

EL FACTOR CRÍTICO DE LAS FINANZAS EN LA ECONOMÍA DEL SIGLO XX

JAN TOPOROWSKI*

Resumen

En general, la corriente principal de la economía se ha adherido a dos doctrinas en cuanto al modo como opera el sistema financiero en las economías capitalistas modernas: las finanzas de equilibrio y las finanzas reflexivas. En este artículo, el autor analiza las finanzas críticas en contraste con estas doctrinas, como un enfoque de las finanzas que muestra al sistema financiero como un perturbador de la economía capitalista.

Clasificación JEL: B31, G10, E44

Recibido: 17 de octubre de 2000.

Enviado a dictamen: 19 de octubre de 2000.

Aceptado: 12 de febrero de 2001.

Introducción

En general, la corriente principal de la economía se ha adherido a dos doctrinas en cuanto al modo como opera el sistema financiero en las economías capitalistas modernas. Las finanzas de equilibrio, particularmente notables en el equilibrio general walrasiano y en la teoría “q” de la inversión de Tobin, postula que los mercados financieros y la economía en que operan están ya sea en equilibrio simultáneo o bien determinados por un equilibrio inmanente, de manera que las desviaciones de ese equilibrio son eventualmente eliminadas. Las finanzas reflexivas, de las que podría decirse que las finanzas de equilibrio son un caso especial (el equilibrio general), consideran que las condiciones de los mercados financieros son determinadas por circunstancias de la economía real, es decir, fuera del sector financiero. Un temprano exponente de las “finanzas reflexivas” fue Joseph Schumpeter, que en su *The Theory of Economic Finance* describió un sistema en el que se concede crédito a los empresarios más o menos automáticamente [Schumpeter, 1934, caps. II y IV]. Schumpeter admite la posibilidad de un desplome financiero, por ejemplo en crisis internacionales de fuga de capitales, que ya había observado antes de la primera guerra mundial [*ibid.*: 221], pero para él eran “accidentes desdichados” antes que una tendencia sistemática [*ibid.*: 220-222]. La hipótesis de los mercados eficientes y numerosas teorías de formación del precio de valores (p. ej., el modelo de determinación del precio por arbitraje) son ejemplos recientes de esa visión “reflexiva” de las finanzas. En ambos casos, cualquier inestabilidad que las finanzas lleguen a sufrir no puede ser otra cosa que “correcciones” transitorias, mientras se establece un nuevo equilibrio, o reflejo de cambios subyacentes en la economía real.

Las finanzas críticas podrían definirse, en contraste con esas doctrinas, como un enfoque de las finanzas que no presume que el sistema financiero sea benigno, sino que muestra cómo sistemáticamente perturba el funcionamiento de la economía capitalista moderna y agrava las fluctuaciones de la economía real. Por finanzas se entiende aquí los mercados de valores (acciones y bonos) que dominan las economías de los países industrializados de lengua inglesa y están empezando a dominar en las regiones de Europa y Asia, donde en el pasado era más común la financiación bancaria. Este trabajo sostiene que a lo largo

*Reader in Economic, the Business School, South Bank University. <toporo@sbu.ac.uk>. El autor agradece los comentarios y sugerencias de dos árbitros anónimos.

del siglo XX se ha publicado un conjunto extraordinariamente coherente de teorías críticas de las finanzas, desde Veblen a comienzos del siglo hasta Minsky al final. La coherencia de esas ideas resulta aún más notable teniendo en cuenta dos características notables de ese trabajo. El rasgo más obvio es que algunos de los pensadores que propusieron ideas similares (por ejemplo Irving Fisher y Rosa Luxemburgo, o Thorstein Veblen y John Maynard Keynes) no sabían cada uno del trabajo de los otros, lo que hace pensar en el tipo de coincidencia que según Joan Robinson caracteriza a la comprensión objetiva, “científica”. La característica menos evidente es una confusión acerca del origen de ideas que surgieron con la publicación por Hyman P. Minsky de su libro *John Maynard Keynes*, en el que sostiene que en la visión de las finanzas de Keynes estaban implícitas opiniones que el propio Minsky estaba proponiendo. Como se argumentará más adelante, las ideas de Minsky deben más a Fisher, cosa que Minsky reconoce sin dificultad, y a Veblen, a quien Minsky no menciona en sus escritos. (En una comunicación personal, el profesor Julio López Gallardo dijo a este autor que en conversación con Minsky expresó gran respeto por la obra de Veblen.) Una visión alternativa fue presentada por Charles Kindleberger, quien escribió que la teoría de Minsky es descendiente directa de un modelo, aunque establecido con variaciones personales, de un grupo de economistas clásicos que incluye a John Stuart Mill, Alfred Marshall, Knut Wicksell e Irving Fisher [Kindleberger, 1989: 12]. Mientras que de los autores clásicos citados por Kindleberger todos tienen teorías sobre las crisis financieras; sólo Irving Fisher estableció una visión como la de Minsky, en la cual las finanzas perturban sistemáticamente a la economía.

Tal vez este tipo de confusión, en el caso de las similitudes entre Fisher y Veblen, podría atribuirse a rivalidad profesional, y en los círculos académicos y editoriales siempre hay presión para exagerar la originalidad de determinadas ideas. Sin embargo, en el caso de las finanzas críticas y especialmente en la segunda mitad del siglo XX, la política nacional intervino para desalentar la atribución académica de ideas y sus implicaciones sociales y políticas. John Kenneth Galbraith describiría después con su brío característico las acusaciones de subversión que se dirigieron contra él “por ser malo con el mercado de valores” [Galbraith, 1980: XXIV-

XXVI]. Y en esa época hubo economistas que la pasaron peor. En conversación con este autor en 1986, Minsky dijo que cuando él estaba escribiendo sus primeros trabajos los aspirantes a académicos no alcanzaban puestos permanentes si mencionaban en sus trabajos a Kalecki.

Sin embargo, las ideas de las finanzas críticas son, como se muestra en este trabajo, notablemente consistentes entre sí. Esto no se debe a ningún *geist* hegeliano activo en las mentes de hombres y mujeres tan dispares, sino a que esos pensadores observaron cómo el sistema financiero ha perturbado el funcionamiento de las economías capitalistas en el siglo XX. Esto fue particularmente notable en el caso del *crash* de 1929, y recientemente en el caso de la crisis de la deuda del Tercer Mundo y la subsiguiente serie de crisis de mercados al final del siglo. En las décadas anteriores a la primera guerra mundial no era tan visible, pero se puede afirmar que era igualmente real. En contraste con la línea principal de la economía, los pensadores cuyos trabajos se describen en este estudio no sólo observaron el sistema financiero sino que permitieron que perturbara su siesta. Escribo este artículo con el objeto de perturbar el equilibrio pacífico con que sueñan los economistas de hoy.

Thorstein Veblen

Durante alrededor de un siglo y medio las especulaciones fraudulentas relacionadas con los Mares del Sur y el Mississippi de 1710-1720 desacreditaron al sistema financiero al punto de que, con la excepción de los mercados de bonos del gobierno y unas pocas compañías debidamente constituidas, había llegado a ser casi sinónimo de fraude. Durante esos ciento cincuenta años surgió y floreció la economía política clásica. Por lo tanto no es nada sorprendente que el sistema financiero haya sido considerado por sus consecuencias fiscales y monetarias. Esa preocupación dejó su marca en la ciencia económica del siglo XX en una actitud de que las implicaciones fiscales y monetarias del sistema financiero son más importantes que sus efectos en los balances del sistema empresarial. Esa actitud es evidente incluso en la obra de quien es quizá el más importante teórico de las finanzas críticas en el siglo XX, John Maynard Keynes.

Veblen puede ser considerado como el primer teórico de las finanzas modernas porque su obra marca la primera ruptura con la economía política clásica. Las finanzas eran esenciales para su visión de cómo opera la economía capitalista moderna. Veblen dejó de lado la economía neoclásica no sólo porque era ahistórica, sino también porque derivaba lo que llamaba sus “leyes” de axiomas sobre el trueque. Además, en opinión de Veblen, la economía clásica fallaba también porque su análisis monetario se basaba en el dinero en productos, mientras que la característica crítica de la economía capitalista moderna es el predominio del crédito. El crédito permea prácticamente todas las transacciones en la economía con un significado diferente y consecuencias diferentes de los que esa misma transacción podría tener en la economía de trueque que es el elemento básico de la ciencia económica clásica y neoclásica [Veblen, 1904: 185]. En ese sentido, Veblen fue el primer poskeynesiano. En tres capítulos seminales de su libro *The Theory of Business Enterprise*, publicado en 1904, Veblen propuso una serie de ideas que desde entonces se han vuelto usuales tanto en la corriente principal como en la crítica de las finanzas. Entre ellas se encuentra el primer modelo de fijación de los bienes de capital, que hace derivar el valor presente de los bienes de capital de la corriente actualizada de ingresos futuros esperados. En una asombrosa anticipación de las posteriores posiciones de Keynes sobre las finanzas y la incertidumbre, Veblen dejó claro que las expectativas de ingresos futuros son proyecciones en un futuro que es imposible conocer, y por lo tanto son resultado más del sentimiento y la confianza que del cálculo racional.

Veblen combinó ese modelo con la filosofía social de la emulación, que ya había hecho famosa en su libro anterior, *The Theory of the Leisure Class*, en la primera teoría de los ciclos financieros. Pedir prestado en anticipación de beneficios futuros da a una empresa una ventaja competitiva con respecto a otras empresas del mismo ramo. En consecuencia, esa “extensión de crédito” de los bancos o los mercados de valores induce a las firmas competidoras a la emulación. Las ganancias esperadas de sus extensiones de crédito se acumulan en lugar de cancelarse mutuamente porque elevan el valor en los mercados financieros de las garantías con las que se obtiene el crédito. En esta forma se organiza un *boom* del crédito. Por implicación, el crédito otorgado

se eleva más rápido que cualquier aumento de la capacidad productiva, o el ingreso y la renta derivada de las ventas empresariales. Cuando las expectativas de ganancias aumentadas se frustran, el *boom* estalla en una crisis financiera.

Esta descripción no sería demasiado diferente de las teorías contemporáneas de las “burbujas racionales” [p. ej. Blanchard y Watson, 1982] si no fuera por el hecho de que estas últimas arraigan en valores de equilibrio que reflejan el mejor de los resultados posibles en producción y distribución, mientras que los ciclos de Veblen surgen de la convicción de su autor de que el sistema financiero no es una utopía sino una patología. Como han señalado muchos comentaristas, por ejemplo Heilbroner, Veblen alcanzó su madurez intelectual en la época del capitalismo de los “barones asaltantes” en Estados Unidos, cuando el sistema financiero era una herramienta de saqueo esencial, tanto como medio de obtener ganancias como para lavar las ganancias ilícitas [Heilbroner, 1961, cap. VII]. Veblen tomó muchos de sus datos de las declaraciones de testigos ante las Comisiones Industriales del Congreso de Estados Unidos, que en la década de 1890 celebró audiencias sobre los excesos industriales y financieros de empresas estadounidenses. Por lo tanto Veblen veía al sistema financiero como un instrumento de lo que llamaba el “sabotaje capitalista”, que enfrentaba a los “capitanes de las finanzas” con los “ingenieros” honestos que buscaban la eficiencia industrial. En un capitalismo dominado por las finanzas, y los propietarios ausentistas de las industrias están obligados a reducir la producción para obtener los beneficios más elevados que “el mercado pueda soportar”, y a perturbar los mercados con sus variables coaliciones entre diversas empresas e intereses industriales. Después de la Revolución rusa, Veblen sostuvo que los “capitanes de las finanzas” y los propietarios ausentistas deben sus ingresos y su control de la industria a las convenciones legales establecidas en el siglo XVII en torno a las leyes sobre contratos y propiedad. Él esperaba el día en que prevalecerían actitudes más racionales y los “ingenieros” derrotarían a los “capitanes de las finanzas” [Veblen, 1921]. Pero sus esperanzas estaban destinadas a frustrarse. Después de un comienzo lento, el “nuevo capitalismo” de Estados Unidos en los años veinte floreció en hombros del *boom* del mercado de valores. Desilusionado, Veblen murió en 1929, semanas antes de que los “capita-

nes de las finanzas” se autodestruyeran. En años posteriores la opinión común era que las reformas de los treinta en los sistemas bancario y financiero (la ley Glass-Steagall de 1932, la ampliación de los poderes del sistema de la Reserva Federal y el establecimiento de prestamistas de último recurso) hacían irrelevantes las teorías de Veblen sobre las finanzas [Dirlam, 1958].

Rosa Luxemburgo

Rosa Luxemburgo es conocida principalmente por su intento de demostrar, en su libro *La acumulación de capital*, que la acumulación capitalista requiere mercados externos a fin de superar su tendencia al estancamiento. Esos mercados externos constituyeron la base de su teoría del imperialismo, que fue adoptada por Lenin y marxistas subsecuentes. Sin embargo, en el capítulo xxx de ese libro Rosa Luxemburgo proponía un análisis del papel de las finanzas en la acumulación de capital. Es posible que ese análisis fuera periférico a su argumentación, pero contiene suficientes elementos críticos para asegurar a Luxemburgo un lugar entre los pioneros de las finanzas críticas, mientras que el destino de ese análisis entre los marxistas revela cómo la escuela de economía política radical más importante del siglo xx llegó a volver la espalda a las finanzas como factor de la crisis del capitalismo.

Luxemburgo sostenía que los préstamos internacionales son cruciales en la provisión de financiamiento para que países coloniales y dependientes puedan comprar el equipo necesario para desarrollar su infraestructura económica e industrial. La elevación de los préstamos y la venta de los bonos se hicieron con expectativas exageradas de los beneficios. Cuando esas esperanzas se ven frustradas, estalla una crisis de sobreendeudamiento. Los gobiernos de los territorios coloniales y dependientes se ven obligados a socializar las deudas, cargándolas a sus ingresos fiscales. Pero a esa altura los préstamos ya han cumplido su propósito primario, que es financiar la exportación de bienes de capital de los países capitalistas avanzados, aumentando así sus beneficios y su acumulación de capital. Con la crisis la acumulación de capital se detiene, hasta que nuevas emisiones de bonos y préstamos financien capitales exportables para otro país y se reanude la acumulación de capital.

El análisis de las finanzas de Luxemburgo no obtuvo el favor de los economistas marxistas contemporáneos. En su libro definitivo y autorizado sobre el imperialismo, *El imperialismo, etapa suprema del capitalismo*, escrito en 1916, Lenin ni siquiera menciona a Rosa Luxemburgo. Su explicación económica del imperialismo se basa en su lectura crítica del *Imperialismo* de Hobson, y su visión del papel de las finanzas proviene de *El capital financiero* de Hilferding [Lenin, 1917]. El libro de Hilferding había sido publicado en 1910, tres años antes que el de Luxemburgo, y proponía una visión más benigna del sistema financiero. Hilferding generalizaba sobre la experiencia de la banca de Alemania, donde los bancos “universales” organizaban los mercados de capitales y por esa vía llegaban a poseer partes con frecuencia mayoritarias en grandes compañías. Sostenía que los bancos eran un factor crucial en el surgimiento del capitalismo monopolista y la cartelización de la economía capitalista. En opinión de Hilferding, los bancos no sólo financiaban la expansión industrial del capitalismo hacia los territorios coloniales y dependientes sino que también limitaban la competencia entre los capitalistas y financiaban sus cárteles. Si sobrevenían crisis, se debían a las desproporciones en la producción y la lucha de clases. Estabilizando los mercados y las finanzas de los capitalistas en sus cárteles, los bancos lograban desplazar los costos de esas crisis hacia los capitalistas que no eran miembros del cártel. El capital financiero facilita la eventual socialización de los medios de producción porque concentra el control de la industria [Hilferding, 1910, caps. 20 y 25].

En su insistencia de que las crisis capitalistas sólo pueden ocurrir debido a desproporciones en la producción o luchas entre las clases involucradas en ella, los críticos marxistas han tendido a adherir a la visión “reflexiva” de que si se produce una crisis financiera es porque “refleja” correctamente procesos críticos en la producción: una caída de la tasa de beneficio, una intensificación de la lucha de clases, desproporciones, etcétera.

Irving Fisher

Las posiciones de Irving Fisher, casi contemporáneo de Veblen, se han visto afectadas por el golpe que recibió su

reputación cuando anunció, la víspera de la catastrófica caída de la bolsa en 1929, que “los precios de los valores han alcanzado una elevación que parece ser permanente” [Galbraith, 1980: 70]. Sin embargo, los comentarios de Fisher sobre los procesos económicos son mucho más inteligentes de lo que pueden sugerir las selectivas citas de Galbraith. Una vez que se reconcilió con la pérdida de la riqueza de su hermana, administrada por él, en esa caída, Fisher se puso a reflexionar sobre la posible conexión entre la inflación financiera que había sido causa de su pérdida y la depresión que la sucedió. En 1931, durante sus conferencias en Yale, enunció por primera vez su teoría de la deflación de la deuda. Escribió sus reflexiones y análisis de los negocios en su libro *Booms and Depressions* [Fisher, 1932]. Para destacar sus posiciones más particulares sobre el tema, extractó sus principales conclusiones en un artículo sobre “The Debt Deflation Theory of Great Depressions” (Teoría de las grandes depresiones en relación con la deflación de la deuda, publicada en el memorable primer número de *Econometrica*). La nota 4 de ese artículo [Fisher, 1933] detalla el desarrollo de su teoría y, animado por Wesley Mitchell, reconoce que Veblen, en el capítulo VI de su *Theory of business enterprise*, “es el que llega más cerca de la teoría de la deflación de la deuda”.

Ese trabajo de Fisher es extraordinario no sólo por la originalidad de su teoría sino también porque desmiente la opinión común de que como economista matemático era una especie de “compañero de ruta” de la escuela neoclásica, de la economía del equilibrio. De hecho él señala desde el principio de su artículo que el equilibrio es un estado de cosas imaginario: “Sólo en la imaginación... es posible que todas las variables permanezcan constantes y se mantengan en equilibrio por las fuerzas equilibradas de los deseos humanos, tal como se manifiestan a través de ‘la oferta y la demanda’.” [Ibid.] Los ciclos de negocios son parte de una dinámica económica que se da debido al “desequilibrio económico”. Por lo tanto no hay dos ciclos iguales.

Fisher sostiene que los ciclos se dan debido a inconsistencias en cualquier momento en toda una gama de variables, como la inversión, el *stock* de capital y los precios industriales y agrícolas. Pero la “sobreespeculación” grave y las crisis son causadas por la interacción entre la deuda y “el

poder adquisitivo de la unidad monetaria”: “Las perturbaciones de esos dos factores... causarán perturbaciones serias en todas o casi todas las demás variables económicas. Por otra parte, en ausencia de deuda y deflación, otras perturbaciones no son capaces de provocar crisis de severidad comparable a las de 1837, 1873, o 1919-1933.” [Ibid.]

Esa identificación de dos variables monetarias y financieras cruciales con un efecto desestabilizador prácticamente omnipresente en una economía (de crédito) sería desarrollada en la década de 1970 por Hyman P. Minsky en su tesis de la *Inestabilidad financiera*. “Una economía capitalista... se caracteriza por dos conjuntos de precios relativos, uno de la producción corriente y el otro de bienes de capital.” El primero de ellos determina los ingresos monetarios. El segundo determina los activos y los pasivos. “La alineación de esas dos series de precios” determina la inversión y la evolución de la economía en el tiempo [Minsky, 1978].

Fisher sostuvo que la deflación de la deuda era desencadenada por el sobreendeudamiento. Este último en general era consecuencia de la solicitud de excesivos préstamos, debido a tasas de interés demasiado bajas que estimulaban la tentación de “pedir prestado e invertir o especular con dinero prestado”. Comúnmente eso se asocia con “nuevas oportunidades de invertir con perspectivas de grandes beneficios”. Así, el sobreendeudamiento puede ser inducido por invenciones y adelantos tecnológicos, deudas de guerra y préstamos de reconstrucción a países extranjeros. Pero “el dinero fácil es la gran causa del sobreendeudamiento” y Fisher menciona como un factor “la política de bajo interés adoptada para ayudar a Inglaterra a volver al patrón oro en 1925”.

Una vez que se ha iniciado el sobreendeudamiento, los prestatarios tratan de reducir sus deudas aumentando las ventas de sus activos. Esas ventas de urgencia hacen que los precios caigan. La caída de los precios a su vez hace que se eleve el valor del dinero (“hinchazón del dólar”) y con él el de las deudas denominadas en términos nominales. Se crea así una situación paradójica en la que, cuanto más tratan los endeudados de reducir su deuda, más crece ésta. El resultado es un proceso por el cual la deuda reduce la velocidad de circulación de los depósitos bancarios, causando

una caída en el nivel de precios, la disminución de los beneficios, bancarrotas. La declinación de la producción y del empleo por su parte conducen al pesimismo y el atesoramiento que reduce aún más la velocidad de circulación.

Ésa era la explicación de Fisher de la depresión económica de los treinta. Había dos soluciones posibles para la depresión. La “natural” se da cuando, “después de una bancarota casi universal, el endeudamiento tiene que dejar de aumentar y empezar a disminuir”. La sucesiva recuperación permitiría que la deuda empezara a crecer otra vez, abriendo el camino para la siguiente ronda de sobreendeudamiento. Sin embargo, esperar por esa recuperación espontánea implica “bancarrotas innecesarias y crueles, desempleo y hambre”. Un camino mucho mejor es provocar una reflación de la economía. Fisher cuenta que las políticas de mercado abierto adoptadas por la Reserva Federal durante la presidencia de Hoover revivieron los precios y los negocios en el verano de 1932. También sugiere que el gasto deficitario podría ayudar.

Después de la segunda guerra mundial el análisis de Fisher no atrajo el interés de la corriente principal de la ciencia económica. Una razón bastante obvia es el papel crucial que desempeña en él la caída de los precios (“hinchazón del dólar”). En los principales países industrializados con sistemas financieros sofisticados los precios no han caído desde la segunda guerra mundial. En todo caso han aumentado. El análisis de Fisher fue ocultado por la explicación más refinada de la depresión propuesta por Keynes, y languideció en la oscuridad hasta que Minsky la descubrió en la década de 1940 e hizo de ella el punto de partida de su reinterpretación de Keynes.

John Maynard Keynes

Como exponente de las finanzas críticas, John Maynard Keynes requiere cierto grado de reinterpretación. Minsky reconocía que el análisis de Keynes de cómo las finanzas perturban la economía capitalista debe ser rescatado de la versión neoclásica de sus opiniones que aparece en los manuales de economía. En el sistema IS/LM de Hicks-Hansen, las finanzas quedan reducidas a los mercados de dinero de una economía. Un examen más atento revela que es posible que esas opiniones no estuvieran evolucionando exacta-

mente en la dirección que Minsky percibe [Minsky, 1975]; sin embargo, el estilo de Keynes, su defensa en distintos momentos de ideas que no eran necesariamente consistentes entre sí, y su notoria apostasía de ideas antes defendidas, hacen que la exégesis keynesiana sea una empresa particularmente fructífera, aunque traicionera, y dan cierta medida de validez a diferentes interpretaciones.

Su pensamiento sobre el papel que desempeñan las finanzas en la economía capitalista se desarrollaron más bien tarde y, como ya se ha dicho, surgieron como producto secundario de su análisis monetario. En su *Tratado sobre la moneda*, cuyas pruebas revisó inmediatamente después del *crash* de 1929, Keynes, igual que Marshall y Fisher, distinguió entre la circulación financiera del dinero y su circulación industrial con el objeto de refinar la teoría cuantitativa de la moneda. Eso era necesario para su argumentación de que ahorro no siempre es igual a inversión. Pero el “ciclo de crédito” que propuso en el primer volumen de su *Tratado* resultó ser un ciclo wickselliano en el que el ahorro y la inversión divergen cíclicamente, a medida que la tasa de interés real se aparta cíclicamente de la tasa de interés “natural”. Lo que le interesaba era el efecto de ese ciclo sobre la inversión, los precios y la circulación del dinero [Keynes, 1930, libro IV]. Un mercado “toro” en valores podría coincidir con la sobreinversión, porque la tasa de interés real estaría por debajo de la tasa de interés natural [*ibid.*: 254-256].

Como es sabido, para cuando llegó a escribir su *Teoría general*, las opiniones de Keynes habían cambiado. En el capítulo 12 estableció una distinción fundamental entre la compra de valores para su reventa a mayor precio, que denominó especulación, y la empresa compra valores con miras a un ingreso a largo plazo. Lamentaba el predominio de la especulación sobre la empresa, que según creía reducía la inversión productiva de las compañías en plantas, maquinarias y tecnología a resultados incidentales de un “casino”, meras “burbujas en el remolino de la especulación”. Pero llegaba a la conclusión de que no hay otra forma eficaz de proveer financiamiento adecuado para la inversión.

En el mismo capítulo Keynes propuso su teoría de los precios de las acciones, el famoso concurso de belleza en el que

los especuladores compran y venden acciones según sus creencias de cómo evaluarán esas acciones en el futuro los otros especuladores activos en el mercado. La razón de esa dependencia de evaluaciones subjetivas y su coagulación en valores de mercado convencionales es la incertidumbre. Igual que el empresario que decide si instalar nuevos equipos o no, el especulador no puede conocer el valor futuro de su inversión. Sólo puede formar juicios con mayor o menor grado de “confianza” de acuerdo con el “peso” de la evidencia de que dispone. Por lo tanto, la “confianza” de los especuladores oscila entre el optimismo y el pesimismo. Además, las expectativas a su vez son determinadas más por la experiencia reciente que por la del pasado lejano: “...el presente es una guía mucho más útil para el futuro de lo que un examen honesto de la experiencia pasada demostraría que ha sido hasta ahora” [Keynes, 1937a]. Esa confianza en consecuencia tiende a volverse excesivamente optimista a medida que una recesión se prolonga.

Hay una curiosa inconsistencia que aparece en las “Notas sobre el ciclo comercial” de la *Teoría general* de Keynes, en que expone su visión de un ciclo de negocios impulsado por las expectativas. Sostiene que “una caída seria en la eficiencia marginal del capital tiende a afectar adversamente también la propensión a consumir...” a través de “una declinación severa del valor de mercado de las acciones de la bolsa”. A continuación argumenta que las modificaciones del precio de las acciones afectan el consumo de los rentistas, “la clase que tiene un interés activo en sus inversiones en la bolsa”. Esa caída del consumo “sirve para agravar aún más el efecto deprimente de la declinación de la eficiencia marginal del capital”. Aquí no se hace mención de la anterior justificación de Keynes de la bolsa de valores como fuente de finanzas para la inversión en negocios y su implicación de que esa financiación no estaría disponible tan fácilmente si los precios de las acciones en la bolsa están cayendo. Más tarde, en respuesta a la crítica dirigida a su análisis monetario por Bertil Ohlin, Keynes afirmó que los empresarios que no pueden financiar inversiones con sus propios ahorros lo hacen pidiendo prestado a los bancos. Y entonces eso pasó a ser un motivo adicional, “financiero”, para aumentar la demanda de dinero [Keynes 1937b; véase también Chick, 1983: 198-200].

La teoría de Keynes de la demanda especulativa de dinero fue lo que le dio la clave de cómo las finanzas pueden conducir a un régimen permanente de subinversión. (La demanda especulativa de dinero, es decir, el dinero en los mercados de acciones esperando oportunidades de inversión rentables en esos mercados, implica el enfoque del desequilibrio financiero que se desarrolla en la parte I de Toporowski 2000.) En su análisis de la “trampa de la liquidez” Keynes sostenía que la preferencia por la liquidez de los especuladores podría impedir que la tasa de interés cayera por debajo de cierto umbral. El hecho de que las tasas de interés a corto plazo no cayeran también actuaba para impedir que la tasa de interés de los valores a largo plazo (los que según él creía se utilizaban para financiar las inversiones de las compañías en capital fijo) cayera lo suficiente para estimular la inversión en capital fijo en escala adecuada para asegurar el pleno empleo. En consecuencia, y en contraste con su resignación frente a la “especulación” en el capítulo 12, Keynes concluye su análisis recomendando la “eutanasia de los rentistas” y la socialización de la inversión [Keynes, 1936: 375-377]. Poco después reiteró su explicación de la subinversión en su trabajo “Teoría general del empleo” [Keynes, 1937a].

Marek Breit, Michal Kalecki y Josef Steindl

Marek Breit y Josef Steindl no fueron contemporáneos. Breit era un economista polaco que trabajó durante la década de 1930 y fue trágicamente muerto durante la ocupación alemana de su país. Josef Steindl era un economista austriaco que trabajó en Inglaterra durante la segunda guerra mundial y continuó escribiendo hasta 1990. Tuvieron en común la experiencia de trabajar con el economista polaco Michal Kalecki, y la dedicación a lo que este último enunció como el Principio del Riesgo Creciente.

La idea detrás del Principio se origina en el trabajo de Marek Breit, quien estudió en la Universidad Jagelloniana y en 1933 publicó un libro sobre la tasa de interés en Polonia que muestra clara influencia de Wicksell [Kowalik, 1992: 161]. En ese año se trasladó a Varsovia donde trabajó con Kalecki y experimentó la influencia de sus teorías del ciclo de negocios y monetario. Fue despedido, junto con el eminente estadístico Ludwik Landau, de su cargo en el Instituto del Ciclo de Negocios por criticar la política antiinflacio-

naria del gobierno polaco, y esos despidos provocaron la renuncia al Instituto de Kalecki, que se encontraba en viaje de estudios en Inglaterra.

En 1935 Breit publicó un trabajo en el periódico alemán *Zeitschrift für Nationalökonomie*, proponiendo un modelo en el que cuanto mayor es el monto que pide prestado un empresario, mayor es la carga para su propio capital si el retorno sobre el préstamo invertido cae por debajo del interés cargado. Ese “riesgo financiero” aumenta con la magnitud del préstamo, en relación con el capital del empresario. Por consiguiente, por encima de cierto monto del préstamo, el prestador toma en cuenta ese riesgo financiero cargando un margen de riesgo por encima de la tasa de interés básica del préstamo. Ese margen aumenta con el exceso del préstamo. Ese artículo establecía la distinción entre fondos internos, ahorros del negocio, y fondos externos tomados en préstamo u obtenidos por un intermediario financiero. En manos de Kalecki ese análisis se convirtió en una teoría de la inversión, una explicación del tamaño de las empresas y una razón por la que la inflación de los mercados financieros no haría aumentar la inversión, como sugiere la teoría del equilibrio de los fondos prestables [cf. Chilosi, 1982]. Por el camino hizo eco (inconscientemente) a Fisher en su crítica al efecto de los saldos reales de Pigou.

La primera versión de Kalecki de este principio apareció en inglés en 1937 [Kalecki, 1937]. Allí sugería que una perspectiva de retornos constantes de la inversión es más realista que la de los retornos decrecientes que favorece la mayoría de los economistas. Dado ese retorno, y la tasa de interés corriente con márgenes de riesgo crecientes, el monto de inversión que una firma puede emprender está limitado por el monto de sus ahorros. Una limitación de riesgo similar se aplicaría a los fondos tomados del mercado de valores, a través de un costo creciente de los fondos en emisiones de bonos. En el caso de las acciones, los accionistas existentes se resistirían a diluir sus valores por medio de emisiones adicionales y se enfrentarían a los costos crecientes de vender más que “un monto de emisión óptimo”.

En la versión de 1954 de ese trabajo, Kalecki dejó de lado el análisis estático de las decisiones de inversión basadas en el ahorro interno y convirtió su Principio del Riesgo Creciente en una teoría del tamaño de la empresa bajo el

título revisado de “Entrepreneurial Capital and Investment” [Kalecki, 1954: cap. 8]. En términos generales sostenía que “la expansión de la empresa depende de su acumulación de capital con base en los beneficios actuales” [*ibid.*: 92], y examinaba las limitaciones de las finanzas del mercado de capital. Las emisiones de bonos reducen los retornos del capital accionario si la inversión no tiene éxito, mientras que las emisiones de acciones reducen el control de los accionistas controladores. Esto último puede ser en parte superado mediante una estructura de compañía tenedora (haciendo flotar el 49 por ciento de una subsidiaria), pero subsiste el problema de que, si la aventura no tiene éxito, las ganancias por acción se reducirán. Finalmente, Kalecki sugería que la diversificación de la cartera por los rentistas limitaría la cantidad de acciones de una empresa que los inversionistas financieros estarán dispuestos a suscribir. Señaló que todas esas dificultades pueden superarse a través de la acumulación de ahorro interno sobre los beneficios, es decir, capital empresarial. Eso provee un cojín de reservas para reducir el riesgo financiero de los suscriptores de capital y podría incluso “ampliar el mercado de capitales para las acciones de esa compañía puesto que, en general, cuanto más grande es una empresa más importante será su papel en el mercado accionario” [Kalecki, 1954: 94].

Los lectores versados en la teoría de las finanzas moderna reconocerán inmediatamente el análisis de Kalecki de las limitaciones de la financiación externa para la inversión como una argumentación de que el mercado de capitales es “imperfecto”, es decir no provee financiamiento automática al precio corriente de las finanzas, incluyendo la prima de riesgo del proyecto y no de la empresa, para todos los proyectos con retornos en exceso de ese precio. En los mercados de capital de la segunda mitad del siglo XX (o por lo menos desde 1960 en adelante), las limitaciones de Kalecki al capital financiero han sido escasamente perceptibles. Sin embargo eso no se debe a que los mercados de capitales se hayan vuelto más perfectos sino a la inflación de esos mercados con los ahorros de los fondos de pensiones. Esa inflación ha aumentado mucho las posibilidades de crecimiento de las empresas financiado por el mercado. Donde ese crecimiento ha tenido lugar no ha sido debido al aumento de la inversión productiva, como predecía la teoría de los fondos prestables, sino que más bien ha sido a través de oleadas de actividad de fusión y compra que han

aumentado la concentración industrial y han hecho menos estables los mercados de capital [Toporowski, 2000].

Kalecki intervino también en el debate en torno a la idea de Keynes de un equilibrio con subempleo con un argumento que Fisher habría reconocido. Arthur Pigou criticó la idea con base en que, si los salarios y los precios fuesen suficientemente flexibles, el desempleo provocaría la caída de precios y salarios. El resultante aumento del valor real de los ahorros ocasionaría un aumento del gasto, lo que llevaría a la economía de vuelta a un equilibrio con pleno empleo. Esto se conoce hoy como “efecto de saldos reales”. Kalecki señaló que, a menos que esos ahorros estén en deuda gubernamental o en oro, el aumento del valor real de los ahorros debido a la caída de los precios significaría un aumento del valor real de la deuda del sector privado. Eso llevaría a un derrumbe empresarial, una crisis de confianza y una declinación industrial [Kalecki, 1944; véase también Sawyer, 1985, cap. 5].

Josef Steindl trabajó con Kalecki en Oxford durante la segunda guerra mundial y siempre lo consideraría una influencia seminal en su trabajo. En sus primeras publicaciones, “On risk” y “Capitalist Enterprise and Risk”, Steindl propuso el Principio del Riesgo Creciente de Breit-Kalecki y sugirió que conduce a un “desperdicio de capital” en las empresas pequeñas [Steindl, 1941 y 1945a]. Sin embargo, en el segundo de esos artículos tocaba un punto que llegaría a ser un tema distintivo en sus obras posteriores. Proponía que en el sistema de las sociedades anónimas, la “sobrecapitalización” o la emisión de acciones por encima “del costo de los bienes inmuebles” se utiliza para dar a los accionistas “de adentro” que controlan la compañía una tasa de beneficio más elevada y una mayor influencia en la compañía con respecto a los accionistas “externos” [1945a]. En su primer libro, *Small and Big Business: Economic Problems of the size of Firms*, Steindl volvió al principio del riesgo creciente como factor que limita la eficacia de suprimir las imposiciones financieras a los negocios pequeños. Además señaló que la “sobrecapitalización” conduce a la subestimación de la tasa de beneficio sobre el capital real de las grandes compañías [Steindl, 1945b: 42].

El segundo libro de Steindl fue su clásico estudio del capitalismo monopolista de Estados Unidos en las seis décadas anteriores a la segunda guerra mundial [Steindl, 1952]. Como en ese periodo el *crash* de Wall Street desempeñó un papel central, la consideración del papel de las finanzas en el estancamiento económico era inevitable, a pesar de que esa consideración pasaba a segundo plano frente al análisis del capitalismo monopolista por el que el libro es más conocido. Tras examinar el *boom* que precedió al *crash*, Steindl llegaba a la conclusión de que el mercado de capitales del sistema de sociedades anónimas efectivamente puede acrecentar el capital empresarial de las grandes compañías, pero sólo transitoriamente. Como el precio de las acciones es determinado por las expectativas de ganancia de cada acción, cualquier entrada de capital tenderá a hacer que las compañías emitan más acciones, aprovechando las finanzas más baratas [Steindl, 1952: 142]. Eso contrarrestaría el efecto reductor de la inversión de la caída de la tasa de beneficio a medida que el capital real aumenta [*Ibid.*: 144, 153-154]. (Tanto Steindl como Kalecki eran marxistas heterodoxos que creían que en el capitalismo el crecimiento del capital productivo está limitado por una tendencia de la tasa de beneficio a caer, pero por razones diferentes de las de Marx.) Con tasas de beneficio menores las compañías más grandes pueden emitir acciones a menor costo. Por lo tanto un *boom* del mercado de capitales tiende a estimular el surgimiento de monopolios a través de la “concentración financiera”. En las fusiones y adquisiciones las acciones de menor rendimiento de la empresa más grande se emiten a cambio de las acciones de mayor rendimiento de la empresa que es comprada. Además, la afluencia de fondos al mercado de capitales permite el desarrollo ulterior de estructuras tenedoras de acciones en las que es posible emitir nuevas acciones sin diluir el control de los accionistas dominantes. En esa forma el *boom* del mercado accionario en los años veinte reforzó la tendencia al monopolio del capitalismo estadounidense y desencadenó una declinación de la tasa de beneficio durante toda esa década. Sin embargo, después del *crash* el mercado para las nuevas acciones se evaporó.

En su trabajo de 1982 sobre “Household Saving in a Modern Economy”, Steindl volvió al punto de partida fundamental de su análisis, y del enfoque de las finanzas de Kalecki

y Creit, el principio del riesgo creciente. Sin embargo, ese artículo proponía el principio como tema macroeconómico que afectaba los saldos de los distintos sectores (las familias, el sector de las empresas, el sector público y el sector de ultramar) en los flujos de cuentas de fondos. Empezó con la definición keynesiana del ahorro (el ahorro es por definición igual a la inversión bruta, más el déficit fiscal del gobierno, más el excedente comercial), y a continuación distinguió entre el ahorro doméstico y el ahorro empresarial. Un aumento del ahorro doméstico, manteniéndose constantes los demás factores, conduce a un “endeudamiento forzado de las compañías”: “Los empresarios encontrarán que sus beneficios han caído por debajo de sus expectativas, y por lo tanto tienen que financiar su inversión actual mediante préstamos en mayor medida de la esperada. Eso después puede impulsarlos a reducir sus inversiones en el futuro” [Steindl, 1982].

Sin embargo, admitía que el endeudamiento creciente de las empresas normalmente sería compensado por un excedente comercial creciente y un déficit fiscal creciente, con afluencia de fondos neta hacia el sector empresarial [*ibid.*].

Finalmente, en un artículo sin fecha que apareció en el volumen de sus *Collected Papers*, publicado en 1990, Steindl volvió al tema mucho más keynesiano de las valoraciones convencionales en el mercado de valores. En su estudio de cómo la actividad del mercado de valores afecta a los depósitos bancarios, Keynes sostenía que cuando los jugadores están comprando y vendiendo por ganancias de capital (es decir, especulando), los precios de los valores dependen de un equilibrio entre las expectativas “taurinas” de que los precios se elevarán y las expectativas “ursinas” de que los precios caerán. Steindl propuso un modelo en el que esas opiniones se equilibran por medio de ajustes de precios. Si hay un exceso de sentimientos “de toro”, los compradores elevarán los precios hasta que cambien las expectativas de suficientes “toros” para convencerlos de convertirse en “osos”, o vendedores de valores, porque ya no esperan más aumentos de los precios. Una “frecuencia de distribución total mostrará cuántos fondos se asocian con cada precio esperado”. A continuación introducía la incertidumbre en forma de la variación de las expectativas de precio que a su vez afecta la elasticidad de precio de la

oferta y la demanda en el mercado. Si las expectativas están muy concentradas, un cambio pequeño del precio moverá un gran volumen de dinero entre los toros y los osos. Si las expectativas están ampliamente dispersas, hace falta un cambio grande en los precios para que los valores y el dinero circulen en el mercado. Sin embargo, este análisis sólo se sostiene si las expectativas de precios de los individuos son independientes entre sí. En la práctica hay “líderes de opinión” en torno a los cuales se agrupan las opiniones en “racimos”. Sin embargo, esos racimos son inestables porque siempre surgen nuevos “líderes de opinión”. Esto conduce a un segundo tipo de incertidumbre, sobre “la variedad de racimos de opinión posibles y la frecuencia de los cambios entre ellos”. La imitación puede causar “aglomeraciones en una u otra dirección”, de modo que el mercado se pone “taurino” o “ursino”. Steindl sugiere la posibilidad de una “frecuencia de distribución con dos jorobas” con la opinión del mercado oscilando entre dos extremos, antes de concluir: “La pérdida de independencia más extrema ocurre en un *crash*. Ahí una opinión ha llegado a dominar y la otra condición de la estabilidad, la existencia de una creencia en ciertos límites o normas, también ha desaparecido” [Steindl, 1990].

Steindl termina lo que llama su “breve nota” atribuyendo elementos de ella a Keynes y Schumpeter. La influencia keynesiana es clara. Sin embargo es más difícil discernir las ideas de Schumpeter, aparte de los conceptos de expectativas e incertidumbre que son comunes a ambos. Es posible que Steindl pensara en la referencia de Schumpeter a las crisis de retiro de capitales internacionales [Schumpeter, 1934: 19]. O quizá compartiera la opinión de Schumpeter de que las crisis financieras son “incidentales” respecto a las alzas y bajas reales de la actividad económica. Si es así, era un marxista más ortodoxo de lo que parecía.

La obra más importante de Steindl, *Maturity and Stagnation in American Capitalism*, se publicó en 1952 y puso fin a la exposición analítica de las finanzas críticas en la primera mitad del siglo XX, aunque también apuntaba a la discusión historiográfica de las finanzas críticas que caracterizó los primeros veinte años de la segunda mitad del siglo.

John Kenneth Galbraith y Charles P. Kindleberger

Aparte de ser casi contemporáneos que escribían sobre las finanzas en la segunda mitad del siglo XX, John Kenneth Galbraith y Charles P. Kindleberger representan un enfoque historiográfico común al análisis de la inestabilidad financiera en el capitalismo moderno. *The Great Crash 1929* de Galbraith y *Manias, Panics and Crashes* de Kindleberger son esencialmente descripciones de los acontecimientos que precedieron y acompañaron crisis financieras particulares. Sentimientos de codicia, euforia, expectativas frustradas y pánicos mueven los mercados financieros, desencadenados por cualquier cambio en la economía que genere expectativas elevadas de retornos que conducen al exceso, el fraude y el derrumbe. Kindleberger cita el análisis teórico de Minsky [Minsky, 1978: 17-20; 1993, cap. 15]. Pero tanto su análisis como el de Galbraith son en realidad estudios de psicología de las masas (como lo indica el título del libro de Kindleberger).

Los términos del análisis de Kindleberger son en realidad una taxonomía de los *crashes* financieros, que él ve como característicos de los ciclos financieros de todo tipo, ya sean sobreextensiones del crédito bancario o un mercado “toro” en valores. Un “desplazamiento” en la economía real provoca grandes expectativas y por esa vía un *boom* crediticio. Eso lleva a la “euforia” o “sobrecomercialización”, en la que el aumento de los precios de los valores y las garantías impulsan la especulación excesiva. Ese exceso naturalmente lleva a la siguiente fase de “sufrimiento económico” en que los fraudes se derrumban y queda a la vista la brecha entre las expectativas demasiado optimistas y la más pedestre realidad. La siguiente fase de “revulsión”, en que los inversionistas tratan de sacar su dinero de los mercados, conduce naturalmente a la de “pánico”. En esta etapa los precios caen precipitadamente y los mercados de activos quiebran, incapaces de manejar el exceso de órdenes de vender.

Tanto Galbraith como Kindleberger recomiendan la provisión oportuna por los bancos centrales de instalaciones de prestamistas de último recurso como forma de contener la extensión de la crisis financiera a la economía real a medida que el sistema de crédito comercial se derrumba. Sin

embargo Kindleberger admite que, en escala internacional, eso requiere arreglos financieros que van más allá del tipo de apoyo discrecional que el Fondo Monetario Internacional puede proveer fuera de su limitado sistema de cuotas [Kindleberger, 1978, cap. 10].

Hyman P. Minsky

Hyman P. Minsky, junto con sus contemporáneos Galbraith y Kindleberger, pasó buena parte de la segunda mitad del siglo XX reflexionando sobre si “eso” podría suceder de nuevo (Can ‘It’ Happen Again? es el título de una colección de sus ensayos). “Eso” era el tipo de depresión económica inducida por un *crash* financiero que se produjo después de 1929. Con su aforismo que describe el funcionamiento del capitalismo moderno —“la inversión determina la producción; las finanzas determinan la inversión”— se puede decir que Minsky arranca en donde Keynes se detuvo, llenando las lagunas de Keynes en la relación entre los mercados financieros y los negocios [Harcourt, 1982].

Partiendo del análisis de Keynes de las expectativas como determinantes de las decisiones de inversión frente a la incertidumbre, Minsky sostuvo que las transacciones en los mercados financieros implican compromisos de efectuar pagos futuros (pasivos) o de recibir pagos futuros (activos), y propuso una taxonomía de “estructuras de financiamiento”: los compromisos de efectuar futuros pagos cubiertos por cierto flujo de ingresos son financiamientos “cubiertos” o “protegidos”; los compromisos de realizar pagos futuros que pueden o no ser cubiertos por ingresos futuros son estructuras financieras “especulativas”; mientras que los compromisos de efectuar futuros pagos que sólo se pueden cubrir emitiendo nuevos pasivos, es decir pidiendo prestado, son estructuras financieras “Ponzi”. Estas últimas fueron llamadas así por Charles Ponzi, quien llevó a la práctica un esquema bancario piramidal en Boston a comienzos de siglo [Minsky, 1986, apéndice A].

A medida que avanza un *boom* económico, Minsky sostenía que los balances de las compañías “se deterioran” al tiempo que van recibiendo más préstamos. Como las expectativas de lucro tienden a aumentar con cada aumento de los

beneficios, las estructuras financieras protegidas tienden a ir volviéndose especulativas, y las estructuras financieras especulativas tienden a verse infectadas por elementos de Ponzi. A medida que la deuda se acumula, surge una situación en la que las deudas sólo pueden ser atendidas mediante la emisión de nuevos pasivos. Mientras los mercados financieros sigan en *boom* es posible aumentar los flujos de efectivo inadecuados con financiamiento Ponzi, emitiendo nuevos papeles para financiar los pasivos actuales. Cuando la expansión de los mercados financieros pierde velocidad, las unidades con financiamiento Ponzi tienen que vender sus activos. Esas ventas “de urgencia” hacen que los precios de los activos se desplomen, y a esa altura los mercados financieros, y las empresas con demasiados pasivos hacia esos mercados, se derrumban.

Sin embargo, en ausencia de una teoría del ciclo de los negocios, ese análisis requiere “desplazamientos” exógenos para iniciar el boom crediticio. Durante los años setenta, Minsky dejó de lado ese dispositivo algo artificial y adoptó un ciclo de negocios kaleckiano, que tiene la ventaja de mostrar cómo los beneficios fluctúan con la inversión en el curso del ciclo. Eso entonces permitió a Minsky proponer un ciclo combinado en el que las fluctuaciones de la economía real estimulaban tanto los booms como las crisis financieras y eran agravadas por ellos [Minsky, 1978]. Para superar esa inestabilidad financiera Minsky recomendaba políticas gubernamentales de estabilización financiera, con gasto gubernamental y empresas del sector público de perfil alto para estabilizar la inversión, y una política salarial progresiva y planificada para estabilizar el consumo [Minsky, 1986]. Desde sus primeros escritos exhortaba a utilizar la política monetaria para aliviar las crisis de sobreendeudamiento, a través de la instauración de prestamistas de último recurso y la reducción de las tasas de interés en las crisis financieras [Minsky, 1964]. Creía que esta última táctica sería capaz de rehabilitar las estructuras de financiamiento. Al reducir los costos de servicio de las deudas financieras empresariales, las tasas de interés más bajas podrían convertir estructuras financieras Ponzi en estructuras meramente especulativas, y las especulativas en protegidas. Sin embargo, en prácticamente todas las crisis financieras modernas las autoridades están en duda acerca de la

solidez financiera a largo plazo de las unidades económicas que sufren. El financiamiento de prestamistas de último recurso tiene que distinguir entre apoyar financiamientos sólidos pero momentáneamente carentes de liquidez, y apoyar operaciones fraudulentas o irremediablemente insolventes. Para 1986 Minsky insinuaba que un refinanciamiento más selectivo de los bancos centrales podría ser preferible [Minsky, 1986: 327]. Es posible que el problema más serio de Minsky sea que los booms financieros de fines del siglo XX se caracterizaron más por el financiamiento por participación en el capital social que por endeudamiento, e incluso presentaron emisiones de valor real para pagar deudas [véase Wray, 1994, y Toporowski, 1999 y 2000].

Conclusión

En el siglo XX el capitalismo ha estado dominando por las finanzas, con excepción de la mitad del siglo ocupada por las dos guerras mundiales, la gran depresión y el periodo keynesiano que la sucedió. De Veblen a Minsky, pasando por Keynes, una serie de críticos de las finanzas han sostenido que la economía no opera en la forma benigna que describe la economía del equilibrio. Estas críticas pueden dividirse en aquellas como las de Veblen, Kalecki y Steindl, las cuales comprenden una visión general de las finanzas; aquellas como las de Fisher, Breit y Minsky, que ven al sistema financiero como esencial para el sistema bancario; y aquellas como las de Keynes, Kindelberger y Galbraith, que han identificado la patología del capitalismo moderno en sus mercados de capitales.

Las formas institucionales a través de las cuales el sistema capitalista ha evolucionado han sido factores cruciales en el desarrollo de las finanzas críticas. Las instituciones desempeñan un papel significativo en la explicación de las reflexiones críticas de Veblen respecto a las finanzas y el factor institucional también ha sido un elemento clave en la teoría marxista de las finanzas. Durante la década de los treinta las finanzas fueron una parte integral de la teoría económica. La “austeridad financiera” que siguió al *crack* de 1929 facilitó el surgimiento de una nueva visión “monetaria” de la economía, en la cual las finanzas han estado ausentes, han sido pasivas, o sólo significativas para la política monetaria. En la economía neoclásica esto está representado por el

sistema IS-LM, con adiciones posteriores de conceptos como el equilibrio, o extensiones de los elementos financieros, como la teoría de la “q” de Tobin. Aún la crítica poskeynesiana de la síntesis neoclásica, con excepción de Minsky, asume una visión de la economía capitalista contemporánea como una “economía monetaria de producción” sin ser conducida por un sistema financiero [e.g. Downard y Reynolds, 1999]. Después de la Segunda Guerra Mundial, enfrentada con un sistema financiero pasivo, los teóricos de las finanzas críticas como Kindleberger y Galbraith establecieron sus posturas como la historia del pasado del capitalismo.

El análisis del capitalismo norteamericano de comienzos del siglo XX fue el punto inicial del acercamiento crítico a las finanzas de Steindl. Aun el último de los críticos analíticos de las finanzas de final del siglo XX, Minsky, inició sus consideraciones con la pregunta histórica “¿Puede esto suceder de nuevo?” (“esto” significa la desastrosa caída en la depresión que siguió al *crack* de 1929), antes de que el ascenso de las finanzas en los años sesenta inspirara su reinterpretación de Keynes.

Agradecimientos

Este trabajo surgió de la investigación para mi libro *The End of Finance: The Theory of Capital Market Inflation, Financial Derivatives and Pension Fund Capitalism* (Toporowski 2000). Agradezco a Victoria Chick, Leslie Fishman, Peter Howells, Julio López-Gallardo, Tracy Mott, Nina Shapiro y Randy Wray por nuestras útiles discusiones sobre la historia de las finanzas críticas, y a Victoria Chick, John King, Andy Denis, Alfredo Saad-Filho y Geoff Harcourt por sus comentarios a un borrador anterior.

Referencias bibliográficas

- Blanchard, O.J. y M. W. Watson [1982]. “Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets”, en P. Wachtel (ed.), *Crises in the Economic and Financial Structure*, Lexington, Heath.
- Breit, M. [1935]. “Ein Beitrag zur Theorie der Geld- und Kapitalmarktes”, *Zeitschrift für Nationalökonomie*, Band VI, Heft 5.

- Bukharin, N.I. [1924]. *Imperialism and the Accumulation of Capital*, publicado junto con Rosa Luxemburgo, *The Accumulation of Capital –An Anti-Critique*, trad. de Rudolf Wichman, ed. y trad. de Kenneth J. Tarbuck, Nueva York y Londres, Monthly Review Press, 1972.
- Chick, V. [1983]. *Macroeconomics After Keynes: A Reconsideration of the General Theory*, Cambridge, MIT-Press.
- Chilosi, A. [1982]. “Breit, Kalecki and Hicks on the Term Structure of Interest Rates, Risk and the Theory of Investment”, en M. Baranzioni (ed.), *Advances in Economic Theory*, Oxford, Basil Blackwell.
- Dirlam, J.B. [1958]. “The Place of Corporation Finance in Veblen’s Economics”, en D. F. Dowd, Thorstein Veblen: *A Critical Appraisal*, Ithaca, Cornell University Press.
- Downard y Reynolds, I. [1999]. “The contemporary relevance of poskeynesian economics: Editors introduction”, *Economic Issues*, vol. 4, part 1, March.
- Fisher, I. [1932]. *Booms and Depressions*, Nueva York, Adelphi Company.
- ——— [1933]. “The Debt Deflation Theory of Great Depressions”, *Econometrica*, vol. 1, núm.1, p. 337-357.
- Galbraith, J.K. [1980]. *The Great Crash*, Londres: André Deutsch.
- Harcourt, G.C. [1982]. “Post-Keynesianism: Quite Wrong And/Or Nothing New”, Thames Papers in Political Economy, Londres: Thames Polytechnic and North-East Londres Polytechnic, verano.
- Heilbroner, R.L. [1961]. *The Worldly Philosophers: The Lives, Times and Ideas of the Great Economic Thinkers*, Nueva York, Simon and Schuster.
- Hilferding, R. [1910]. *Finance Capital: A Study of the Latest Phase of Capitalist Development*, ed. e introd. de Tom Bottomore, trad. de Morris Watnick and Sam Gordon, Londres, Routledge and Kegan Paul, 1981.
- Kalecki, M. [1937]. “The Principle of Increasing Risk”, *Economica*, vol. 4, núm. 16.
- ——— [1944]. “Professor Pigou on ‘The Classic Stationary State’: A Comment”, *Economic Journal*, vol. 54, núm. 1.
- ——— [1954]. *Theory of Economic Dynamics: An Essay on Cyclical and Long-Run Changes in Capitalist Economy*, Londres, George Allen and Unwin.

- Keynes, J.M. [1930]. *A Treatise on Money in Two Volumes*. 1: *The Pure Theory of Money*, Londres, Macmillan.
- ——— [1936]. *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Londres, Macmillan.
- ——— [1937a]. “The General Theory of Employment”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 51 núm. 2, February, p. 209-223.
- ——— [1937b]. “The Ex-Ante Theory of the Rate of Interest”, *Economic Journal*, vol. 47, diciembre.
- Kindleberger, C.P. [1989]. *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, Londres, Macmillan.
- ——— [1993]. *A Financial History of Western Europe*, Nueva York, Oxford University Press.
- Lenin, V.I. [1917]. “Imperialism, the Highest Stage of Capitalism”, en *Selected Works*, Moscú, Progress Publishers, 1968.
- Kowalik, T. [1992]. *Historia Ekonomii w Polsce 1864-1950* Wroc aw: Zac ad Narodowy im. Ossolikich.
- Luxemburg, R. [1951]. *The Accumulation of Capital*, trad. de Agnes Schwartzschild, Londres, Routledge and Kegan Paul.
- Minsky, H.P. [1964]. “Financial Crisis, Financial Systems, and the Performance of the Economy”, en *Commission on Money and Credit, Private Capital Markets*, Englewood Cliffs, Prentice-Hall.
- ——— [1975]. *John Maynard Keynes*, Nueva York, Columbia University Press.
- ——— [1978]. “The Financial Instability Hypothesis: A Restatement”, *Thames Papers in Political Economy*, Londres, Thames Polytechnic.
- ——— [1982]. “Debt Deflation Processes in Today’s Institutional Environment”, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, núm. 143, diciembre.
- ——— [1986]. *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, Yale University Press.
- Sawyer, M.C. [1985]. *The Economics of Michal Kalecki*, Londres, Macmillan.
- Schumpeter, J.A. [1934]. *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest and the Business Cycle*, trad. de Redvers Opie, Nueva York, Oxford University Press 1961.
- Steindl, J. [1941]. “On Risk”, *Oxford Economic Papers*, núm. 5, junio.
- ——— [1945a]. *Oxford Economic Papers*, núm. 7, marzo.
- ——— [1945b]. *Small and Big Business: Economic Problems of the Size of Firms*, Institute of Statistics Monograph No. 1, Oxford, Basil Blackwell.
- ——— [1952]. *Maturity and Stagnation in American Capitalism*, Institute of Statistics Monograph No. 4, Oxford, Basil Blackwell.
- ——— [1990]. “The Dispersion of Expectations in Speculative Markets”, en *Economic Papers 1941-88*, Londres, Macmillan.
- Toporowski, J. [1999]. “Monetary policy in an Era of Capital Market Inflation”, Working Paper Annandale-on-Hudson, Jerome Levy Economics Institute, no. 279, septiembre.
- ——— [2000]. *The End of Finance: The Theory of Capital Market Inflation, Financial Derivatives and Pension Fund Capitalism*, Londres, Routledge.
- Veblen, T. [1904]. *The Theory of Business Enterprise*, Nueva York, Charles Scribner’s Sons.
- ——— [1921]. “The Captains of Finance and the Engineers”, en *The Engineers and the Price System*, reimpr. en Wesley C. Mitchell (ed.) [1936], *What Veblen Taught: Selected Writings of Thorstein Veblen*, Nueva York, The Viking Press.
- Wray, L.R. [1994]. “The Political Economy of the Current U.S. Financial Crisis”, *International Papers in Political Economy*, vol. 1, núm. 3.