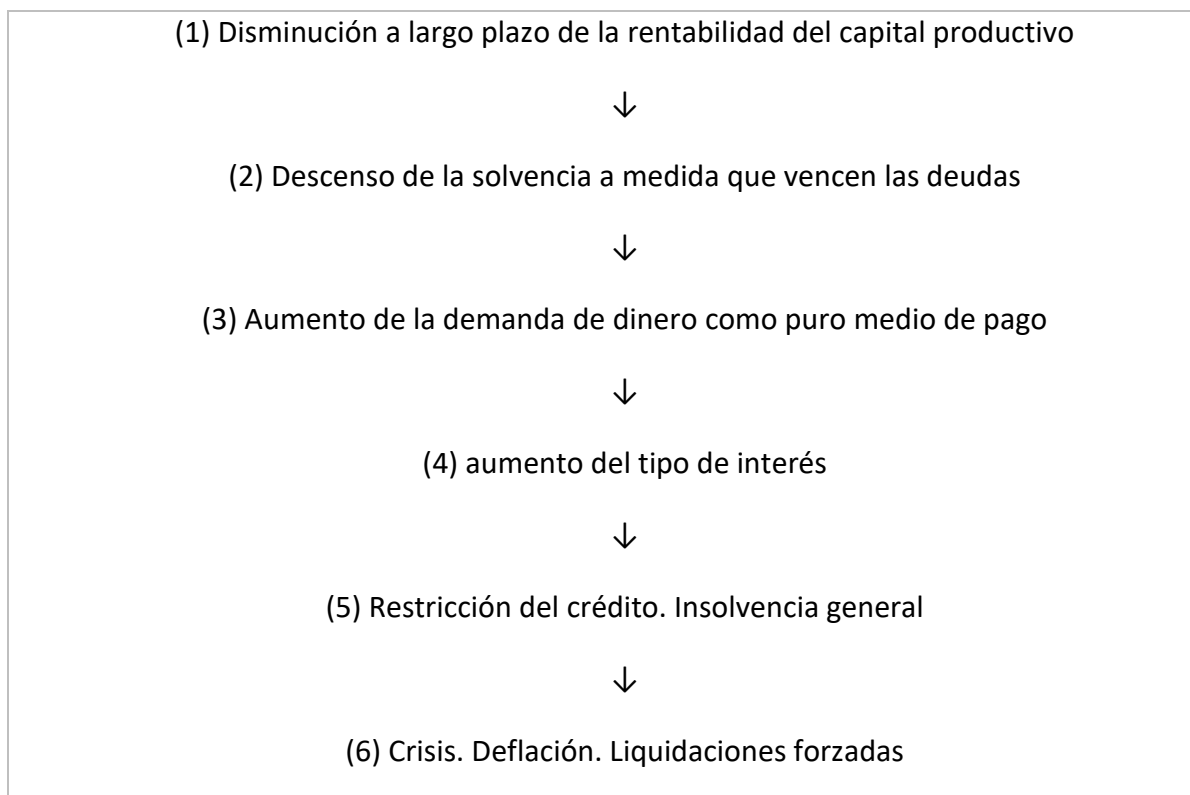


Crisis financiera: Teorías.

El poderoso aumento de la especulación financiera y monetaria desde finales de los 70, que ha llevado a la economía mundial a un estado de creciente fragilidad financiera, ha traído a primer plano la urgencia de análisis empíricos y teóricos de las finanzas y el crédito, sobre todo entre economistas marxistas, clásicos y postkeynesianos. Monetaristas y neoclásicos se han limitado hasta muy recientemente a fingir que no veían lo que estaba ocurriendo, como parte esencial de su propaganda de que un desastre financiero como el de 1929-30, no sólo no podía repetirse, sino ni siquiera perfilarse en el horizonte. En realidad, la fragilidad y las crisis financieras no son un fenómeno nuevo, como tampoco los intentos de analizarlas, que analizaremos aquí, en relación con la nueva fase crítica que atraviesa el capitalismo contemporáneo.

Karl Marx. Las crisis financieras son para Marx un producto de la existencia y del desarrollo del sistema crediticio. La existencia del dinero implica la *posibilidad* de la separación espacio-temporal entre la venta y la compra de las mercancías, pero tal posibilidad permanece latente hasta que no se desarrolla sobre esa base una circulación puramente crediticia basada en cadencias temporales definidas. La evolución de un sistema crediticio autónomo y de un mercado de dinero y de capitales monetarios implica la posibilidad de disociación de la dinámica de la renta de los capitalistas monetarios (*intereses*) respecto de las de los capitalistas productivos (el *beneficio*), y con ello la potencial insolvencia de estos últimos. Marx define las crisis financieras como situaciones de iliquidez general, y hace depender su explosión, en última instancia, del descenso a largo plazo de la tasa de ganancia. Sin embargo, el mecanismo que debería conectar los dos fenómenos, descrito en el volumen III de *El Capital*, está lejos de ser claro, por su drástica afirmación de que las crisis financieras están determinadas por un parón imprevisto en la práctica del crédito, que habría llegado “más allá de los límites fisiológicos” del aumento vertiginoso de una DD que no busca inversiones sino hacer frente a deudas ya vencidas. La aceleración de la demanda de medios de pagos comporta una alza del tipo de interés, ligado al movimiento de las reservas bancarias, que puede

acabar superando el nivel de la tasa de ganancia bruta. La política del Banco Central -- analizada por Marx en relación a la controversia entre la *Currency School* y la *Banking School*-- puede aumentar la disponibilidad momentánea de moneda, y la tasa de liquidez, alejando el peligro de un hundimiento generalizado; circunstancia ésta muy relevante, en la que muchos ven aspectos comunes con la teoría keynesiana. Podemos resumir así la cadena causal implícita en la teoría de Marx:



Esta teoría marxiana se ha reemprendido sólo recientemente, y por un número pequeño de autores, aunque muchos se limitan a afirmar vagamente una relación entre la caída de la tasa de ganancia y la crisis. Pero la reducción gradual de la tasa de ganancia no puede provocar *por sí misma* ninguna detención del proceso de acumulación, y mucho menos una crisis financiera de alcance general. Como máximo, puede tender lentamente a reducir la tasa de acumulación, al bajar el límite teórico de ésta. Por tanto, está abierta la cuestión de cómo se pasa de (1) a (2).

Makoto Itoh. A este autor corresponde el mérito de haber afirmado con precisión dos cosas: a) que sin crisis financiera no puede haber un parón de la acumulación en la esfera productiva y comercial; b) que la conexión entre (1) y (2) en el cuadro anterior, aun siendo crucial, no resulta evidente en el tratamiento de Marx. El complemento que propone es el aumento de la especulación, elemento presente en *El Capital*, pero no integrado con el resto de la obra. Itoh considera que el *crédito comercial* –el que se conceden mutuamente los capitalistas industriales y comerciales– es la base de todo el sistema crediticio, en el que los bancos desempeñan la función de instituciones de *descuento cambiario*. En fases de expansión, con precios *crecientes* de las mercancías, se alcanza un punto en el que las mercancías comienzan a adquirirse con el propósito, no de ser revendidas en el circuito comercial, sino de almacenarlas para el caso de *acelerarse* el movimiento ascendente de los precios y obtener así ganancias *a corto plazo*. Esta financiación crediticia *especulativa* aumenta la demanda de capital monetario más allá del nivel fisiológico, elevando el tipo de descuento (y de interés) bastante por encima de la tasa de ganancia corriente, a la vez decreciente a causa de la presión salarial, con la consiguiente aparición de problemas a la hora de devolver regularmente el flujo de pagos a su debido vencimiento. La fenomenología que sigue luego está ya apuntada en el cuadro anterior.

Hyman P. Minsky. La extensión de una teoría del tipo Itoh al crédito de inversión y a la especulación de títulos (el conjunto del *capital ficticio*) toma en este autor forma de una reinterpretación y acabado de la teoría keynesiana de la acumulación. Minsky parte del supuesto de que el crecimiento capitalista es esencialmente inestable, ya que en él operan procesos *internos* que tienden a transformarlo en un *boom* especulativo caracterizado por una creciente *fragilidad financiera*. Por ésta entiende un estado en el cual cualquier acontecimiento, aun el más nimio, puede generar una cadena general de insolvencias y liquidaciones forzosas. El grado de fragilidad lo determinan la situación financiera media de las unidades económicas, el nivel de liquidez y la cuota de recurso al crédito para financiar las inversiones. El factor dinámico crucial es el endeudamiento *creciente* de las unidades económicas por el aumento de la inversión en la fase de expansión, aumento determinado por el hecho de que deudas mayores implican para los

capitalistas mayores beneficios en virtud del “teorema de Kalecki”, según el cual “los trabajadores gastan lo que ganan, mientras que los capitalistas ganan lo que gastan”. El resultado final de esta carrera de deudas es una reducción progresiva de la liquidez, y al mismo tiempo la aparición de posiciones financieras deterioradas (uso del crédito para hacer frente a problemas de liquidez inmediatos; uso del crédito para refinanciar el pago de los intereses). Se extiende la parte de la demanda de capital monetario que es insensible a los cambios en el tipo de interés: el tipo de interés sube también de forma acelerada. El número de insolvencias y quiebras aumenta, haciendo cada vez más real el peligro de una cadena universal de deflación en las deudas. La tendencia al crecimiento de los tipos de interés produce tres importantes efectos: a) las obligaciones de pago al contado tienden a superar los ingresos; b) el valor de mercado de la actividad (a largo plazo) tiende a disminuir en relación con los pasivos (corto plazo); c) los prestamistas de capital monetario tienden a contraer de forma imprevista el volumen de crédito disponible.

Martin H. Wolfson. Trata de unir un análisis empírico preciso de las crisis financieras de los EEUU de posguerra con un modelo teórico que combina influencias de Marx con el análisis de Minsky de la fragilidad financiera. El telón de fondo es la teoría del descenso tendencial de la tasa de ganancia, pero el mecanismo de las crisis financieras se origina en la divergencia entre las obligaciones (derivadas del servicio de la deuda) de los capitalistas productivos y sus beneficios brutos. Según Wolfson, al acercarse al punto superior del ciclo, y debido a la aceleración en la disminución de la tasa de ganancia, se deterioran las condiciones financieras de las empresas, y sus ingresos brutos ya no satisfacen las obligaciones de pago. La respuesta es un creciente recurso al crédito bancario (y/o al mercado de obligaciones) a corto plazo, pero no para proseguir con las inversiones, sino para hacer frente a los vencimientos acumulados. Como consecuencia, los bancos ven aumentar los impagados y reducirse sus reservas. La política monetaria del Banco Central se restringe, dejando a los prestamistas en la desagradable situación de afrontar a la vez mayor demanda de crédito (por parte de los deudores menos solventes) y menores reservas. Los bancos reaccionan cortando en seco el crédito para los clientes nuevos o

menos importantes, y se concentran en los tradicionales (especialmente grandes sociedades). Al tiempo, alteran la estructura de su cartera reduciendo en su activo las inversiones en títulos respecto a los préstamos de capital monetario, y recurriendo en su pasivo a fondos como los certificados de depósito, que tienen coeficientes de reserva inferiores. Todo ello aumenta la inseguridad general puesto que este tipo de fondos no está asegurado y es muy volátil. En un contexto así, *cualquier suceso imprevisto puede desencadenar una crisis financieras originada por una cadena de insolvencias que interrumpe el abastecimiento normal de crédito*. Cuando se inicia un suceso de este tipo, se tiende a una intensa, casi desesperada, búsqueda de liquidez que hace necesaria la venta forzosa, y pone fuera de juego al mercado financiero. La fase aguda de la crisis financieras comienza a pasar con la reducción de la intensidad de la demanda de liquidez, sobre todo mediante la acción del BC como proveedor de reservas líquidas de última instancia. Sin embargo, este tipo de acciones no es capaz de eliminar la vulnerabilidad de la economía, que sólo puede superarse con la mejora en la rentabilidad, fuente última del aumento regular del crédito.

E. Ray Canterbury. En una contribución basada en las experiencias de las administraciones Reagan y Bush (padre) y en la crítica de la tristemente célebre *Reaganomics*, Canterbury ha propuesto una interpretación original de la crisis financiera, como crisis generada por un “efecto Casino”, una forma especial de fragilidad financiera, en la estela de Minsky y Marx. Parte de la comprobación de que la contabilidad nacional infravalora gravemente el ahorro –al omitir las variaciones de valor nominal de los *activos* financieros, objeto fundamental de la actividad especulativa–, e interpreta la permanente reducción de los tipos impositivos marginales sobre las rentas altas (con Reagan, aunque iniciada con Carter) como una leva forzosa para la creación de liquidez (ahorro) con fines especulativos. Como las transacciones y rentas derivadas de la actividad financiera escapan a la limitada percepción de la contabilidad nacional estándar, todo el sector financiero (bancos, cajas de ahorro, *brokers*, que son empresas que detentan pasivos que son activos de *otras* empresas e individuos) se benefician de ello. Éste es el fundamento del “efecto Casino”. Una vez puesto en marcha, el crecimiento del valor nominal de los

activos financieros y mobiliarios tiende a asumir carácter *exponencial*, perdiendo rápidamente cualquier relación con los valores de los *stocks* físicos. Un fenómeno así se observa desde finales de los 70. Las consecuencias del “efecto Casino” se notan en el crecimiento inmanente de la cuota de los intereses en la Renta Nacional (única categoría de renta que creció en los 80/90), y en la evaporación de la liquidez crediticia, descenso éste que ha provocado la virtual extinción del sector de las cajas de ahorro, y ha amenazado terriblemente al sector de seguros y a todo el sistema bancario.

1929-1930. En la historia del capitalismo moderno, con más de treinta ciclos cortos desde 1850, sólo hubo una ocasión en la que una crisis financiera sirviera de prólogo a una depresión económica de amplio alcance. La sucesión de acontecimientos que condujo al hundimiento de *Wall Street* (octubre de 1929), a la parálisis crediticia de unos meses más tarde, y finalmente a la depresión más aguda registrada hasta el presente, es seguramente el material experimental más interesante que tenemos. No es casual que en los últimos tiempos haya aumentado tanto el interés por el periodo 1929-30. La conexión entre la hiperspeculación de 1921-29 y la caída de los valores nominales de los títulos se dio siempre por supuesta, pero el mecanismo concreto es difícil de desvelar (hasta el punto de que algunos aseguran que hundimiento financiero y depresión son fenómenos adyacentes en el tiempo pero separados funcionalmente, y, según otros, el nexo causal no va de las finanzas al sector productivo sino al revés).

Tabla 1. EEUU: Destino del capital monetario prestado. 1920-1929.

	Préstamos sobre títulos (% del total)	Préstamos sobre títulos (% del total de préstamos e inversiones)	Inversiones en títulos de Sdades. (% de la inversión total)
1920	31	22	Nd
1922	35	25	Nd
1924	36	26	Nd

1926	40	29	40
1928	44	30	42
1929	45	34	42

Problemas actuales. Hemos vivido décadas de estancamiento económico relativo – interrumpido por algunos años de crecimiento y también por dos recesiones mundiales, y una más que posible tercera contracción productiva, aun más violenta– y de emergencia de una burbuja especulativa cuya explosión, ya comenzada, puede borrar en el próximo futuro cualquier recuerdo del pasado. Con varias crisis financieras y entre inquietudes continuas más o menos fundadas, la actividad especulativa se ha mantenido muy elevada, generando una PE regresiva impuesta en todos los países *sin excepción y sin verdadera oposición*. La muy notable subida de la cotización de los títulos, la extensión del crédito con fines especulativos, las espectaculares oscilaciones en los tipos de cambio, la subida de largo plazo de los tipos de interés reales, la débil recuperación de la rentabilidad del capital (rápidamente empeorada en los dos últimos años), ...son todos elementos que la dinámica de los 80/90 tiene en común con la evolución observada en los 20. A esto se añade un rasgo más bien preocupante: un endeudamiento total más elevado en relación con la renta bruta, un riesgo más marcado de la deuda ante el corto plazo y la continuación del descenso tendencial de la tasa de acumulación, que parece completamente insensible a los periodos de mejoras, por leves que sean, de la tasa de ganancia general. La idea tradicional keynesiana, en parte compartida por Wolfson, de que la fase aguda de las crisis financieras puede resolverse con la intervención del Banco Central como proveedor final de liquidez, es cada vez menos creíble, dado el creciente desequilibrio de fuerzas entre la capacidad de los movimientos internacionales instantáneos de masas de capital monetario (iguales a unas 25 veces el volumen del comercio mundial) y la limitada liquidez que poseen los Bancos Centrales aislados.

La idea de Marx, brillantemente retomada por Minsky, Itoh y Wolfson, de que un desequilibrio financiero acumulativo tiene que reaccionar finalmente sobre el sistema

productivo, paralizando su sistema circulatorio, está encontrando nueva confirmación y proporcionando la base para una oleada de notables estudios teórico-empíricos sobre un desastre anunciado que estamos ya presenciando.

PAOLO GIUSSANI, MILANO, ITALIA