

# La economía y la cultura de la dependencia financiera<sup>1</sup>

Jan Toporowski\*

---

## Introducción

Usualmente se define a la *financiarización* en términos empresariales (industriales) como un incremento en las remuneraciones de los accionistas y, mayor intervención de estos agentes en las decisiones de las empresas, particularmente en las decisiones sobre el gasto de capital. Este aumento tiene lugar a expensas de los trabajadores, consumidores, e incluso de los directivos de las empresas. La mayor importancia de los accionistas se identifica con el modelo financiero anglo-sajón particular de Estados Unidos y el Reino Unido, el cual está ligado al mercado financiero en oposición a la organización financiera basada en torno al mercado de créditos que dominó en Europa Central.

En este trabajo se propone una visión mucho más amplia sobre financiarización. Esta se entiende como un desplazamiento de la estructura de la actividad económica hacia mayores movimientos de capital en los mercados financieros. Este desplazamiento altera la estructura financiera de las empresas capitalistas que, a su vez, modifican la dinámica y naturaleza del capitalismo. En la primera parte del trabajo se discute detalladamente el cambio ocurrido en el capitalismo, en la segunda se analizan el ciclo de negocios y la economía prefinanciarizada; y en la tercera, se discuten los efectos de la financiarización del capital en la acumulación, así como el ciclo crediticio en una economía financiarizada. Este trabajo concluye con algunas reflexiones sobre la política, la cultura y la política social de la clase media capitalista financiarizada.

\* Profesor de la Universidad de Londres y del Centro de Investigación de la Historia y Metodología de Economía, Universidad de Ámsterdam. El autor agradece a Marilyn Polena por su colaboración en investigación. A su vez, agradece los comentarios a una presentación anterior de este trabajo a Robert Wade, Victoria Chick, Geert Reuten, participantes del Taller: Crédito y deuda en el capitalismo actual.

<sup>1</sup> Este ensayo fue presentado en "The Workshop on Credit and Debt in Present Day Capitalism", Universidad de Manchester, el 14 de marzo de 2008. Traducción realizada por Magali Luna y Marcia Solorza, alumna de posgrado y profesora de la Facultad de Economía, UNAM, respectivamente.

## 1. La clase media y el ciclo de negocios

La Teoría Económica desde la Economía Política Clásica ha discutido en torno a la producción, la eficiencia económica, el comercio y la distribución, en un entorno económico capitalista estilizado que descansa sobre los empresarios. El comercio exterior fue visto como una complicación natural y, sólo hasta el siglo XX se introdujo la discusión del Estado como generador de dinero y regulador de éste, y como una fuente generadora de gastos financiada por impuestos y deudas. Con excepción del trabajo Malthus, la clase media no ocupó un lugar significativo en el análisis económico.

Dicha omisión fue corregida en el siglo XX por los trabajos de Kalecki y su amigo e investigador Josef Steindl. A partir de estos autores se plantea una discusión significativamente, no advertida por la mayoría de los economistas, donde explican el comportamiento del ahorro de la clase media y su impacto en la dinámica de la economía capitalista (Kalecki, 1943, pp. 85-86, Steindl, 1952, pp. 113-131). El planteamiento que aquí se considera está basado en (Steindl, 1982 y 1989).

Considerando la identidad ahorro (S) keynesiana, el ahorro es la suma de la formación bruta de capital fijo de las empresas (I) [inversión], el déficit fiscal (G-T) y, el superávit de la balanza comercial (X-M). El ahorro total se divide en ahorro de los hogares ( $S_H$ ) y de las empresas ( $S_E$ ). A partir de lo cual se obtiene la siguiente identidad:

$$S \equiv S_H + S_E \equiv I + (G-T) + (X-M) \quad (1)$$

Estas son variables de flujos de un período de tiempo dado. El ahorro de los hogares está relacionado de manera general al ingreso. En los trabajos pioneros sobre la conducta del ahorro, Michel Kalecki y Josef Steindl confirmaron la observación de Hobson que, las clases medias y aquellas con mayores ingresos ahorran más que las personas con menores ingresos, por que tienen ingresos superiores y, a mayor ingreso es más fácil ahorrar.

En la teoría del ahorro, el relativo a los hogares es igual al ingreso residual que no consumen las familias. En el caso de las empresas, su ahorro es el residual de sus ganancias después de cubrir los costos de la producción por bienes y servicios deducidos los pagos por obligaciones financieras pendientes, así como a los tendedores de sus activos (*i.e.*, deudores y tenedores de las acciones). En otras palabras, el ahorro empresarial es igual a las ganancias retenidas por el conjunto de las empresas de la economía.

El ahorro de las empresas tiene un papel crucial en la dinámica económica capitalista. La mayor parte de la acumulación de capital de las empresas se financia a partir de ganancias retenidas. Kalecki fue el primero en señalar este aspecto y fue confirmado por estudios de Locke Anderson (1964), Victoria Chick (1993) y, recientemente por Marilyn Polena. El ahorro empresarial mediante su influencia en el gasto de capital es un factor crucial en la dinámica capitalista, o sea, en la inflación empleo y fluctuaciones cíclicas. Eso se vuelve más aparente si reescribimos la ecuación (1):

$$S_E \equiv I - S_H + (G-T) + (X-M) \quad (2)$$

A fin de simplificar esta exposición igualamos a cero  $(G-T) + (X-M)$ , a partir de lo cual aparece una identidad donde las ganancias retenidas por las empresas ( $S_E$ ) son idénticas a la inversión menos los ahorros de los hogares:

$$S_E \equiv I - S_H$$

Detrás de esta identidad de ingreso nacional hay una relación causal que se vuelve aparente cuando se revisan los componentes de la ecuación que permiten determinar cuales variables son afectadas por las decisiones de las empresas. "Ahora está claro que las (empresas) pueden decidir... invertir más en un período de corto plazo en comparación al anterior, pero [las empresas] no pueden decidir incrementar sus ganancias. Entonces, sus decisiones de invertir están determinadas por las ganancias (retenidas) y no a la inversa" (Kalecki, 1943 pp. 48-49). Este planteamiento proviene del análisis del flujo circular de ingresos, el cual es presentado a los estudiantes cuando son introducidos a la macroeconomía. Estos, empero, en gran medida han sido olvidados y, peor aún, desestimado cuando llegan a ser economistas.

Una implicación de este planteamiento es que la inversión determina el ahorro. En la anterior formulación de Steindl, la inversión determina las ganancias retenidas de las empresas. Sin embargo, el ahorro de los hogares es una barrera financiera a las ganancias retenidas, en tanto, el ahorro empresarial sólo podrá retener las ganancias retenidas, cuyo volumen es igual a la diferencia entre la inversión de las empresas y el ahorro de los hogares. Sí; el ahorro de los hogares excede el nivel de inversión, entonces el ahorro de las empresas se convierte en un déficit financiero neto. De esta manera, el ahorro es igual a la inversión en todo momento. Pero, en la práctica, el factor que iguala a ambas variables no es la tasa de interés (como muchos libros de

texto plantean) sino las ganancias netas retenidas o el déficit financiero del sector empresarial.

De acuerdo con Kalecki, la relación entre ahorro de los hogares y el superávit o déficit financiero tiene un rol clave en el ciclo de negocios. Si la inversión se reduce por debajo del nivel de ahorro de los hogares, las empresas se encuentran en una situación donde los egresos por pagos de costos y deudas a los dueños de sus pasivos es mayor a sus ingresos. Por consiguiente, las empresas se verán obligadas a pedir prestado para cubrir el déficit y, el aumento del endeudamiento, a su vez, tenderá a reducir aun más la inversión.

Kalecki argumentó que esto es causado por la 'inelasticidad del ahorro' en relación a la inversión (Kalecki, *ibid*). En otras palabras, cuando cae la inversión no afecta inmediatamente las remuneraciones de los receptores de altos ingresos que representan la mayor parte del volumen del ahorro. El continuo ahorro de estos sectores impide que el dinero arrojado por las empresas al proceso de producción retorne hacia ellas a través de ganancias por ventas en mayor proporción que sus costos de producción y financieros. Estas situaciones inesperadas se enfrentan como déficit financieros que deprimen la inversión y generan una recesión económica que sólo se revierte cuando el ahorro de los hogares cae por debajo del nivel de inversión.

En el trabajo pionero de J. Stendl, *Maturity and Stagnation in American Capitalism* se discute detalladamente el ahorro de los hogares y, se resalta que este proviene del ingreso de los rentistas y de la clase media (Steindl, 1952, pp. 113-121). El ingreso de los rentistas se obtiene de la intermediación bancaria y de las instituciones financieras que diversifica los portafolios y, consecutivamente, estabiliza dichos ingresos. Por consiguiente, el ahorro de los rentistas no se afecta significativamente por un aumento del déficit financiero empresarial. Puede señalarse que sólo algunos inversionistas "humildes", cuya riqueza no permite la diversificación de los portafolios, encuentran que su ingreso es modificado por dificultades empresariales financieras. Ello no es muy significativo porque este tipo de inversionistas son marginales.

El resto de los ahorros de los hogares proviene de la clase media compuesta por empleados de la administración pública, de la educación, de profesiones liberales y, en el presente, de manera relevante, por la burocracia empresarial, relacionada con la administración financiera, industrial y de las corporaciones comerciales. Este grupo social está desconectado del ciclo industrial-comercial y, por tanto, no se ve afectado por las variaciones del sector real. Incluso, si las administraciones de las corporaciones financieras, industrial y comercial son suficientemente grandes, pueden aislar el ingreso

de sus directivos de las fluctuaciones industriales mediante la diversificación de los negocios de las corporaciones.

Un ahorro alto y estable de la clase media impone un umbral, obligando a las empresas a endeudarse de manera anticipada, cuando el gasto en capital fijo se aproxima a dicho umbral y, posteriormente, se sitúa por debajo de éste. En contraste, una deuda no anticipada en la que, por ejemplo, se incurre para financiar y expandir la producción, provoca que las deudas no anticipadas sea una señal de sobre-optimismo de la empresa en su planificación de las empresas. Las empresas reaccionan a la “deuda forzada” reduciendo su gasto, particularmente, posponiendo el gasto de la inversión (es mucho más difícil reducir los costos de la producción corriente) y usan el dinero ahorrado para pagar deudas pendientes. Esto provoca un alargamiento de la crisis industrial porque reduce la inversión por debajo del umbral de ahorro de los hogares. Consecuentemente, la inversión total se reduce por un monto superior al umbral de ahorro de los hogares generando sucesivas reducciones de la inversión. Esta crisis se prolonga hasta que los proyectos del sector público o, la inversión de reposición (depreciación) inducen a un incremento de la inversión.

La prolongada crisis industrial de Gran Bretaña y Estados Unidos, durante las décadas de 1950, 1960 y 1970, fue una típica manifestación de las dificultades que enfrentó la industria –en dicho período estas fueron atribuidas a la falta de competitividad de estos países frente a los productores del Este-Asiático– a la codicia de los sindicatos, etcétera. Sin embargo, estas crisis se debieron a la frugalidad de las clases medias que tenían presente la memoria de la Gran Depresión y a los problemas enfrentados durante dicho período.

Esta situación se modificó en la década de 1970 con eventos que conformaron la base de un nuevo ciclo financiero. La proliferación de crédito no regulado (notablemente en los euro-mercados) y, la expansión crediticia con base en colaterales, valores crecientes, debilitaron la regulación financiera y crearon en el mercado financiero un nuevo espíritu de competencia e innovación bancaria. La legislación expandió considerablemente el campo de acción de los fondos de pensiones, parcialmente bajo el argumento que generarían más financiamiento a la inversión industrial y, por consiguiente, reactivarían la industria de estos países. Como se sabe, la industria no revivió. Empero, se señala que el influjo de los fondos de pensiones y su inversión en títulos financieros indujeron un prolongado *boom* financiero. A su vez, removió las restricciones del crédito a la vivienda, lo cual provocó el aumento del precio de éstas.

## 2. La teoría de la inflación de los precios de los activos<sup>2</sup>

Los sistemas de equilibrio general utilizados comúnmente para analizar el mercado de títulos ignoran lo que Minsky identificó como el “proceso de mercado” que tiene lugar en dicho mercado. Los precios que se fijan en este mercado no permiten igualar la oferta y la demanda, excepto en un sentido nocional. De hecho, los precios suben cuando la demanda por valores financieros (influjos, nota del traductor) excede la cantidad de dinero que compradores y vendedores de esos valores financieros están preparados a retirar del mercado (reflujos, nota del traductor). Adicionalmente, cuando los precios aumentan, la demanda de títulos sube en vez de caer porque están acompañados por una demanda especulativa de activos, la cual genera ganancias al capital.

Sin embargo, no todos los valores son iguales y, por consiguiente, sus precios no varían en la misma proporción. Los precios de los títulos y bonos de corto plazo generalmente son iguales al precio de repago, o sea, no difieren de los términos de los bonos. Cuando se aproxima la fecha de su repago, el precio de mercado se iguala al precio de repago. El precio de mercado de los bonos puede exceder el precio de repago por un pequeño margen que refleja la diferencia entre los intereses pagables sobre esos bonos y el interés pagable sobre de nuevas emisiones de bonos equivalentes. Así, el exceso de demanda afecta fundamentalmente las acciones (acciones comunes) que no tienen valor fijo de repago (títulos de renta variable, nota del traductor).

La mayoría de los títulos emitidos por intermediarios financieros son adquiridos por otros intermediarios financieros; por consiguiente, estas emisiones no constituyen una expansión neta de créditos o, de las hojas de balance de los negocios no financieros, tal que extraería del mercado el exceso de flujos netos de dinero.

Los sectores no financieros que retiran dinero del mercado son los gobiernos y las corporaciones. El monto del financiamiento que los gobiernos pueden retirar de los mercados está limitado por una posición fiscal (*i.e.*, por el balance entre el ingreso y el gasto del gobierno). Por tanto, un exceso de demanda por títulos, como el que ocurrió en Gran Bretaña y Estados Unidos, generado a consecuencia del inicio de las operaciones de los fondos

---

<sup>2</sup> basada en la teoría de la inflación del mercado de capital contenida en Toporowski (1993, capítulo 3) y 2000 (parte 1).

de pensiones, provocó un mayor impacto (directo) sobre las operaciones de la hoja de balance de las corporaciones. Durante los años ochenta, las corporaciones que emitían títulos en los mercados de capital descubrieron que podían hacerlo a precios bajos. Específicamente, en el contexto de inflación del mercado de capitales, podían emitir títulos no sólo para obtener ingresos mediante dividendos que es pagada por las empresas, sino también por las ganancias del capital que no son pagadas por la empresa, sino por otros compradores del mercado accionario.

Como resultado del exceso de demanda de los títulos, las corporaciones empezaron a emitir capital en exceso a sus necesidades de financiamiento a las operaciones industriales y comerciales. En el pasado, las empresas evitaron la sobre-capitalización por el peligro de “dilución” de las ganancias (compartir un monto dado de dividiendo entre más accionistas) o, los directores temían perder control sobre la empresa. Empero, en la actualidad los principales accionistas son instituciones cuyos portafolios altamente diversificados son sub-contratados a fondos de administración profesionales y, tasados con base en un retorno financiero con reducida intervención de los directores que dirigen las compañías. En su mayoría los administradores de fondos están tan diversificados que su interés por las empresas, son eminentemente de carácter financiero. A su vez, las nuevas técnicas de remuneración gerencial han generado una tendencia de reemplazar el pago relacionado a la ganancia por pagos conectados al precio de la acción por opciones basadas en acciones. Estas nuevas técnicas de administración de deudas y la remuneración mediante opción de activos ha removido inhibiciones sobre la sobre-capitalización de las empresas.

El exceso de capital ha desplazado los préstamos bancarios por capital de largo plazo barato. Ello, además, tiene la ventaja de incrementar las ganancias antes de impuestos reduciendo el costo por intereses. Debe señalarse que, cuando el capital en exceso no ha sido usado para reducir deuda se emplea para comprar activos financieros de corto plazo. Alternativamente, el capital en exceso puede ser utilizado para comprar y vender empresas. Por tanto, podemos señalar que desde 1980 ha tenido lugar un amplio festival de fusiones, adquisiciones y reestructuraciones de las hojas de balances. Ello se conoce como financiamiento corporativo.

La gran pregunta es qué paso con los propósitos de reanimación de la actividad industrial planteada a fines de la década de 1970 cuando se argumentó que los fondos de pensión generarían capital disponible de largo plazo para financiar la inversión industrial. En términos generales, estas ilu-

siones no se han materializado. Las economías de Gran Bretaña y Estados Unidos tienen una inversión industrial débil, lo cual es más o menos obvio para aquellos que han seguido los cambios recientes en las finanzas corporativas. Las grandes corporaciones, responsables de la mayor parte de la inversión privada tienen capital en exceso y, la mayor parte de sus actividades ha girado en torno a la reestructuración de la hoja de balance (comprando y vendiendo activos financieros, emitiendo y repagando obligaciones). Este tipo de movimientos incrementa la exposición del riesgo financiero de las grandes corporaciones, lo cual requiere incrementar el monto de activos líquidos (depósitos a corto plazo, tenencia de papel financiero). Ante una situación de exceso de liquidez, las empresas repagan deudas existentes y, por ese medio aumenta de inmediato sus ganancias. En efecto, esta es una manera más segura y rápida de elevar las ganancias en comparación a los procesos prolongados e inciertos de inversión de capital fijo (planta y equipo). De hecho se puede señalar que la regeneración industrial es un sueño de los ingenieros que los directores financieros se han encargado de contener con el argumento irrefutable que, la única realidad viable es la reestructuración financiera de la hoja de balance.

La sobrecapitalización de las empresas provocó un aumento de la fragilidad bancaria. Antes de la década de 1970 las corporaciones eran los prestatarios más confiables de la banca. Posteriormente, éstas se dieron cuenta que podían tomar préstamos mucho más baratos a través de la emisión de su propio papel financiero (papel comercial). Si los bancos querían retener deudas corporativas de las firmas, debían comprarlas en el mercado con rendimientos que no generan ganancias a los bancos, considerando el costo de fondeo del segmento monetario o de capital. La pérdida de sus mejores clientes encaminó a los bancos a negociar derivados con comisiones, mercados de obligaciones de deudas y, préstamos en el mercado inmobiliaria o, hacia otros prestatarios riesgosos que, los bancos, previamente habían tratado con mayor precaución. El efecto global han sido los escándalos de préstamos y ahorro de los primeros años de la década de 1980 hasta la crisis de los mercados inmobiliarios con los créditos *sub-prime* (2007), lo cual ha incrementado la fragilidad bancaria.

### 3. La clase media y la inflación financiera

El incremento del valor real de los bienes y activos financieros indujo modificaciones en el comportamiento del ahorro de la clase media. Anteriormente

la clase media ahorra de manera pasiva, sin mucha rigidez, conectada al planteamiento de la 'Hipótesis de Ahorro del Ciclo de Vida', o la función de consumo de los Nuevos Clásicos, donde parte del ingreso se dirigía al ahorro para sustentar el consumo futuro en la etapa de jubilación. Únicamente una pequeña minoría de la clase alta adinerada utilizó la riqueza como sustituto del ingreso; es decir, las herencias y la riqueza realizada eran utilizadas para sostener el gasto corriente. En la década de 1980 la clase media amplificó la utilización activa de las hojas de balance para generar flujos de efectivo. La inflación financiera permitió el surgimiento de una alternativa "al Estado de Bienestar social para la clase media" que se sustentó en tomar préstamos con base en activos financieros con valor creciente o mediante la venta de activos *inflados*. El sistema de salud privado; pagos por educación, reposición del ingreso de períodos de desempleo, han sido elementos utilizados crecientemente por la clase media para tomar préstamos contra riqueza, cuyo valor ha aumentando convenientemente mucho más rápido que el gasto corriente, o bien, dicha riqueza ha sido vendida.

Si la posesión de activos de largo plazo no se hace efectiva en caso de muerte o jubilación, y son mantenidos por períodos cortos con el fin de obtener ganancias de capital, su movimiento se incrementa de manera inevitable. El uso cada vez más común de la deuda o venta de acciones para cubrir gasto corriente trajo consigo una baja en las tasas de ahorro de los hogares de Estados Unidos y Gran Bretaña hasta niveles insignificantes o negativos. Lo anterior, a su vez, eliminó el umbral del ahorro de las familias, el cual debe ser excedido por la inversión de las empresas a fin de proveer al conjunto del sector empresarial un excedente financiero. En el presente, el monto total del gasto de capital de las firmas es realizado como flujo de efectivo en la forma de ganancias retenidas.

En este contexto, se argumenta que se modificó el ciclo de negocios. Las crisis industriales dejaron de imponer un límite a los auges económicos [*booms*]. Tales crisis han sido eliminadas, principalmente por la sobrecapitalización de las corporaciones. Su función es aumentar la liquidez de las grandes compañías y facilitar el pago de sus obligaciones. Las crisis industriales han sido reemplazadas por crisis de niveles de inversión reducidos que, en términos sociales, son menos traumáticas. Los auges económicos son crecientemente impulsados por el consumo de la clase media, sustentado por ganancias de capital extraídas del mercado de activos inflacionarios. Sin embargo, la inflación en el mercado de activos es resultado de la entrada de influjos crediticios netos a un mercado dado. En un sistema de mercado

descentralizado no existe un mecanismo que asegure que el valor de los activos adquiridos exceda el monto de dinero que los tenedores desean sacar del mercado por un margen suficiente para mantener el valor creciente de los activos.

En el caso de los mercados inmobiliarios existe un límite al monto de deuda adicional en el que el conjunto de las familias está dispuesto a incurrir. A medida que se aproximan a dicho límite, las familias extraen mayores ganancias de capital de los mercados, tanto para mantener el consumo, ante el creciente pago de deudas, como para saldar deudas. En cualquier caso, cuando la tasa de retiro de los créditos del mercado inmobiliario excede el monto de nuevo crédito, se reduce el incremento de los precios de las casas. En general, cuando se revierte la inflación financiera, los mercados de activos dejan de funcionar de manera efectiva como estabilizadores del consumo para la clase media.

Por consiguiente, el auge económico está más marcado por una crisis financiera que por una crisis industrial. Empero, la resistencia del consumo de los países ricos, que es uno de los elementos más estables del gasto total, asegura que las recesiones económicas sean débiles. No obstante, en el largo plazo, el pago de las deudas de las familias o los pagos 'forzados' inducidos por inhabilidad de cancelar las deudas en contra de ganancias de capital puede generar un aumento del ahorro neto de las familias (la hoja de balance entre ingreso y gasto en consumo). El ahorro positivo de las familias no neutralizado por un gasto mayor de inversión en capital fijo por parte de las compañías, reduce el flujo de ganancias retenidas e incrementa el endeudamiento forzado (véase ecuación 2). De esta manera, el incremento de la deuda de las familias transmite fragilidad financiera al sector corporativo.

#### 4. Conclusiones: la influencia social de las finanzas

La estabilidad económica relativa de los países capitalistas *financiarizados*, señalada anteriormente, no debe ser interpretada como una nueva era de estabilidad y prosperidad del capitalismo. La reciente crisis del mercado inmobiliario ha revelado las limitaciones que tienen las familias al depender de un endeudamiento creciente, año tras año, con el propósito de sostener al mercado inmobiliario. Este trabajo se ha concentrado en los factores domésticos y de las clases sociales del capitalismo *financiarizado*, aparentemente más estable. No han sido consideradas las consecuencias del declive de la industria en las economías *financiarizadas*, donde la manufactura es la principal

victima de la inflación financiera. Tampoco se ha discutido el impacto de la inflación financiera que Estados Unidos y Gran Bretaña han inducido para mantener sus monedas con activos inflacionarios con sus consecutivos desequilibrios macroeconómicos, resultado del débil comportamiento industrial en estos países. Existen otros factores domésticos de gran preocupación generada por esta situación, entre los cuales tenemos:

- a) La humanidad se ha convertido en apéndice de los mercados de activos financieros. A medida que las remuneraciones generadas por el empleo se han vuelto más volátiles, aquéllas con base en bienes inmuebles son cada vez más dependientes de las ganancias de capital provenientes del mercado de activos inflacionarios para mantener los estándares de consumo (véase *d*), más adelante), asegurando un futuro con remuneraciones más precarias, generadas por el empleo. Las expectativas de inflación en los mercados de activos financieros adquieren un papel dominante en las expectativas económicas racionales de los individuos con bienes inmuebles. Del mismo modo, las expectativas de adquirir bienes inflacionarios se constituyen en el foco objetivo de las ambiciones económicas de aquellos que no poseen propiedades. El desarrollo profesional, la educación o la profesionalización ocupan un lugar secundario en la búsqueda de ganancias de capital a medida que los burócratas del Estado de Bienestar son balcanizados. Ello permite que los activos del sector público sean canalizados al mercado de activos financieros, para realizar ganancias financieras y reemplazar los ingresos tributarios para sufragar los costos de la administración pública (véase *c*) y *f*), más adelante). En el sector privado emerge una nueva fuente de alienación en la medida que la producción se hace incidental ante el cada vez más lucrativo negocio de la reestructuración de las hojas de la balance (sección 2 más adelante). Un capital inmensamente mayor, y de manera más acelerada, puede ser volcado rápidamente a los mercados inmobiliarios y los activos financieros, mientras que el pedestre empresario de la producción está limitado por técnicas de producción y recetas que indican cómo pueden ser combinados y procesados los diferentes ingredientes. Se ha vuelto residual el honor del productor sobre el producto o el servicio, en el cual incorporan su trabajo, debido a la fragmentación por la especialización y el mecanismo de producción capitalista. La ambición profesional o la actitud hacia el trabajo están sujetas a una mayor melancolía que la artesanía medieval. En nuestra humanidad el factor común es una mayor preocupación por el valor de los activos que por el trabajo y el hogar.

- b) Los bancos de inversión ejercen la hegemonía intelectual. El aparente éxito de los mercados financieros inflacionarios contrasta con el comportamiento rezagado e insuficiente de la inversión industrial. En este contexto, lejos de concentrar recursos en la renovación industrial, la innovación financiera se concentra en la movilización financiera de flujos para sostener el incremento del precio de los activos. En una era financiera, las finanzas financian mayoritariamente a las finanzas. La concentración de recursos financieros en la adquisición de títulos financieros induce a una inflación financiera. Dicha inflación determina la reputación de los bancos de inversión, cuyos consejos y decisiones son los responsables de la concentración de recursos en la compra de activos financieros. La inflación financiera es atribuida al conocimiento superior de estos *agentes financieros*. Ello, por supuesto es falsa ilusión, como Keynes mostró en su famoso análisis del comportamiento de la inversión (Capítulo 12 de sus *Teoría General*, Keynes, 1936), los incrementos y las reducciones de los precios pueden ser resultados de concertaciones previas.
- c) Hay un creciente engaño sobre la frugalidad exitosa de la clase media. En cualquier estudio científico sobre el comportamiento de las economías de mercado se debe distinguir entre las experiencias y las apreciaciones de las personas y el proceso de mercado que genera tales percepciones y apreciaciones. Las personas que se benefician de la inflación financiera sólo tienen la experiencia de comprar los activos financieros que genera una ganancia de capital y, están desligados del proceso que introduce el dinero al mercado de capitales y permite la realización de las ganancias. Por consiguiente, las ganancias de capital se consideran resultado “natural” de una compra previsoras y bien calculada de activos y, no de un proceso de inflación financiera generalizada. De esta manera, la clase propietaria sucumbe a la cómoda ilusión cuidadosamente cultivada por los asesores financieros e intermediarios, cuyas previsiones y perspicacia les aseguran sus ganancias. De hecho, la situación es opuesta en tanto que los beneficios de las propietarias se obtienen de mercados inmobiliarios inflados y son ganancias de capital de riqueza en vez de ahorro acumulado generador de ahorros.
- d) El surgimiento de los mercados inmobiliario y de activos financieros inflacionarios como el “Estado del Bienestar de la clase media”. El mercado de activos inflacionarios actúa como un Estado Benefactor en tanto dicho mercado socializa el riesgo generado por estos activos. El mercado inflacionario permite a los tenedores de estos activos reasegurar cada activo y

pasivo con pasivos extraordinarios provenientes de problemas de salud, vacaciones, cuotas escolares, la compra de casas o el pago de una deuda no prevista. Estos pasivos extraordinarios pueden ser acomodados en dichos mercados retirando dinero que es introducido por quienes adquieren dichos activos. La consecuencia política de lo anterior es enajenar a los propietarios del sistema de bienestar social que provee el Estado, por el cual contribuyen más de lo que obtienen. Esta separación está detrás de las demandas de los contribuyentes de la clase media que reclaman la reducción del costo del Estado Benefactor y que se concentre en aquellos que “realmente lo necesitan”. A su vez, tal concentración refuerza la enajenación de la clase media del sistema estatal.

- e) La marginalización de aquellos sin riqueza. Estos pueden ser propietarios de viviendas en lugares donde los poseedores de riqueza no deseen vivir o, en lugares donde los poseedores de riqueza adquieren sus viviendas. Cuando los poseedores de propiedades deciden transferir su capital al mercado inmobiliario tiene lugar un aumento de precios que obliga a los jóvenes e inmigrantes a vivir en condiciones de sobre-hacinamiento porque las viviendas se convierten en un incentivo a los propietarios en vez de estar disponible al conjunto de la comunidad. La no posesión de propiedades margina a dichos sectores de la oportunidad de operar hojas de balance activamente: las deudas tienen mayores posibilidades de financiar el consumo corriente en vez de activos inflados. Las clases sociales de menor ingreso, en contraparte a las clases sociales de mayor ingreso, no puede consumir por arriba de sus ingresos. La desigual distribución del ingreso realza la diferencia creciente entre las hojas de balance de los ricos y de los pobres. Por consiguiente, la inflación financiera no es un mero desvío de equilibrio de los modelos estandarizados del capitalismo. Es un cambio del carácter del capitalismo y del rango de opciones que las empresas individuales y los individuos enfrentan. En otras palabras es una opción mejorada para el consumo.
- f) La administración estatal de la beneficencia social es un sistema de prosecución a la pobreza. Mientras que el Estado de Bienestar puede proveer un ingreso mínimo a los pobres, lo hace con un grado creciente de intimidación y amedrentamiento institucional. Institucionalmente ello está diseñado para que los demandantes de servicios sociales se independicen financieramente; aunque su objetivo más genuino es asegurar a los grandes propietarios que pagan impuestos, en tanto que los demandantes son penalizados por su imprudencia de no tener propiedades que los respal-

de (nadie penaliza a la clase adinerada por su imprudencia de vivir con una renta proveniente de ganancias de capital). Esta es una consecuencia natural del sistema de Estado Benefactor que ha dejado de ser integral debido a que la clase media ha optado estar fuera de él.

### Bibliografía

- Anderson, W.H. Locke (1964), *Corporate Finance and Fixed Investment: An Econometric Study*, Cambridge Mass.: Harvard University Press.
- Chick, V. (1993) 'Sources of Finance, Recent Changes in Bank Behaviour and the Theory of Investment and Interest' in P. Arestis (ed.), *Money and Banking: Issues for the 21st Century*, London: Macmillan.
- Kalecki, M. (1943), *Studies in Economic Dynamics*, London: George Allen and Unwin.
- Keynes, J.M. (1936), *The General Theory of Employment Interest and Money*, London: Macmillan, 1936.
- Steindl, J. (1952), *Maturity and Stagnation in American Capitalism*, Oxford Institute of Statistics Monograph núm. 4, Oxford: Basil Blackwell.
- Steindl, J. (1982), 'The Role of Household Saving in the Modern Economy' *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, núm. 140, March.
- Steindl, J. (1989), 'Saving and Debt' in A. Barrère (ed.), *Money, Credit and Prices in Keynesian Perspective*, London: Macmillan, 1989.
- Toporowski, J. (1993), *The Economics of Financial Markets and the 1987 Crash Aldershot*, Edward Elgar.
- Toporowski, J. (2000), *The End of Finance: The Theory of Capital Market Inflation, Financial Derivatives and Pension Fund Capitalism*, London: Routledge.