1992ab). Sustentadas en el comportamiento del crédito, las finanzas liberalizadas tienen un comportamiento compulsivo y pendular que origina sucesivas burbujas y crisis, alternando episodios de exuberancia irracional y de pesimismo infundado (Shiller, 2000). Según la secuencia propuesta por Kindleberger (1978) ese comportamiento se desarrolla en cinco fases: primero se produce un desplazamiento de la atención de los inversores hacia un determinado mercado en el que algún factor hace que las expectativas se hagan más favorables. Seguidamente, tiene un lugar un *boom* en ese mercado, con una fuerte expansión de sus precios que, en una tercera fase, se convierte en un movimiento de euforia. A continuación, la intensificación de esa euforia hace que los precios alcancen sus máximas cotas y, finalmente, estalla la crisis y comienza la depresión.

Las bases iniciales que ponen en marcha ese proceso son dos: el crecimiento del crédito y el alza de los precios del activo en cuestión merced al cambio de expectativas. Sobre ellas se erigen los mecanismos piramidales que dan lugar a las fases sucesivas

mediante la conjunción de cuatro elementos que se reproducen de forma interactiva: *i)* el rápido aumento del número de inversores y de la magnitud de sus inversiones; *ii)* la multiplicación de las transacciones y el acortamiento del tiempo de posesión del activo en alza; *iii)* la generalización del apalancamiento, esto es, la realización de gran parte de las inversiones recurriendo a préstamos para obtener mayores rentabilidades; *iv)* el surgimiento de “innovaciones”, con nuevos agentes, instrumentos y prácticas financieras que facilitan y aceleran los puntos anteriores.

El desenvolvimiento de la burbuja a través de las fases de *boom*, euforia y máxima cotización fortalece los resortes de crecimiento de la demanda interna a cargo del consumo de los hogares y la inversión de las empresas. Por un lado, su creciente participación en los mercados financieros les aporta ingresos adicionales. Por otro lado, esos ingresos y, sobre todo, las expectativas alcistas les sirven de respaldo para elevar su grado de endeudamiento con vistas a realizar operaciones financieras (apalancadas) y a incrementar su capacidad de consumo e inversión.

Sin embargo, esa conexión entre la expansión financiera y el crecimiento de la economía alberga dos contradicciones irresolubles. En primer lugar, el crecimiento queda a expensas de la continuidad de la burbuja financiera, de modo que cuando ésta finalice también lo hará aquél y la crisis financiera devendrá en crisis económica. En segundo lugar, el crecimiento implica el persistente aumento de la deuda de hogares y empresas, de manera que sus balances patrimoniales dependen de la continuidad de la burbuja financiera, al igual que sucede con el balance de sus prestamistas que esperan recuperar su dinero (con los intereses correspondientes). Por tanto, los agentes privados y el conjunto de la economía “cabalgan sobre las posiciones alcistas” y cuando éstas concluyen se desmoronan los mecanismos piramidales que sostenían el proceso especulativo.

Cada una de las tres últimas fases de crecimiento de la economía de Estados Unidos (1983-89, 1992-2000; 2003-2006) se ajusta a los cánones anteriores (Palazuelos, 2010), con el atributo añadido de que la espiral de endeudamiento interno (Gráfico 5) implica un espectacular aumento de la deuda externa contraída por la economía americana con el resto del mundo. Así, entre 1980 y 2007, una vez deducidas las salidas correspondientes, la entrada neta de capital exterior que genera deuda (compra de deuda pública y bonos corporativos más préstamos) ha sido de 6.4 billones de dólares.²⁴ De ese modo, la economía americana tiene una permanente necesidad de incrementar su financiación exterior, captando el 65-75% del total del ahorro neto mundial. Ese capital externo es un requisito indispensable para que los hogares y las empresas sostengan una demanda interna que supera con creces a la capacidad productiva interna, de modo que una parte cada vez mayor de los bienes que consumen e invierten los agentes privados son productos importados.

Se trata de una “economía-deuda” que con el paso de los años intensifica las espirales de endeudamiento en el interior y con el exterior,²⁵ a costa de exacerbar sus problemas estructurales, entre los que cabe reseñar tres fundamentales: 1) La deformación de su estructura productiva, debida al exagerado peso del sector terciario y al predominio –en su seno- de las actividades financieras;²⁶ 2) la

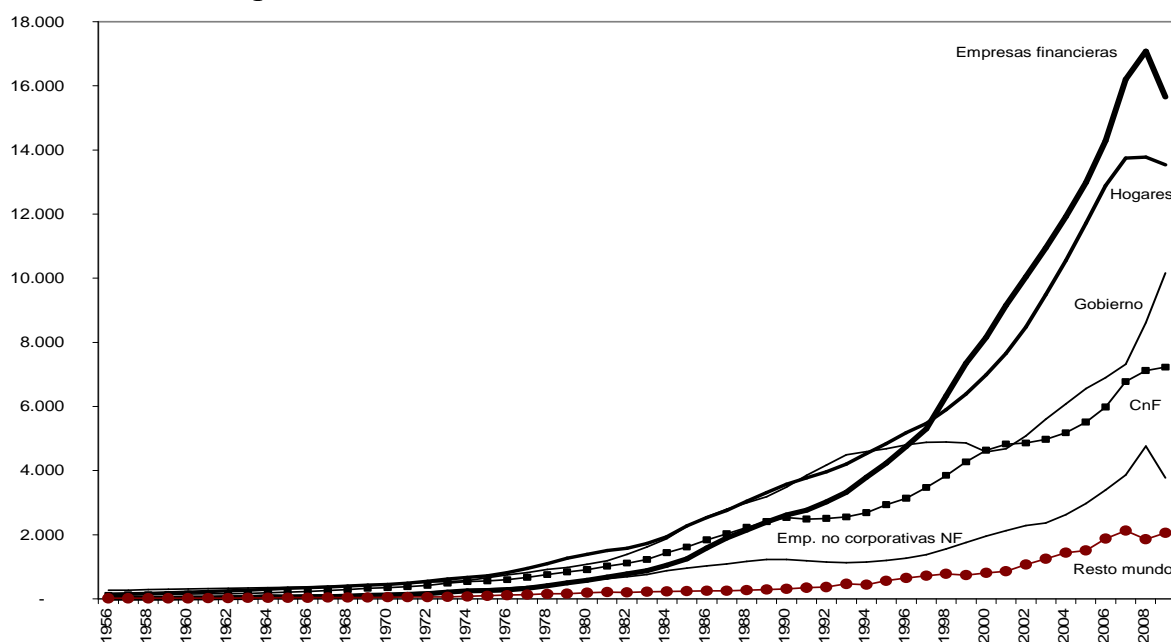
²⁴ Las entradas y salidas de capital alcanzan cifras astronómicas (17.5 y 14.6 billones de dólares), arrojando un saldo neto positivo cercano a los 3 billones entre 1980-2007. El saldo es negativo (unos 3 billones) para los movimientos que implican propiedad, es decir la inversión directa y la compra de acciones. Por el contrario, el saldo es positivo y de una magnitud muy superior (6 billones) en los movimientos que implican endeudamiento. Cálculos hechos a partir de BEA, *International Investment Position*.

²⁵ El análisis de las condiciones de endeudamiento, sobre todo en la última década, se encuentra en: Baker (2008), Case (2003), Cooper (2008), Crotty (2008), Crotty y Epstein (2008), Kregel, 2008), Orhangazi (2007, 2008), Papadimitru et al. (2007), Phillips (2008), Stockhammer (2010), Whalen (2007) y Wray (2007).

²⁶ Los servicios aportan el 79% del PIB y el 81% del empleo, habiendo absorbido todo el empleo neto creado por la economía entre 1980 y 2007. En particular, las ramas de FIRE (finanzas, seguros e

debilidad del ahorro privado interno, de manera que el incremento de la inversión en las fases de crecimiento exige que se amplíe el desajuste del sector exterior.²⁷ 3) Esta brecha exterior pone de manifiesto y, a la vez, acentúa los problemas que padece la estructura industrial a través de dos factores: la pérdida de competitividad de muchas empresas americanas y las estrategias de deslocalización (parcial y total) hacia el exterior de las grandes corporaciones, sobre todo en las industrias de bienes de equipo y química. Como consecuencia, se eleva el déficit comercial merced a la mayor penetración de productos importados, se acentúa el comercio-intra-firma y se amplifica la dualización de la estructura manufacturera (Palazuelos 2010).²⁸

Gráfico 5. Deuda pendiente 1956-2009: miles de millones de dólares



inmobiliario), sanidad y servicios profesionales y a empresas representan el 40% del PIB frente al 27% en 1980.

²⁷ La hundimiento del ahorro personal (por debajo del 3% del PIB) se une al débil ahorro de las empresas (en torno al 11% del PIB) y al desahorro del gobierno. Es así que cuando la inversión se acerca al 20% se genera un déficit que supera el 5% del PIB en la balanza de bienes y servicios.

²⁸ La industria aporta el 11% del PIB (13% en precios constantes) y ocupa menos del 10% del empleo. En su seno se acrecienta la polarización entre un grupo minoritario de actividades productivas y de empresas que fortalecen sus posiciones tecnológicas, exportadoras y financieras, y un grupo mayoritario de actividades y empresas que se debilitan o desaparecen, perdiendo posiciones frente a la competencia de los productos provenientes del exterior (Palazuelos, 2000).

Fuente: Federal Reserve System, *Flow of Funds Account*

2.4. Freno y “subversión” del proceso acumulación

La totalidad de los activos fijos privados desaceleró su ritmo de crecimiento, registrando una tasa media (2,6% anual) una cuarta parte inferior a la de 1950-79. El incremento fue levemente mayor en los activos fijos no residenciales y, sobre todo, en los equipos, con una tasa del 3.8% anual, aunque también inferior a la del período anterior. Al mismo tiempo ha tenido lugar una significativa modificación técnica de la composición de esos equipos, con un fuerte descenso de ocho y trece puntos en la presencia relativa de los equipos industriales y de transporte -que conjuntamente representan ya menos de la mitad del total- que han sido ganados principalmente por los equipos informáticos (17% a 30%). La modificación se constata también en la distribución sectorial de esos equipos: disminuye considerablemente la proporción instalada en la industria manufacturera y en las demás actividades productoras de bienes, elevándose con rapidez la instalada en finanzas-seguros, inmuebles y otros servicios.²⁹

No obstante, los cambios de mayor trascendencia se aprecian cuando se compara la evolución de esos activos fijos y de los activos financieros. En primer término, la ratio entre los activos fijos privados y el PIB presenta una trayectoria con dos *tempos* distintos: descenso desde 1980 hasta 1997 (de 2.55 a 2.11) y ascenso posterior hasta 2008, pero registrando un valor relativo inferior al de 1980 (2.40). Sin embargo, en el caso de los activos fijos en equipos se observa un proceso persistente de caída desde

²⁹ La parte de equipos en la industria ha caído siete puntos (hasta el 22%) y la correspondiente al sector primario más la minería, la construcción y los servicios básicos otros cuatro puntos (al 17%). Por el contrario, las finanzas-seguros-inmuebles han ganado nueve puntos (hasta el 18%) y el resto ha sido captado por los demás servicios. Los cálculos sobre la evolución de los activos fijos están hechos a partir de BEA, *Fixed Assets*.

1980 hasta los últimos años, disminuyendo la ratio con respecto al PIB de 0.51 a 0.39. Por lo tanto, la dinámica de acumulación presenta una primera anomalía que consiste en el retroceso continuado del valor relativo de los activos fijos directamente vinculados a la actividad productiva.

El contraste con el comportamiento de los activos financieros revela una segunda anomalía. La ratio entre los activos fijos y financieros del sector privado, muestra también un prolongado descenso entre 1980 y 2007, de manera que en la primera fecha los activos fijos equivalían a más de la mitad de los activos financieros (0.55) y al final representaba la cuarta parte (0.27). El retroceso es más ostensible y significativo cuando sólo se consideran los activos fijos en equipos, cuya ratio respecto a los activos financieros se hundió durante el período desde 0.11 a 0.04. Se muestran (cuadro 7) datos que atestiguan la minimización de los activos fijos ante la dimensión adquirida por los activos financieros.

Cuadro 7. Comparación entre los activos financieros privados y los activos fijos privados

	Activos Financieros Privados		Activos Fijos Privados		Activos Fijos / Activos Financieros			
	Hogares y Empresas no financieras <i>A</i>	más: Empresas financieras <i>B</i>	Total <i>C</i>	en equipos <i>D</i>	<i>C/A</i>	<i>C/B</i>	<i>D/A</i>	<i>D/B</i>
1950	866	1.220	662	100	0,76	0,54	0,12	0,08
1960	1.563	2.251	1.108	193	0,71	0,49	0,12	0,09
1970	2.953	4.487	2.096	400	0,71	0,47	0,14	0,09
1980	8.174	12.855	7.113	1.393	0,87	0,55	0,17	0,11
1990	18.551	32.413	12.671	2.507	0,68	0,39	0,14	0,08
2000	44.622	81.148	21.230	4.134	0,48	0,26	0,09	0,05
2007	68.076	131.441	33.956	5.461	0,50	0,26	0,08	0,04
2009	62.993	126.571	33.776	5.611	0,54	0,27	0,09	0,04

Fuente: Elaborado a partir de Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts* y de Bureau of Economic Analysis, *Fixed Assets*.

Tales evidencias suscitan un interrogante de gran importancia: ¿en qué medida la financiarización no sólo frena la dinámica de acumulación de capital sino que la subvierte o perturba de forma sustancial? Desde los orígenes del capitalismo industrial, con las primeras aportaciones de los economistas clásicos, se ha identificado la acumulación capitalista con el crecimiento del stock de capital productivo, que es el que garantiza la reproducción ampliada del sistema. En esa medida, el capital financiero jugaba el valor de contraparte al valor del stock de capital, de modo que las posibles desviaciones entre ambos sólo podían ser episódicas y no se mantenían a largo plazo.

Pero, a la luz de lo sucedido en las últimas décadas, surgen nuevas reflexiones cuyo punto de partida es precisamente que gracias a la fuerte acumulación de stock productivo -tanto en la economía estadounidense como a escala mundial-, durante el largo período de la Edad de Oro las empresas y los hogares lograron un intenso, prolongado y desigual aumento de los ingresos. Una parte de esa renta volvió a reinvertirse en activos productivos, pero otra (con tasas de ahorro crecientes) se acumuló en activos financieros. Las dificultades económicas de los años setenta reforzaron la inclinación por los activos financieros y conformaron los tres grandes núcleos de intereses convergentes (corporaciones financieras, grandes compañías no financieras y estratos sociales altos) a favor de la financiarización. El primer resultado de esa convergencia fue el desmantelamiento de las normas reguladoras y a continuación se puso en marcha el carácter expansivo de las finanzas hacia otros ámbitos de la economía.

En ese sentido, pierde significación la pionera noción de “capital financiero” aportada por Hilferding en 1910 y desarrollada después por Lenin para referirse al capital de los bancos invertido en la industria forzando la alianza entre ambas fracciones del capital.

Atrás queda también la tesis del sector financiero como simple intermediario entre ahorradores e inversores productivos y de los mercados financieros como el mecanismo para llevar a cabo esa interrelación. La financiarización pone al descubierto la importancia de los mecanismos que permiten a los mercados financieros y a los agentes que en ellos operan disponer de una considerable autonomía y una gran influencia con respecto al comportamiento de la economía productiva. Los mercados financieros se han convertido en una “black box” que concentra ingentes sumas de dinero dispuestas a lograr su revalorización sin previamente financiar ningún tipo de actividad productiva o comercial. Roubini y Mihm (2010) se refieren al crecimiento “cancerígeno” de las finanzas. Paul Sweezy (1994) decía que, una vez rota su función original como ayudante modesto de la economía real de producción, el capital financiero se convierte en capital especulativo orientado exclusivamente a su propia expansión. En virtud de ese cambio decisivo, Sweezy extraía dos conclusiones: *i)* el centro del poder económico y político se ha desplazado desde las salas de juntas de las grandes compañías a los mercados financieros, donde esas compañías son actores importantes; *ii)* la relación entre la democracia y el capital financiero se ha alterado y el segundo es más fuerte que la primera.

3. Las finanzas desreguladas contradicen al discurso ortodoxo

Las sucesivas crisis financieras revelan la debilidad del andamiaje teórico construido a partir de una colección de falacias entre las que destacan: *i)* la autorregulación de los mercados financieros; *ii)* su capacidad para asignar de forma eficiente los recursos hacia las mejores oportunidades productivas; *iii)* su contribución a la estabilidad de las relaciones financieras; *iv)* la bondad de los instrumentos financieros negociados en los mercados; *v)* su adecuada gestión del riesgo; *vi)* la disponibilidad de modelos para medir correctamente los precios de todos los activos negociados en los mercados; *vii)* la práctica imposibilidad de que se produzca un

riesgo sistémico en el conjunto del sistema financiero. Una construcción ideológica que choca frontalmente con la evidencia de los hechos, los cuales proporcionan un decálogo de constataciones acerca de la conducta efectiva de los agentes y los mercados financieros cuando funcionan sin un marco regulador.³⁰

- El comportamiento pendular de los bancos y otros prestamistas, ya que son incapaces de moderar el crecimiento del crédito en las fases de expansión financiera y de generar incentivos que mantengan la actividad crediticia en las fases de crisis.
- La titulización de los créditos reduce el interés de las entidades prestamistas por evaluar la solidez financiera de los prestatarios y acelera el incremento de la oferta de crédito durante la fase de expansión.
- El continuo aumento de la oferta-demanda de crédito multiplica las inversiones financieras realizadas bajo apalancamiento, ya que proporcionan una exagerada rentabilidad. La generalización de esas prácticas apalancadas amplía el fuerte endeudamiento de los agentes (no financieros y financieros) y los interrelaciona de forma más estrecha; lo cual acrecienta las posibilidades de que se difundan las dificultades financieras de unos a otros agentes; más aún cuanto mayores sean las entidades que participan y los volúmenes de capitales negociados.
- El exceso de apalancamiento restringe la capacidad defensiva de los inversores para -en palabras de Keynes- “aguantar posiciones perdedoras”, de modo que cuando surgen dificultades su reacción pendular se hace más brusca.

³⁰ Los diez puntos que se recogen a continuación cuentan con un amplio consenso en la literatura sobre la financiarización, entre los que se incluyen los trabajos de referencia citados en la primera nota de este trabajo, así como la mayoría de los demás trabajos recogidos en la bibliografía, e incluso en documentos elaborados por instituciones financieras oficiales como el publicado en el Reino Unido por la Financial Services Authority (FSA), “A regulatory response to the global banking crisis”, *The Turner Review*, en marzo de 2009.

- Las innovaciones financieras (entidades, instrumentos, formas operativas) acentúan las conductas inerciales a la expansión financiera en la medida en que impulsan el aumento de los inversores y de los volúmenes invertidos, la rapidez y diversidad de transacciones, y el apalancamiento masivo.
- Muchos de los nuevos instrumentos creados a partir de las titulaciones de créditos, mediante paquetes troceados de esos títulos y derivados basados en ellos,³¹ carecen de un significado inteligible y son difíciles de valorar (en algunos resulta imposible), lo cual atenta contra la transparencia de sus respectivos mercados (Das, 2006; Roubini y Mihm, 2010).
- Lo mismo sucede con los agentes (bancos de inversión, hedge funds, vehículos especiales) que, amparados en la ausencia o la mínima aplicación de normas reguladoras, actúan “en la sombra”, sin transparencia, y protagonizan operaciones de riesgo altamente apalancadas, lo que agudiza la vulnerabilidad sistémica.
- El mayor número y la diversidad de inversores amplifican los comportamientos pendulares y los riesgos sistémicos en lugar de ejercer como factores de contrapeso, ya que priman las conductas imitativas “de rebaño”, sobre todo en los inversores instituciones.
- Las estructuras de compensación con las que se retribuye a los directivos fomentan numerosas prácticas perversas: propensión excesiva al riesgo, visión exclusiva de corto plazo, ocultación de información; valoraciones artificiales o defectuosas, etc. El “fine-tuning risk management” se ha revelado como un eslogan esperpéntico cuando se contrasta con la realidad.³²

³¹ En 2002 el importante magnate financiero Warren Buffett criticaba el uso masivo de los derivados financieros y los consideraba “bombas de relojería” para el sector financiero y para el conjunto de la economía, cuya explosión tendría efectos letales.

³² Entre los muchos casos denunciados, tal vez el escándalo más estruendoso es el protagonizado en 2006 por los directores generales de los grandes bancos cuando se comparan las retribuciones que recibieron con las condiciones en las que dejaron a sus empresas. Así, el de Merrill Lynch 58 millones de dólares; el de Goldman Sachs, 54.7 millones; el de Morgan Stanley, 41.4 millones; el de Lehman Brothers, 40.5 millones; el de Bear Stearns, 33.9 millones; el de Bank of America, 27.9 millones; y el de Citigroup 26 millones. Mientras tanto, a finales de ese mismo año Merrill Lynch presentaba un pasivo 802 millones (con unos fondos propios de 39), el pasivo de Lehman Brothers ascendía a 484 millones (con 19 de fondos propios) y el de Bear Stearns a 338 millones

- Las agencias de *rating* contribuyen a fomentar el riesgo sistémico mediante su defectuosa calificación de los instrumentos financieros y su cuestionada relación clientelar con las entidades a las que califican. Lo mismo sucede con la actividad de los bancos de inversión porque solapan sus funciones de asesoramiento, con las de intermediación y con las de inversores en los mercados financieros.

En resumen, cuando carecen de regulaciones que canalicen su actividad, los agentes y mercados tienden a “bailar mientras suene la música”, expandiendo el crédito y acentuando sus conductas especulativas, lo cual niega de forma taxativa los atributos que falazmente les concede el discurso ortodoxo: exacerbaban las tendencias inerciales de euforia-depresión, asignan los recursos de forma ineficiente porque desvían muchos recursos de posibles destinos productivos, intensifican la volatilidad y la incertidumbre, gestionan defectuosamente los riesgos, negocian instrumentos cuyos precios no pueden medir adecuadamente, incurren en peligros sistémicos y desatan crisis financieras que derivan en crisis económicas.

4. Tras la crisis iniciada en 2007, aún faltan soluciones

“El problema de la depresión está resuelto por muchas décadas”: este fue el mensaje que Robert Lucas dirigió en 2002 a la reunión anual de la American Economic Association desde el fortificado castillo de su ortodoxia neoclásica. Lo decía cuando todavía se percibían los estragos causados por la crisis bursátil de 2000 y mientras se estaba incubando el siguiente bullicio financiero que condujo a la recesión iniciada en 2007, más grave que la anterior y en la que sigue inmersa la economía americana cuatro años después. Una nueva crisis provocada por el estallido de la burbuja

(frente a 12 de fondos propios), por citar sólo los tres que quebraron entre marzo y septiembre de 2007.

especulativa surgida en torno al negocio inmobiliario y de los instrumentos financieros creados a través de las titulizaciones, retitulizaciones y derivados basados en los créditos hipotecarios. Un nuevo episodio de máxima inestabilidad financiera que ha arrastrado al conjunto de la economía a una prolongada recesión (Blackburn, 2006; Cooper, 2008; Crotty, 2008; Phillips, 2008; Papadimitru, Hannsgen y Zezza, 2007; Roubini y Mihm, 2010).

4.1. Responsabilidad de la Administración Bush

Una crisis que, además, se vio agravada por la tardanza y el pésimo diagnóstico con que las autoridades económicas (Tesoro, Reserva Federal) y el sector financiero reconocieron la situación. Tuvieron que transcurrir dos años, entre el momento en que acabó la burbuja de precios inmobiliarios, en septiembre-2006 y el derrumbe de Lehman Brothers, en septiembre-2008, para que aceptaran que los problemas existentes eran ciertamente graves porque afectaban a la solvencia de un gran número de instituciones y amenazaba con propagarse al conjunto del sector financiero. Durante ese tiempo, el reguero de quiebras (Bear Stearns, Merrill Lynch, Freddie Mac, Fannie Mae, AIG) y de datos negativos (pérdidas de Bank of America, JP Morgan Chase, Citigroup) fue considerado como una sucesión de hechos individuales y aislables, originados por problemas transitorios de liquidez que podían reconducirse con inyecciones de dinero a cargo de la Reserva Federal.

A continuación, en el último trimestre de 2008, coincidiendo con los meses finales de la Administración Bush -después de reconocer la gravedad de la situación- el Gobierno y la Reserva Federal se dedicaron a difundir un clima de pavor con el que justificar la necesidad de aportar ingentes ayudas públicas para salvar al sector financiero, a la economía y, en palabras de G.W. Bush, al sistema capitalista. Sin embargo, no hicieron ningún esfuerzo por identificar las causas que habían provocado tal peligro, limitándose a repudiar de forma inconcreta la “codicia” de ciertos financieros,

las “malas prácticas” de muchas instituciones y el “relajamiento” de la supervisión de los organismos públicos. En ese contexto de agobio, las dos cámaras parlamentarias aprobaron la “Emergency Economic Stabilization Act” y los dos programas a través de los que se vehiculizó el salvamento público de las instituciones financieras: “Troubled Asset Relief Program” (TARP) y “Term Asset-Backed Securities Loan Facility” (TALF).

De ese modo, los responsables de una Administración a la que apenas quedaban unos meses de gobierno otorgaron la mitad de los 700 mil millones de dólares aprobados para TARP, como aportaciones de capital y adquisiciones de “activos tóxicos” (deudas difícilmente recuperables) que tenían los grandes bancos y aseguradoras como AIG. Distribuyeron enormes cantidades de dinero sin proporcionar información pública y sin exigir condiciones a las entidades receptoras,³³ de manera que éstas obtuvieron grandes ayudas sin sustituir a los directivos responsables de la crisis, sin reconocer sus responsabilidades, sin limitar sus salarios y primas, sin tener que dar cuenta del uso de las ayudas y sin ninguna obligación concreta para recuperar el mercado interbancario o para aliviar las condiciones de los prestatarios (hipotecados) en condiciones económicas más precarias. Escándalos e irregularidades que fueron denunciadas por Barak Obama durante las últimas semanas de la campaña electoral con la promesa de realizar una política radicalmente distinta cuando llegara a la Casa Blanca.

4.2. Ineptitud y pasividad de la Administración Obama

Sin embargo, inmediatamente después de su victoria presidencial, Obama comenzó a tomar decisiones que ponían en duda su

³³ Stiglitz (2010: 166) recoge información sobre 9 entidades prestamistas cuyas pérdidas declaradas sumaban unos 100 mil millones de dólares y que desde TARP recibieron 175 mil millones, de los cuales utilizaron 33 mil millones para abonar primas a casi 5 mil empleados y otra parte se destinó al pago de dividendos a pesar de reconocer aquellas pérdidas. Al margen de TARP, la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) garantizó con sus recursos deudas emitidas por grandes entidades financieras.

disposición a llevar a cabo un cambio sustancial. Los primeros nombramientos suscitaron interrogantes sobre su compromiso reformista cuando asignó las mayores responsabilidades económicas a Tim Geither (Tesoro) y Larry Summers (Consejo Económico Nacional), y después ratificó a Ben Bernanke como presidente de la Reserva Federal. Se trataba de personas que anteriormente tenían responsabilidades directamente vinculadas con los hechos que condujeron a las burbujas bursátil e inmobiliaria, y que eran férreos defensores de la liberalización financiera.³⁴

Un nuevo signo de tibieza reformista se puso de manifiesto en febrero de 2009 cuando el nuevo equipo del Presidente elaboró el plan de estímulo económico. Un plan trienal evaluado en 800 mil millones de dólares y compuesto en tres partes similares por reducciones de impuestos, gastos federales y gastos de los gobiernos territoriales. En su declaración formal el plan pretendía reactivar la economía y crear empleo, pero su limitada magnitud y las restricciones habidas durante su aplicación únicamente podían frenar la caída de la actividad económica y del empleo que se arrastraba desde 2007. Así se comprobó al cabo del segundo año de gobierno cuando la economía seguía sumida en los efectos de la recesión pero la Administración declaró que no habría nuevos estímulos reactivadores. Éstos quedaban a expensas de una demanda privada que, sin embargo, ha seguido mostrándose incapaz de impulsar un mayor crecimiento económico (Pollin, 2010; Papadimitru D. y Hannsgen, 2010; Roubini y Mihn, 2010).

³⁴ Geither había sido el máximo responsable de la Reserva Federal de Nueva York desde 2003; Bernanke fue Presidente del Consejo de asesores de G.W. Bush, siendo éste quien le puso al frente de la Reserva Federal en 2006; Summers había sido subsecretario y luego secretario del Tesoro durante la Administración Clinton, desde donde impulsó las medidas liberalizadoras. Todavía en 2005, Bernanke alababa los sólidos cimientos del sector de la vivienda, mientras que Summers, en la reunión anual de la Reserva Federal en Jackson Hole defendía la existencia de un consenso generalizado acerca de las tesis de Alan Greenspan y los mercados financieros eficientes.

La misma tónica ha caracterizado el comportamiento de la Administración Obama en lo que concierne al rescate de las entidades financieras. Sí ha cumplido su compromiso de dotar de mayor transparencia a la aplicación de los programas TARP y TALF, y ha seguido declarándose a favor de ayudar a los prestatarios más desfavorecidos. Sin embargo, las ayudas públicas han seguido recayendo en las grandes instituciones financieras (sin exigirles condiciones), a las que se han sumado otras nuevas recibidas por las grandes firmas automovilísticas. Del mismo modo, ha mantenido el apoyo financiero a la compra de activos tóxicos mediante procedimientos que siguen confiando en que el mercado “descubra” los precios de esos activos. Una iniciativa que, como otras, defiende el equipo económico como “soluciones inteligentes” de Wall Street utilizando dinero público y jugando con las redes de seguridad que proporciona el gobierno (Stiglitz, 2010; Epstein y Pollin, 2011).

Se trata de iniciativas tendentes a liberar a los bancos de sus activos deteriorados -difícilmente recuperables- para restaurar su valor contable y apoyar la generación de nuevos ingresos como signos de retorno a la “normalidad”. Una vez pasado el “peor momento”, entre el otoño de 2008 y el verano de 2009, tras el desembolso de esas grandes ayudas estatales, los bancos reanudaron sus actividades habituales para volver a lograr beneficios. Todo ello a pesar de que el mercado interbancario ha seguido paralizado y que la mayoría de las empresas y de los hogares no ha tenido acceso a nuevos créditos. Al mismo tiempo, la ejecución de los embargos por impago de hipotecas ha supuesto la pérdida de centenares de miles de casas, afectando a millones de personas, mediante numerosos casos de prácticas fraudulentas.³⁵

³⁵ La más frecuente ha sido la firma por parte de los jueces de órdenes de embargo sin que los bancos presentaran la documentación correspondiente de las hipotecas firmadas por los prestatarios. Asunto que Wall Street Journal juzgaba una “mera trivialidad” que

Por último, la evidencia más fehaciente del sentido retórico de las posiciones defendidas por la Administración Obama y de su limitada disposición a promover cambios sustanciales se ha puesto de manifiesto en el trámite parlamentario que condujo a la aprobación en junio de 2010 de la reforma financiera conocida como “Dodd-Frank Act”. A lo largo de sus más de dos mil páginas, la ley repasa los temas controvertidos que han revelado el deficiente funcionamiento del sistema financiero e incorpora varias iniciativas concretas. Crea un Consejo de Estabilidad Financiera y una Agencia de Protección del Consumidor de Productos Financieros con capacidad para regular, supervisar y sancionar determinadas prácticas. Incluye ciertas restricciones para que los bancos participen en fondos e inviertan en mercados de alto riesgo, como el de los derivados de crédito. Igualmente, pone fin al hecho de que los presidentes de los distritos regionales de la Reserva Federal sean elegidos por los propios bancos e industrias privadas. A la vez, la ley anuncia medidas para que los bancos cumplan determinados requisitos de liquidez, limiten sus niveles de crédito y exijan mejores garantías para los préstamos. Exige también que los emisores de titulizaciones de crédito retengan un mínimo (5%) del riesgo y proporcionen información sobre los activos que titilizan.

Sin embargo, la mayoría de esas propuestas se formulan de manera genérica y su concreción queda a expensas de ulteriores desarrollos legales y reglamentarios. Así sucede, por ejemplo, con las competencias efectivas y la composición de los nuevos organismos creados. En otros casos, los artículos aprobados permiten vislumbrar los potenciales resquicios a través de los cuales los bancos podrán orillar el cumplimiento de las normas.

no debía obstaculizar los embargos ya que, a su juicio, lo lógico es que a los jueces les basten las declaraciones de los bancos.

La ley se refiere a las agencias de hipotecas sponsorizadas por el gobierno (como Freddie Mac y Fannie Mae), la supervisión de las agencias de *rating* por parte de la SEC y la necesidad de regular los derivados así como los hedge funds, las compañías de seguro y otras entidades financieras. Pero en su mayor parte se trata de enunciados generales que posponen su concreción a la creación de nuevos organismos que elaboren las normas prácticas que serán aplicadas. Esa demora genera incertidumbre sobre el modo en que, finalmente, quedarán establecidos los términos efectivos que regirán el funcionamiento del sistema financiero. En unos casos, el retraso se debe a razones técnicas que aconsejan el estudio detallado de aspectos específicos, o bien a razones organizativas que dependen de la creación de los nuevos organismos instituidos por la ley. Pero en muchos otros casos la inconcreción obedece a razones políticas derivadas de la contumaz oposición del partido republicano y de una parte del partido demócrata a que se introduzcan reformas profundas. Ante esa oposición, la Administración Obama ha aceptado que muchos artículos se redacten de forma genérica y que su concreción se realice en futuras leyes y reglamentaciones, en espera de tiempos mejores cuando pueda contar con mayores apoyos para defender la profundidad de las reformas.

Sin embargo, ¿cabe esperar un momento más favorable que el que existía en 2009-2010 en presencia de: un nuevo gobierno que acababa de lograr una rotunda victoria electoral; un sector financiero debilitado que estaba recibiendo grandes ayudas del gobierno y una opinión pública indignada con el comportamiento de los banqueros? Difícilmente cabe prever que en los próximos años se produzca una conjunción de elementos tan favorables para impulsar la reforma financiera. Por ese motivo, cuando la Administración sostiene que la ley recoge “la reforma posible”, parece más adecuado referirse a la oportunidad perdida para poner

en marcha “la reforma necesaria”. De hecho, ya en 2010 ha sido cada vez más frecuente escuchar las voces, antes calladas, sobre los peligros de la regulación e incluso su no necesidad, volviendo a reiterar los tópicos de la auto-regulación y la eficiencia de los mercados.

Así es porque la reforma no afronta de manera práctica los principales problemas puestos al descubierto por las sucesivas crisis financieras: *i)* una normativa estricta y una supervisión efectiva de las entidades que generan los mayores riesgos (bancos de inversión, hedge funds); *ii)* la prohibición de instrumentos derivados que no se puedan medir ni supervisar adecuadamente; *iii)* la prohibición de realizar operaciones de alto riesgo para las entidades que tengan depósitos y las compañías aseguradoras; además de impedir las operaciones fuera de balance; *iv)* el estricto control de las grandes bancos, ya que si son “too big to fail” deben ser objeto de mayor regulación preventiva y supervisora; *v)* la obligación de que las propias entidades privadas constituyan un fondo financiero para cuando surjan casos de rescate; *vi)* la aplicación de cargas fiscales para obstaculizar las actividades de corto plazo con carácter especulativo; *vii)* la creación de organismos independientes que evalúen los riesgos, sin vínculos de negocios con las entidades a las que califican; *viii)* el establecimiento de sistemas de retribución de los directivos que contemplen ciclos completos de operaciones e incluyan mecanismos de *clawbacks* para que devuelvan las primas recibidas si su gestión se demuestra negativa; *ix)* la aplicación de medidas que contrarresten la prociclicidad de las inercias financieras en las fases de euforia; *x)* precisar las condiciones y contrapartidas en las que la Reserva Federal debe apoyar a entidades privadas para limitar las prácticas de *moral hazard* cuando existe una red pública de seguridad.

5. Conclusiones

Primera: Durante la Edad de Oro se conformó un núcleo de fuerzas económicas y sociales vinculadas a la expansión de las actividades financieras e interesadas en el desarrollo de lo que después sería la estrategia de la *Reaganomics*. Ese núcleo estaba compuesto por: las grandes corporaciones no financieras, los segmentos de población con ingresos altos y medio-altos, y las entidades del sector financiero. Esas tres fuerzas acrecentaron con rapidez la adquisición de activos financieros y, en el caso de los hogares y las entidades financieras, sus pasivos.

Segunda: Las medidas adoptadas por la Administración Reagan a partir de 1981, de forma particular el desmantelamiento de la regulación financiera, crearon las condiciones para que se produjera un crecimiento exponencial de los agentes, mercados y prácticas relacionadas con la actividad financiera.

Tercera: La financiarización significa el dominio de las finanzas sobre el conjunto de la economía y se concreta en tres niveles interactivos: *a)* el descomunal tamaño del sector financiero y de los mercados financieros; *b)* el condicionamiento estructural que ejercen sobre la actividad de las corporaciones no financieras y los hogares, así como en la política económica del gobierno; *c)* la influencia determinante que la inestabilidad estructural generada por las fases expansivas-depresivas de carácter financiero tiene sobre la dinámica cíclica de la economía.

Cuarta: El crecimiento financiarizado proporciona resortes que impulsan la demanda privada en las fases expansivas de la economía. Pero lo hace a costa de exacerbar el endeudamiento interno de los hogares y empresas, y el endeudamiento de la economía con el exterior. Además, ese crecimiento acentúa los problemas estructurales de la economía en el ámbito de la

producción, la desigualdad de la renta, la debilidad del ahorro interno y el desajuste del sector exterior.

Quinta: Las sucesivas fases expansivas concluyen de forma abrupta cuando desaparecen los mecanismos piramidales que sostenían las burbujas especulativas creadas en torno a los activos financieros. Las crisis financieras provocan recesivas económicas de una gravedad cada vez mayor.

Sexta: La financiarización de la economía frena el ritmo de crecimiento del stock de capital productivo y provoca una alteración sustantiva de la dinámica de acumulación de capital. El incremento de la acumulación financiera (con sus rasgos específicos) es muy superior al de la acumulación de activos fijos instalados en equipos productivos y otros activos no residenciales. La economía reduce el perfil productivo que caracteriza a la acumulación capitalista.

Séptima: Los hechos ocurridos entre 1981 y 2007 ponen de manifiesto que el discurso sobre las ventajas de las finanzas liberalizadas es una construcción ideológica elaborada a través de un conjunto de falacias. Los hechos permiten constatar que, en ausencia de una adecuada regulación, los agentes y los mercados financieros propenden a conductas especulativas, reproducen tendencias de euforia-depresión, asignan los recursos de forma ineficiente, intensifican la volatilidad, gestionan defectuosamente los riesgos e incurren en peligros sistémicos.

Octava: El estallido de la crisis en 2007 hizo que la opinión pública exigiese el establecimiento de un marco regulador para evitar la repetición de los mecanismos financieros que la habían provocado. Sin embargo, la Administración Bush, en sus meses finales y la nueva Administración Obama dieron prioridad al salvamento de las instituciones financieras mediante grandes

ayudas públicas, sin sustituir a los directivos de esas entidades y sin modificar sus estrategias y sus conductas, que fueron precisamente los que causaron la crisis. La *Dodd-Frank Act* aprobada en 2010 aborda de manera parcial e inconcreta varios aspectos fundamentales, a la vez que ignora muchos otros que son necesarios para poner en marcha un marco regulador que impida la repetición de los hechos que han conducido a las sucesivas crisis.

Novena: La gravedad de los problemas exige una profunda transformación de las instituciones, los mercados, los instrumentos y los criterios financieros con los que operan los agentes económicos. En ausencia de las medidas que promuevan esa transformación, las finanzas seguirán dominando la economía y la financiarización seguirá provocando nuevas crisis. Así será porque las tres poderosas fuerzas interesadas en ese funcionamiento mantienen su hegemonía y porque la lógica expansiva de las finanzas desreguladas conducirá de manera inexorable a nuevos episodios de expansión, euforia y posterior crisis depresiva.

Bibliografía

- Aglietta M. y Rebérioux A. (2005): *Corporate governance adrift. A critique of shareholder value*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Arestis P. y Karakitsos E.(2004): *The Post Bubble US Economy*, Palgrave, Londres.
- Baker D. (2008): “The housing bubble and the financial crisis”, *Real-world Economics Review*, 46, 73-81.
- Blackburn R. (2006): *Age Shock: How Finance Is Failing Us*, Verso, Londres.
- Blinder A. (1979): *Economic Policy and the Great Stagflation*, Academic Press, NY.
- Blinder A. y Yellen J. (2001): *The Fabulous Decade: Macroeconomic Lessons from the 1990s*, The Century Foundation Press, New York.
- Boyer R. (2000): “Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis”, *Economy and Society*, 20 (1), 111-45.

- Boyer R. et al (2004): *Les crisis financières*, La Documentation Française, París.
- Boyer R. y J. Mistral (1983) : *Accumulation, inflation, crise*, Presses Universitaires Françaises, París.
- Campagna A. (1994): *The Economy in the Reagan Years*, Greenwood Press, Wesport.
- Case K., et al. (2003): “Is There a Bubble in the Housing Market?”, *Brookings Papers on Economic Activity*.
- Chesnais F. y Plihon D. (2003): *Las trampas de las finanzas mundiales*, Akal, Madrid.
- Cooper G. (2008): *The origins of Financial Crisis. Central Banks, Credit bubbles and the Efficient Market Falacy*, Harriman House, Hampshire, UK.
- Crotty J. (2003): “The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and ‘Modern’ Financial Market on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era”, *Review of Radical Political Economics*, 35 (3), 271-79.
- Crotty J. (2008): “Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the ‘New Financial Architecture’”, *Working Paper Series* 180, Political Economy Research Institute.
- Crotty J. y Epstein G. (2008a): *The Costs and Contradiction of the Lender-of-Last Resort Function in Contemporary Capitalism: The Sub-Prime Crisis of 2007-2008*, Political Economy of Research Institute.
- Crotty J. y Epstein G. (2008b): “Proposals for Effectively Regulating and U.S. Financial System to Avoid Yet Another Meltdown”, *Working Paper Series* 181, Political Economy Research Institute.
- Das S. (2006): *Traders Guns and Money: Knows and Unkonows in the Dazzling World of Derivatives*, Prentice Hall, Harlow.
- Duménil G. y Lévy D. (2004): *Capital Resurgent*, Harvard University Press, Cambridge, Mass.
- Eatwell J. y L. Taylor (2000), *Global Finance at Risk*, Norton, New York.
- Epstein G. (ed) (2005): *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Epstein, G. (2010): “The Volcker Rule: The implementation issues and stude guide, *Policy Brief* 24, SAFER Economists’ Committee for Stable, Accountable, Fair and Efficient Financial Reform.

- Epstein G. y Pollin R. (2011): “Regulating Wall Street : Exploring the Political Economy of the Possible”, *Working Paper Series 256*, Political Economy Research Institute.
- Glyn A. (2006): *Capitalism unleashed: Finance, Globalization and Welfare*, Oxford University Press, Oxford.
- Kindleberger Ch. (1978): *Manias, Panics, and Crashes*, Basic Books, Nueva York.
- Kregel J. (2008): “Minsky’s Cushions of Safety. Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market”, *Public Policy Brief 93*, The Levy Economics Institute of Bard College.
- Krippner G. (2005): “The financialization of the American economy”, *Socio-Economic Review*, 3, 173-208.
- Lazonick W. y O’Sullivan M. (2000): “Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance”, *Economy and Society*, 29 (1), 13-35.
- Lordon F. (2008): *Jusqu’à quand? Pour en finir avec les crises financières*, Raisons d’agir, París.
- Marglin S. y Bhaduri A. (1990): “Profit squeeze and Keynesian theory, Marglin S y Schor J. (eds), *The Golden Age of capitalism – Reinterpreting the postwar experience*, Clarendon Press, Oxford.
- Marglin S. y J. Schor (eds)(1990): *The Golden Age of capitalism– Reinterpreting the postwar experience* Clarendon Press, Oxford.
- Martínez González-Tablas A. (2000): *Economía política de la globalización*, Ariel, Barcelona.
- Martínez González-Tablas A. (2007): *Economía Política Mundial*, dos volúmenes, Ariel, Barcelona.
- Minsky H. (1986): *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, New Haven.
- Minsky H. (1992a): “Instability Hypothesis”, *Working Paper 74*, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
- Minsky H. (1992b): “The Capital Development of the Economy and the Structure of Financial Institutions”, *Working Paper 72*, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
- Orhangazi O. (2008): *Financialization and the US Economy*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Orhangazi Özgür (2007): “Financialization and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical

- Investigation of the U.S. Economy: 1973-2003”, *Working Paper Series* 149, Political Economy Research Institute.
- Orléan A. (2000): *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob, París.
 - Plihon D. (2003), *Le nouveau capitalism*, La Découverte, París.
 - Palazuelos E. (2000): *Estructura económica de Estados Unidos. Crecimiento económico y cambio estructural*, Síntesis, Madrid.
 - Palazuelos E. (2010): “Estados Unidos, 1981-2008: un modelo de crecimiento agotado”, Correa E. y Palazuelos A. (eds.), *Opacidad y hegemonía en la crisis global*, Catarata, Madrid, 93-120.
 - Palazuelos E. et al (1988), *Dinámica capitalista y crisis internacional*, Akal, Madrid.
 - Papadimitru D. y Hannsgen G. (2010): “Debts, Deficits, Economic Recovery, and the U.S. Government”, *Public Policy Brief* 114, Levy Economics Institute of Bard College.
 - Papadimitru D., Hannsgen G. y Zezza G. (2007): “Cracks in the Foundations of Growth. What Hill the Housing Debacle Mean for the U.S. Economy?”, *Public Policy Brief* 90, Levy Economics Institute of Bard College.
 - Phillips K. (2008): *Bad Money, Reckless Finance, Failed Politics and the Global Crisis of American Capitalism*, Viking Adult, New York
 - Pollin R. (2003): *Los contornos del declive*, Akal, Madrid.
 - Pollin R. (2010): “Austerity is Not a Solution: Why the Deficit Hawks Are Wrong”, *Working Paper Series* 235, Political Economy Research Institute.
 - Roubini N. y Mihm S. (2010): *¿Cómo salimos de ésta?*, Destino, Barcelona.
 - Shiller R. (2000): *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, New York.
 - Stiglitz J. (2003): *Los felices 90. La semilla de la destrucción*, Taurus, Madrid.
 - Stiglitz J. (2010): *Caída libre. El libre mercado y el hundimiento de la economía mundial*, Taurus, Madrid.
 - Stockhammer E. (2004): “Financialization and the Slowdown of Accumulation”, *Cambridge Journal of Economics*, 28, 719-41.
 - Stockhammer E. (2010): “Neoliberalism, Income Distribution and the Causes of the Crisis”, *Research on Money and Finance Discussion Papers* 19.

- Sweezy P. (1994): The Triumph of Financial Capital, *Monthly Review*, junio.
- Toporowski J. (2000), *The End of Finance: The Theory of Capital Market inflation, Financial Derivaties and Pension Fund Capitalist*, Routledge, Londres.
- VV.AA. (2009): “A progressive Program for Economic Recovery & Financial Reconstruction”, *Schwartz Centre for Economic Policy Analysis*, PERI, 1, enero.
- Whalen Ch. (2007): “The U.S. Credit Crunch of 2007”, *Public Policy Brief* 92, The Levy Economics Institute of Bard College.
- Wolff E. (2009): “Recent trends in household wealth in the United States. Rising debt and the middle class squeeze- An update to 2007”, *Working Paper* 589, Levy Economics Institute
- Wray R. (2007): “Lessons from the Subprime Metdown”, *Working Paper* 522, Levy Economics Institute.
- Zezza G. (2009): “Fiscal Policy and the Economics of Financial Balances”, *Working Paper* 569, The Levy Economics Institute of Bard College.

Recibido: 20 de mayo 2011

Aceptado: 17 de julio 2011